



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

PROJETO

**EQUITY RESEARCH:
SPORT LISBOA E BENFICA – FUTEBOL, SAD**

ALEXANDRE PEDRO CARDOSO PEREIRA SILVA

OUTUBRO-2024



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

PROJETO

**EQUITY RESEARCH:
SPORT LISBOA E BENFICA – FUTEBOL, SAD**

ALEXANDRE PEDRO CARDOSO PEREIRA SILVA

**ORIENTAÇÃO:
DOUTORA FLORENCE MENDES CORREIA CARP PINTO BASTO**

OUTUBRO-2024

RESUMO

O objetivo deste trabalho de projeto é a avaliação das ações do Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD (SLB SAD), determinando o *target price* à data de 30 de junho de 2024.

Para tal, foi realizada uma análise profunda da indústria desportiva, mais concretamente da indústria do futebol, um setor que tem crescido bastante nos últimos anos em termos de receitas e projeção global. Contudo, a SLB SAD enfrenta atualmente desafios quer no âmbito desportivo como no âmbito financeiro, sendo a sua valorização influenciada por ambos os fatores.

Na realização do presente trabalho foi efetuada uma análise estratégica e uma análise de mercado, abrangendo tanto a envolvente externa como interna da empresa, seguida da avaliação financeira da empresa com base em 2 métodos de avaliação, o *Discounted Cash Flow* utilizando a abordagem *Free Cash Flow to the Firm* como método de avaliação absoluta, complementado por uma metodologia de avaliação relativa, nomeadamente o método dos múltiplos, de modo a fornecer uma recomendação de compra ou venda mais robusta e fundamentada.

Os resultados da avaliação indicam uma subvalorização das ações da SLB SAD, uma vez que as ações se encontram cotadas a 3,11 € no mercado à data da avaliação e o *target price* obtido através do método FCFF foi de 3,59 € por ação, indicando um potencial de valorização de 15,45%. O método dos múltiplos indicou um *target price* de 4,12 € confirmando o potencial de valorização das ações.

A recomendação final é a de compra de ações da SLB SAD, ressalvando que possíveis desvios nos resultados desportivos ou financeiros podem influenciar a avaliação realizada, como demonstrado na análise de sensibilidade efetuada.

ABSTRACT

The main objective of this project is to value the shares of Sport Lisboa e Benfica – Futebol, SAD (SLB SAD), determining the price target on June 30, 2024.

To achieve this goal, an in-depth analysis of the sports industry, specifically the football industry, was carried out, a sector that has grown significantly in recent years in terms of revenues and global projection. However, SLB SAD is currently facing challenges in the sporting and financial areas, and its valuation is influenced by both factors.

In this study, a strategic analysis and a market analysis were conducted, covering both the external and internal environment of the company, followed by a financial valuation of the company based on 2 valuation methods, Discounted Cash Flow using the Free Cash Flow to the Firm approach as an absolute valuation method, complemented by a relative valuation method, namely the multiples method, to provide a more robust and well-supported buy or sell recommendation.

The results of the evaluation indicate an undervaluation of SLB SAD shares, as the shares were quoted at €3.11 on the market on the evaluation date and the target price obtained using the FCFE method was €3.59 per share, indicating a potential appreciation of 15,45 %. The multiples method indicated a target price of €4.12, confirming the shares potential for appreciation.

The final recommendation is to buy SLB SAD shares, noting that possible deviations in sporting or financial results could influence the valuation, as demonstrated in the sensitivity analysis.

AGRADECIMENTOS

Chegou o momento de agradecer a todas as pessoas que me acompanharam, apoiaram e que me marcaram ao longo desta etapa e de toda a minha formação académica.

Começando com um agradecimento especial para os meus pais e para o meu irmão, que acreditaram sempre em mim e que além de me terem possibilitado esta experiência, sempre me apoiaram e estiveram presentes em todos os momentos desta jornada tão especial, oferecendo-me todo o apoio necessário.

Agradeço também à minha orientadora, a Professora Florence Pinto Basto, por aceitar enfrentar este desafio, por todo o apoio e pela sua disponibilidade e ajuda durante a realização deste trabalho de projeto.

Um agradecimento especial, do fundo do coração, a todos os meus amigos e colegas, que contribuíram bastante para este percurso. Proporcionando-me momentos de descontração, amizade e de partilha de experiências, contribuindo para o equilíbrio entre a pressão deste trabalho com a motivação necessária à realização do mesmo.

Por último, um agradecimento ao ISEG — Instituto Superior de Economia e Gestão por estes 2 anos, pela oportunidade de ter feito parte desta instituição e por todo o suporte prestado ao longo do meu percurso.

LISTA DE ABREVIATURAS

- ke - Custo do Capital Próprio
- kd - Custo da Dívida
- rf - Taxa de juro sem risco
- β_l - Beta alavancado
- APV - Adjusted Present Value
- BE - Boletim Económico
- CapEx - Capital Expenditure
- CAPM - Capital Asset Pricing Model
- DCF - Discounted Cash Flow
- EBIT - Earnings Before Interest and Taxes
- FCFF - Free Cash Flow to Firm
- FC Porto - Futebol Clube do Porto
- FA - Football Association
- FIFA - Fédération Internationale de Football Association
- FPF - Fair Play Financeiro
- FSE - Fornecimentos e Serviços Externos
- NFM - Necessidades de Fundo de Maneio
- PIB - Produto Interno Bruto
- SLB SAD – Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD
- SL Benfica - Sport Lisboa e Benfica
- SAD – Sociedade Anónima Desportiva
- Sporting CP - Sporting Clube de Portugal
- SWOT – Strengths, Weaknesses, Opportunities & Threats
- T – Taxa de Imposto

UEFA - Union of European Football Associations

UPF – União Portuguesa de Futebol

WACC – Weighted Average Cost of Capital.

INDÍCE

Resumo	i
Abstract.....	ii
Agradecimentos	iii
Lista de Abreviaturas.....	iv
Índice de figuras.....	ix
Índice de Tabelas	ix
1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura.....	2
2.1. A origem do Futebol e a sua evolução.....	2
2.2. Métodos de Avaliação	6
2.2.1 Discounted Cash Flow (DCF).....	7
2.2.2 Free Cash Flow to Firm (FCFF) – Avaliação Absoluta.....	7
2.2.3 Método dos múltiplos	9
3 Apresentação da Empresa.....	10
4. Gestão e Corporate Governance	11
4.1. Estrutura Acionista	13
5. Análise Estratégica	14
5.1 Modelo das 5 forças de Porter	15
5.1.1 Poder de Negociação dos Fornecedores — Elevado.....	15
5.1.2 Ameaça de entrada de novos concorrentes — Baixa.....	16
5.1.3 Poder de negociação dos clientes — Baixo & Médio	17
5.1.4 Ameaça de produtos substitutos — Muito Baixa	18
5.1.5 Rivalidade entre Concorrentes – Elevada.....	18
5.2 Análise SWOT.....	19

6	Análise de mercado	20
7	Avaliação financeira.....	24
7.1	FCFF	25
7.1.1	EBIT.....	25
7.1.2	CAPEX.....	27
7.1.3	Necessidades de Fundo de Maneio	28
7.1.4	WACC.....	29
7.1.5	Taxa de crescimento constante (g).....	30
7.1.6	Resultados.....	31
7.1.7	Análise de Sensibilidade	31
7.2	Método dos Múltiplos	33
8	Conclusão	34
9	Referências Bibliográficas	36
	Anexos	39
	Anexo 1-Demonstração de resultados.....	39
	Anexo 2- Demonstração de Resultados Previsional	40
	Anexo 3- Demonstração da Posição Financeira	41
	Anexo 4- Demonstração da Posição Financeira Previsional	42
	Anexo 5 : Projeções Macroeconômicas do Banco de Portugal para 2024–2026 (taxa de variação anual, em percentagem).....	43
	Anexo 6: Média de espectadores por jogo no Estádio da Luz para a Liga Portuguesa	43
	Anexo 7 : Receitas dos clubes campeões nas “ Big five” e do campeão da Liga Portuguesa na época 2022/2023 (M€).....	44
	Anexo 8 : Comparação das Principais Rubricas Financeiras da SL Benfica SAD, FC Porto SAD e Sporting CP SAD na Época 2023/2024 (€).....	44

Anexo 9 : Análise Horizontal e Vertical das Principais Rubricas Financeiras (Épocas 2019/20 a 2023/24).....	45
Anexo 10 : Pressupostos para o cálculo do EBIT	46
Anexo 11 : Pressupostos e Cálculo do CapEx	46
Anexo 12 : Cálculo das Necessidades de Fundo de Maneio e da sua variação anual	46
Anexo 13: Custo do capital próprio	47
Anexo 14: Cálculo da WACC	47
Anexo 15: Clubes Múltiplos e respetivos resultados	47
Anexo 16: Método dos Múltiplos	48
Anexo 17: Resultado – Método dos Múltiplos	49
Anexo 18: Resultado - Método FCFF	49

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1 – ANÁLISE SWOT.....	19
FIGURA 2 – RECEITA DAS “BIG FIVE” E LIGA PORTUGUESA (ÉPOCA 2022/2023)(M€)	22

ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1 – AVALIAÇÃO DA SLB SAD, RESULTADOS DO MÉTODO FCFF	31
TABELA 2 – ANÁLISE DE SENSIBILIDADE	33

1. INTRODUÇÃO

O mundo do futebol tem demonstrado alterações significativas ao longo dos anos, sendo atualmente um fenómeno global que se transformou numa indústria multimilionária e que enfrenta cada vez mais desafios na sua gestão, dada a sua complexidade e a dificuldade em conciliar o sucesso desportivo com o sucesso financeiro. Além disso, a indústria encontra-se em constante evolução e crescimento, o que a torna ainda mais atrativa para realização deste Equity Research.

O Sport Lisboa e Benfica — Futebol SAD (SLB SAD), fundado em 1904, é um dos três maiores clubes de Portugal, sendo um clube eclético, com várias modalidades desportivas, destacando-se o futebol profissional como a sua principal modalidade. Ao longo dos seus 120 anos de existência, é o clube mais titulado em Portugal, contando com 38 campeonatos nacionais, 2 taças de campeões europeus, entre muitos outros títulos.

Atualmente, o clube enfrenta um momento algo conturbado, marcado por mudanças na estrutura da SAD, mudanças no comando técnico da equipa e alguma contestação por parte dos adeptos, fruto da falta de títulos nos últimos anos e dos resultados financeiros negativos na última época.

É neste contexto e cenário que se realiza uma análise detalhada da empresa, com o objetivo de oferecer uma recomendação adequada aos investidores, determinando se o valor de mercado das ações está alinhado com o seu valor intrínseco ou não.

Para a realização deste objetivo, a análise é sustentada com base nos 2 métodos usados: o *Discounted Cash Flow* e o Método dos Múltiplos. De acordo com estes 2 métodos, conclui-se, que a 30 de junho de 2024 as ações encontram-se subavaliadas, com um *upside potential* de 15,45 %, sendo a recomendação final a de compra de ações da SLB SAD.

A estrutura deste trabalho inicia-se com a revisão de literatura, que aborda a indústria do futebol, a sua evolução e crescimento, bem como os métodos de avaliação utilizados. Nos capítulos seguintes, é feita uma breve apresentação da empresa e da sua estrutura acionista e de *corporate governance*, seguida de uma análise estratégica com base em 2 modelos: o modelo das 5 forças de Porter e a análise SWOT. Segue-se, uma análise de

mercado que engloba uma análise macroeconómica do contexto económico e uma análise do setor e da concorrência, a nível nacional e internacional, seguida da avaliação financeira e conclusão da mesma.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. *A origem do Futebol e a sua evolução*

Até à data não se sabe ao certo quando é que o futebol começou a ser praticado. Contudo, há alguns indicadores históricos que sugerem a existência de jogos semelhantes ao que atualmente chamamos futebol, há três mil anos. De acordo com vários estudos, acredita-se que o futebol tenha raízes orientais, na China e no Japão.

Durante a dinastia Han (206 a.C.-220 d.C.) na China, praticava-se um jogo conhecido como “Cuju”, em que os jogadores tinham de chutar uma bola de couro em direção a uma pequena rede (China International Travel Service, 2022). No Japão, existia um jogo chamado “Kemari”, que consistia em manter uma bola de couro no ar durante o máximo de tempo possível utilizando apenas os pés (Edwards, 2003). Este desporto era praticado pelos membros da corte do imperador e decorria num campo com cerca de 200 metros quadrados.

Apesar de estas serem consideradas as primeiras “práticas” de futebol, considera-se que o futebol moderno como conhecemos hoje surgiu em Inglaterra, com a criação da Football Association (FA). Em 1863, vários representantes de clubes de futebol reuniram-se em Londres para estabelecer as primeiras regras padronizadas do futebol (Aonuma, 2014). Até então o desporto era marcado por ser jogado de forma muito desorganizada e violenta.

Com a criação desta associação, o futebol deixou de ser sensação apenas em Inglaterra, passando a ser um fenómeno global. As primeiras associações de futebol surgem no fim do século XIX. A Holanda e a Dinamarca seguiram os passos de Inglaterra e criaram as suas associações de futebol em 1989, seguindo-se a Nova Zelândia em 1981, Argentina em 1893, o Chile, Suíça e Bélgica em 1895 e Itália em 1898 (The PFSA). Este movimento marcou o início da formalização do futebol como um desporto mundialmente organizado.

Devido à sua expansão global, em 1904 surge a fundação da *Fédération Internationale de Football Association* (FIFA), organização sem fins lucrativos, criada

com o objetivo de promover a união entre as várias associações nacionais de futebol, de regulamentar o futebol e organizar competições internacionais, tornando-se assim a primeira autoridade mundial do desporto (U.S. Soccer, n.d.).

Em 1914, nasce a 1ª associação de futebol em Portugal, a União Portuguesa de Futebol (UPF), marcando a formalização do futebol no país. Este desenvolvimento espelhou a tendência global do futebol ter passado de ser apenas um desporto ou atividade recreativa, transformando-se num negócio que sustenta um setor bastante complexo e dinâmico, avaliado em muitos milhões de euros (Toma & Catana, 2021).

Nos dias de hoje, em Portugal o futebol é visto como o “desporto rei” devido à sua influência e impacto económico, social e cultural.

O futebol gera milhares de milhões de euros todos os anos através dos direitos de transmissão, dos patrocínios e da venda de bilhetes, com as 5 principais ligas europeias a ter gerado na temporada de 2021/2022 um valor de 17,2 mil milhões de euros (Deloitte, 2023). Além do impacto económico, socialmente o desporto tem sido fundamental em várias iniciativas de saúde pública, como a promoção da atividade física e de estilos de vida saudáveis, bem como a sua utilização em campanhas educativas para abordar questões sociais como o racismo e a desigualdade.

Com toda a relevância e importância que o futebol ganhou, os clubes deixaram de ser “meras” organizações, transformando-se em autênticas marcas globais. A profissionalização e comercialização do futebol transformou significativamente toda a envolvente das operações e gestão dos clubes de futebol. As organizações desportivas, em particular os clubes de futebol, possuem características únicas que necessitam de práticas de gestão especializadas para garantir um funcionamento eficaz (Gómez, Martí, & Opazo, 2008).

De acordo com Smith e Stewart (2010), o desporto, incluindo o futebol, apresenta quatro dimensões inter-relacionadas que destacam o porquê da sua natureza única.

Em primeiro lugar, o desporto é uma experiência diversificada, altamente enraizada e influenciada pela paixão irracional dos adeptos, que demonstram elevados níveis de lealdade ao produto e à marca, além de otimismo e uma forte empatia com os jogadores e equipas que apoiam. Esta paixão transcende frequentemente o comportamento racional do consumidor, conduzindo a investimentos emocionais intensos por parte dos adeptos.

Em segundo lugar, o foco no desporto é muitas vezes a obtenção de sucesso em campo e não a maximização do lucro, enfatizando o valor cultural e social das vitórias em detrimento dos retornos financeiros. Em terceiro lugar, o desporto está sujeito a uma qualidade variável, tendo implicações na gestão do equilíbrio competitivo e no comportamento anti concorrencial, uma vez que não se pode garantir uma qualidade consistente no desempenho. Por fim, o desporto opera num calendário fixo, acrescentando outra camada de complexidade à sua gestão, particularmente na coordenação de eventos e na maximização de oportunidades de receita num prazo restrito.

O principal desafio a que estão sujeitos os clubes de futebol é o equilíbrio entre objetivos financeiros e desportivos, assegurando o sucesso em campo sem nunca comprometer a sua sustentabilidade a longo prazo. De acordo com Di Simone e Zanardi (2021), existe uma relação significativa entre o desempenho financeiro e desportivo de um clube de futebol. O estudo indica que estão interligados e são interdependentes. Todos os membros de um clube de futebol têm a ambição de obter sucesso em campo e ganhar muitos troféus, esse objetivo acaba por ser aumentado com a intensa ligação entre os clubes e os seus adeptos, que vão dar sempre prioridade ao sucesso dentro das 4 linhas. Este fator, adiciona uma pressão extra sobre os clubes para terem esse sucesso desportivo, o que acaba por levar muitas vezes a um aumento de despesas com jogadores além do ponto de maximização do lucro. A tentativa de conciliação destes objetivos exige um planeamento financeiro e uma boa gestão estratégica para ultrapassar os desafios e aproveitar as oportunidades inerentes.

Segundo a Deloitte (2021), existem três tipos de receitas no futebol: as receitas do dia do jogo (incluindo a venda de bilhetes e as vendas a empresas), os direitos de transmissão e as receitas comerciais (como os patrocínios, o *merchandising* e outras operações comerciais). Além disso, a venda de jogadores tem cada vez mais um papel importante, especialmente em clubes de menor dimensão e com mais dificuldades financeiras, sendo um fator crucial para assegurarem a sua estabilidade financeira e sustentabilidade a longo prazo. Neste contexto, e no panorama atual, a criação de academias ou centros de formação de modo a formar e desenvolver os seus jovens tornou-se uma abordagem estratégica para muitos clubes, com o objetivo não só de retirar sucesso desportivo com a “prata da casa” como também na possibilidade de retirar uma mais-valia financeira dos mesmos.

No mundo do futebol e na gestão financeira de um clube de futebol, a contabilização de ativos intangíveis, especialmente o valor do passe dos jogadores, desempenha um papel crucial. Do ponto de vista contábilístico, o valor desses ativos é geralmente determinado pelo custo de aquisição do passe do jogador, que inclui taxas de transferência e outras despesas associadas. A capitalização dos contratos de jogadores é uma prática bastante comum entre clubes de futebol, uma vez que reflete o valor económico dos jogadores como ativos, apesar das incertezas sobre os benefícios económicos que esses ativos possam gerar no futuro (Amir & Livne, 2005). Este método de avaliação é amplamente utilizado por todos os clubes porque oferece uma base confiável para estimar o valor de mercado desses mesmos ativos, apesar das suas limitações. Além disso, o tratamento adequado destes ativos é essencial para garantir a transparência e a precisão nos relatórios financeiros dos clubes.

Os clubes precisam de uma boa gestão financeira, caso contrário podem entrar em falência, uma vez que nem sempre o aumento das receitas garante que as finanças do clube estejam saudáveis, pois existem clubes que acabam por dar prioridade excessiva ao fator desportivo, pondo em causa a sua sustentabilidade a longo prazo. Apesar do desempenho desportivo estar correlacionado com o desempenho financeiro, não nos indica que uma boa campanha desportiva se reflita em contas positivas.

Em resposta aos desafios financeiros levantados pela gestão dos clubes de futebol, a UEFA introduziu em 2004 um sistema de licenciamento para os clubes europeus que desejassem participar nas competições da UEFA. Este sistema exige que os clubes cumpram critérios nas áreas: desportiva, de infraestruturas, de recursos humanos, jurídica e financeira (UEFA, 2020). Mais tarde, em 2009 são também introduzidos os regulamentos relativos ao Fair Play Financeiro (FPF), com o intuito de assegurar a estabilidade financeira a longo prazo dos clubes, exigindo que os mesmos atinjam o *break-even*, o que significa que as suas despesas não devem exceder as suas receitas em mais de 5 milhões de euros em três anos (Vöpel, 2013). Dando um exemplo, para a época de 2024/2025 serão tidos em conta os rendimentos e gastos aceites pela UEFA, dos anos de 2024, 2023 e 2022. Caso existam incumprimentos, os clubes são sancionados. O requisito de equilíbrio financeiro considera apenas as receitas e despesas “relevantes”,

incentivando os clubes a operarem dentro das suas possibilidades e promovendo a equidade (Deloitte,2011).

A principal razão para a implementação destas medidas por parte da UEFA deve-se ao grande período de crise financeira que afetou os clubes de futebol, ameaçando a sustentabilidade e viabilidade do desporto a longo prazo (Alabi & Urquhart, 2024).

Em Portugal, durante a época de 2013/2014 entrou em vigor o Decreto-Lei n.º 10/2013, que veio definir que todos os clubes que participem em competições profissionais têm de operar como Sociedade Anónima Desportiva ou Sociedade Desportiva Unipessoal por Quotas (Decreto-Lei n.º 10/2013, 2013). O principal objetivo desta alteração foi acabar com a desigualdade entre os clubes de futebol, ao impedir que alguns optassem pelo estatuto de pessoas coletivas sem fins lucrativos, o que lhes permitia operar num regime especial de gestão com regras mínimas. Com o Decreto-Lei todos os clubes passaram a estar sujeitos às mesmas normas que regulam as sociedades anónimas.

A Liga Portuguesa, é conhecida principalmente por ser uma liga “vendedora”, onde muitos jovens são desenvolvidos e posteriormente rentabilizados para serem vendidos a clubes e ligas de maior dimensão. Segundo dados do *Transfermarkt* (2024), desde 2019, o SL Benfica é o 2.º clube do mundo que gerou mais receita com a venda de jogadores nesse mesmo período, tendo gerado 756,8 milhões de euros.

2.2. Métodos de Avaliação

A avaliação é um dos aspetos principais da análise financeira e da tomada de decisões tanto estratégicas como de investimento. Uma boa avaliação é fundamental para proporcionar aos investidores, gestores e partes interessadas uma decisão mais informada e acertada.

Existem vários modelos para avaliar empresas, cada um com as suas características e pressupostos. Estes modelos são classificados em modelos de avaliação intrínseca, como o caso do *Discounted Cash Flow* e modelos de avaliação relativa, como o Método dos múltiplos. Apesar destes métodos terem como objetivo estimar o valor de uma empresa, conduzem frequentemente a conclusões diferentes devido aos pressupostos e perspetivas variarem (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015). Neste trabalho abordarei os seguintes métodos de avaliação: o *Discounted Cash Flow* e Método dos múltiplos.

O modelo do *Discounted Cash Flow* permite uma análise abrangente dos fatores específicos da empresa e do mercado. Adicionalmente, o Método dos Múltiplos é reconhecido pela sua simplicidade e eficácia na comparação de empresas semelhantes, utilizando indicadores financeiros como o rácio P/E , (Preço/Lucros), entre outros (Petersen & Plenborg, 2012). A combinação destas metodologias proporciona uma perspetiva completa e equilibrada, captando assim tanto o valor intrínseco como o valor relativo da empresa.

2.2.1 *Discounted Cash Flow (DCF)*

O método do *Discounted Cash Flow* é um método bastante utilizado que estima o valor de um ativo com base nos seus fluxos de caixa futuros, atualizando-os para o momento presente.

Uma vez que se pretende com este trabalho realizar a avaliação da empresa como um todo, há 2 métodos que se destacam, sendo eles o *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) e o *Adjusted Present Value* (APV).

Entre os 2 modelos mencionados, neste trabalho de projeto irei apenas abordar o *Free Cash Flow to Firm* uma vez que o FCFF avalia o total de fluxos de caixa disponíveis para todos os investidores, incluindo não só os acionistas como também os detentores de dívida, fornecendo assim uma visão integrada da saúde financeira da empresa, independentemente da sua estrutura de capital. De acordo com Booth (2022) o método APV só é aplicável em operações que envolvam financiamento estruturado. Não sendo expectável existirem alterações na estrutura de capital da SLB SAD e que ela se mantenha constante ao longo do tempo, optarei por utilizar o método FCFF.

2.2.2 *Free Cash Flow to Firm (FCFF) – Avaliação Absoluta*

O FCFF avalia o valor da empresa como um todo, independentemente de como esta é financiada, considerando os fluxos de caixa disponíveis tanto para acionistas como para credores.

A fórmula para calcular o valor do FCFF de um período é a seguinte:

$$(1) \text{FCFF} = \text{EBIT} \times (1 - T) + \text{Amortizações e Depreciações} - \Delta \text{NFM} - \text{CAPEX}$$

Onde:

- EBIT – Resultado operacional
- T – Taxa de imposto sobre os lucros
- Δ NFM – Variação das Necessidades de Fundo de Maneyo
- CAPEX – Despesas de capital

Após o cálculo do FCFF, para se chegar ao valor presente da empresa temos de atualizar o FCFF usando a taxa do custo médio ponderado de capital (WACC). O WACC reflete a taxa média de retorno exigida por todos os investidores da empresa, incluindo acionistas e credores, ponderada pela proporção de cada fonte de financiamento na estrutura de capital da empresa (Brigham & Ehrhardt, 2013).

A taxa do custo médio ponderado de capital é calculada pela fórmula seguinte:

$$(2) WACC = \left(\frac{Equity}{Equity + Debt} * Ke \right) + \left(\frac{Debt}{Equity + Debt} \right) * Kd * (1 - T)$$

Onde:

- Equity – Valor de mercado do capital próprio
- Debt – Valor de mercado da dívida
- Ke – Custo do capital próprio
- Kd – Custo da dívida
- T – Taxa de imposto sobre os lucros

Depois do cálculo do FCFF e do WACC, é possível calcular o valor da empresa (*firm value*) através da seguinte fórmula:

$$(3) Firm\ value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Tendo em conta que se pretende uma avaliação da empresa além do período finito, é necessário considerar como pressuposto que os *fluxos de caixa* vão crescer a uma taxa constante (g) após o ano terminal.

O valor terminal (*Terminal Value of Firm*) é calculado pela seguinte fórmula:

$$(4) \text{Terminal Value of Firm} = \frac{\frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

g - taxa de crescimento

WACC - custo médio ponderado do capital

$$FCFF_{t+1} - FCFF_t \times (1 + g)$$

A principal limitação deste modelo advém da suposição de que a estrutura de capital da empresa se vai manter inalterada ao longo de todo o período de avaliação (Geddes, 2002). A empresa pode recorrer a novos financiamentos ou pagar as suas obrigações, causando efeitos no valor do custo da dívida (Kd), contudo esses efeitos não vão ser refletidos na avaliação.

Apesar das suas limitações, o FCFF continua a ser um modelo bastante utilizado pelas suas vantagens, o FCFF é um modelo abrangente que engloba tanto os fluxos de caixa operacionais como os investimentos de capital necessários para manter e expandir a capacidade operacional da empresa. Esta abordagem fornece uma base sólida para avaliar o desempenho financeiro e a criação de valor a longo prazo de uma empresa, o que permite melhores decisões de investimento (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005).

2.2.3 Método dos múltiplos

O método dos múltiplos é um modelo de avaliação relativa como referido anteriormente, e compreende a avaliação de uma empresa comparando-a com empresas semelhantes utilizando vários rácios financeiros como, por exemplo, a partir do lucro (*Price to Earnings ratio*), através do valor contabilístico (*Price to Book ratio*), ou relativamente à faturação da empresa (*Price to Sales ratio*).

Os métodos de avaliação relativa, como o método dos múltiplos, fornecem uma perspetiva baseada no mercado, refletindo as condições e tendências atuais que um método de avaliação intrínseca pode não conseguir captar, sendo por norma usados como um método para complementar a avaliação (Liu, Nissim, & Thomas, 2002).

Este método tem 2 etapas principais:

- 1) Escolha dos Rácios Financeiros
- 2) Escolha das Empresas Comparáveis

Neste trabalho de projeto, os rácios que utilizarei vão ter como referência a capitalização de mercado (*Market capitalization*) e vou subdividi-los em 3 categorias:

1. Avaliando o Rendimento Operacional
 - *Market capitalization* / Rendimento Operacional
2. Avaliando os Rendimentos sem direitos de atletas
 - *Market capitalization* / Rendimentos sem direitos de atletas
3. Avaliando o valor dos ativos do plantel
 - *Market capitalization* / Valor do plantel

Onde:

Market capitalization = Preço da ação x n.º total de ações em circulação

Sendo a avaliação parte chave da análise financeira, a utilização dos 2 métodos no presente trabalho permite obter uma avaliação mais precisa e próxima do real valor da empresa, atenuando as limitações inerentes a cada um deles, uma vez que ambos os métodos possuem as suas limitações. O método FCFF têm como principal vantagem o foco nos fluxos de caixa projetados, captando assim o potencial de criação de valor a longo prazo da empresa, no entanto têm como desvantagem inerente, a sensibilidade às estimativas da taxa de crescimento e do custo de capital. O método dos Múltiplos oferece uma análise mais prática baseada em comparações de mercado, mas está sujeito às distorções causadas pelas diferenças estruturais entre as empresas comparadas.

3 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

O Sport Lisboa e Benfica é um dos clubes desportivos mais emblemáticos e bem-sucedidos de Portugal, foi fundado a 28 de fevereiro de 1904, em Lisboa. A 10 de fevereiro de 2000, o Sport Lisboa e Benfica cria a Sport Lisboa e Benfica Futebol, SAD, com o objetivo de gerir o futebol profissional do clube de forma mais eficiente e transparente. A criação da SAD também tinha como objetivo a captação de investimento, tanto nacional como internacional, além de tentar melhorar a competitividade do clube, e assegurar a sua estabilidade e sustentabilidade a longo prazo.

A Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD está cotada na Bolsa de Valores de Lisboa,

Euronext Lisbon, a 30 de Junho de 2024, com uma cotação de 3,11 €.

Mais de um século depois da sua fundação, o SL Benfica é atualmente um clube eclético com uma presença importante em várias modalidades desportivas além do futebol, o basquetebol, o voleibol, o hóquei em patins, atletismo, entre muitas outras.

O clube apresenta um vasto histórico de conquistas, sendo o clube português mais titulado, contando com 38 títulos de Campeão Nacional, 26 Taças de Portugal, 7 Taças da Liga e 9 Supertaças Cândido de Oliveira no seu palmarés, apenas no Futebol. A nível internacional, o SL Benfica venceu duas Taças dos Clubes Campeões Europeus (a atual Liga dos Campeões da UEFA) nos anos de 1961 e 1962, e mantém uma presença constante nas competições europeias, principalmente na Liga dos Campeões, prova n.º1 da UEFA, ocupando o 15.º lugar no ranking de clubes da UEFA atualmente (UEFA,2024).

O SL Benfica destaca-se como um formador de renome a nível mundial, quer pela qualidade dos jogadores que forma nas suas camadas jovens, quer pela grande capacidade de valorização dos seus ativos e consequente venda dos mesmos. A nível nacional é o clube que mais dinheiro encaixa com venda de jogadores da sua formação. Os exemplos mais recentes são o caso de Renato Sanches vendido ao FC Bayern München por 35 milhões de euros em 2016, João Félix vendido por 126 milhões de euros ao Atlético de Madrid em 2019, Rúben Dias transferido por 68 milhões de euros em 2020 para o Manchester City ou até mesmo Gonçalo Ramos vendido por 80 milhões de euros ao Paris Saint Germain.

Além de todas as conquistas desportivas, o SL Benfica é também um clube conhecido pelo seu elevado número de sócios, tendo sido reconhecido pelo *Guinness World Records* como o clube com o maior número de sócios no mundo em 2006, anunciando ter atingido os 300.000 sócios em 2022. O SL Benfica joga no Estádio da Luz, inaugurado em outubro de 2003, que é um dos estádios mais modernos e emblemáticos de toda a Europa. O estádio já recebeu a final da Liga dos Campeões por mais que uma vez e conta com capacidade para mais de 65.000 adeptos.

4. GESTÃO E CORPORATE GOVERNANCE

À data da realização deste estudo, e após as eleições realizadas a 9 de outubro de 2021, o Conselho de Administração da SLB SAD é liderado por Rui Costa, que assumiu a presidência após vencer as eleições com a maior participação da história do clube, com

84,48%. Além de Rui Costa, o Conselho de Administração é também composto por Lourenço Coelho, Vice-Presidente do Conselho de Administração, Luís Mendes, Vice-Presidente do Conselho de Administração, Manuel Brito, Maria Correia, Maria Nunes, António Andrade e Jaime Antunes, que desempenham as funções de vogais do Conselho de Administração, sendo os 5 vogais todos considerados administradores não executivos (SLB SAD, Relatório & Contas 2023/2024).

Os estatutos da SLB SAD definem um modelo de *Corporate Governance* composto por Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Revisor Oficial de Contas (SLB SAD, Relatório & Contas 2023/2024). O Conselho de Administração é o órgão que está encarregue da gestão da Sociedade onde os membros são eleitos e destituídos pela Assembleia Geral, enquanto o Conselho Fiscal e o Revisor Oficial de Contas estão encarregues da fiscalização da Sociedade.

Rui Costa, conhecido como o “Maestro” entre os adeptos de futebol pelos seus tempos como futebolista, e um ídolo para muitos teve uma carreira de destaque no futebol europeu onde contou com passagens pelo SLB e em Itália pelo A.C. Milan e A.C.F. Fiorentina, além de ter sido também uma das figuras principais da Seleção Nacional na sua geração.

Após o término da sua carreira como futebolista em 2008 ao serviço do SL Benfica, assumiu funções como vogal do Conselho de Administração até ao ano de 2020, altura em que passou a Vice-presidente do clube até 2021, ano em que foi eleito Presidente do Conselho de Administração do Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD e Presidente da Direção do Sport Lisboa e Benfica.

Rui Costa também é Presidente do Conselho de Administração de outras sociedades pertencentes ao Grupo Benfica, entre as quais, Sport Lisboa e Benfica, SGPS, S.A., Benfica Estádio — Construção e Gestão de Estádios, S.A., Parque do Benfica — Sociedade Imobiliária, S.A., Benfica TV, S.A., Fundação Benfica, Identiperímetro — Sociedade Imobiliária, S.A. e Benfica Rádio, S.A., além destas funções é Gerente da Clínica do SLB, Lda., Gerente da Sport Lisboa e Benfica — Seguros, Mediação de Seguros, Lda., Gerente da Red Up Sports, Lda. e Administrador da Benfica Internacional, S.à.r.l. (SLB SAD, Relatório & Contas 2023/2024).

Após 3 anos da sua eleição, Rui Costa inicia agora a 4.^a temporada no cargo e entra no seu último ano de mandato, sendo os resultados desta temporada bastante decisivos

para a sua permanência no clube. Conta com apenas 2 títulos conquistados nas 3 temporadas transatas e encontra-se a passar um período algo conturbado junto dos adeptos, apostando bastante nesta época desportiva de modo a tentar trazer o clube de volta às conquistas e a dar alegrias aos adeptos.

Compreender a estrutura de governance é fundamental, uma vez que define as relações entre os diferentes órgãos de decisão, como o Conselho de Administração e a Assembleia Geral, e influencia diretamente o processo de tomada de decisões estratégicas da empresa .

4.1. Estrutura Acionista

O capital social da SLB SAD é de 115 000 000 euros, sendo representado por 23 000 000 de ações nominativas, escriturais e com um valor nominal respetivo de 5 euros cada uma, sendo 9 200 000 ações da categoria A e 13 800 000 da categoria B (SLB SAD, Relatório & Contas 2023/2024).

As ações de categoria A representam 40% do capital social sendo detidas diretamente pelo Sport Lisboa e Benfica, designando determinados privilégios para a sociedade conforme o regime especial previsto no Decreto-Lei n.º 39/2023, de 4 de agosto, do qual se destacam os seguintes privilégios : só podem ser apreendidas judicialmente ou oneradas em favor de pessoas coletivas de direito público; conferem direito de veto em quaisquer deliberações submetidas à Assembleia Geral que envolvam a fusão, cisão ou dissolução da sociedade, bem como a mudança da localização da sede ou dos símbolos do clube, incluindo o emblema, equipamento, logótipos e outros sinais distintivos; e permitem a designação de, pelo menos, um membro do órgão de administração e de fiscalização, com direito de veto sobre deliberações relacionadas com os temas anteriormente mencionados. Adicionalmente, os Estatutos da SLB SAD (artigo 12.º) definem que a Assembleia Geral não pode funcionar nem deliberar, em primeira convocação, sem estar representada a totalidade das ações de categoria A (SLB SAD, Relatório & Contas 2023/2024).

Por outro lado, as ações de categoria B que representam os restantes 60% de capital social correspondem a ações ordinárias sem direitos especiais, não conferindo qualquer tipo de benefício ou privilégio como as de categoria A , refletindo assim a distinção existente entre os direitos da administração do clube e o interesse dos investidores privados. (SLB SAD, Relatório & Contas 2023/2024).

O Sport Lisboa e Benfica acaba por deter diretamente 63,65% do capital social da SLB SAD, uma vez que aos 40% de capital social representados por ações de categoria A junta os 23,65% detidos pela Sport Lisboa e Benfica, SGPS, S.A.

À data do último relatório e contas apresentado (2023/2024), a estrutura acionista do Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD encontra-se dividida da seguinte forma:

- Sport Lisboa e Benfica (-40%)
- Sport Lisboa e Benfica, SGPS, S.A (-23,65%)
- José António dos Santos (-13,67%)
- Grupo Valouro – SGPS, S.A. (-2,71%)

A composição da estrutura acionista desempenha um papel fundamental na análise e avaliação de uma empresa, dado que acaba por definir o nível de controlo sobre a gestão e sobre as decisões estratégicas da empresa.

No caso da SLB SAD, a participação maioritária, obtida com a junção da participação do Sport Lisboa e Benfica e a participação da Benfica SGPS, S.A., garante que o clube mantenha uma influência decisiva sobre todas as principais decisões, de modo a garantir que as decisões estratégicas da SAD refletem os interesses e objetivos do clube e dos adeptos a longo prazo, sem comprometer a sustentabilidade e viabilidade financeira do clube.

Para os investidores, compreender a estrutura acionista da empresa é essencial, pois esta define qual o nível de intervenção possível na gestão da empresa e influencia diretamente a avaliação do risco como o retorno potencial do investimento.

5. ANÁLISE ESTRATÉGICA

Para a realização da análise estratégica da SLB SAD, vão ser aplicados 2 modelos: o modelo das 5 forças de Porter e a análise SWOT. Estes modelos proporcionam uma abordagem integrada e detalhada, permitindo identificar os principais fatores internos e externos que influenciam a posição competitiva da empresa na indústria desportiva.

O modelo das 5 forças de Porter avalia o nível de competitividade numa indústria, baseando-se em cinco forças: o poder de negociação dos fornecedores, a ameaça de entrada de novos concorrentes, o poder de negociação dos clientes, a ameaça de produtos substitutos e a rivalidade entre concorrentes. Neste modelo, quando as forças são intensas, significa que o ambiente competitivo não é favorável, resultando em lucros baixos e maior dificuldade da empresa em destacar-se no mercado. Por outro lado, quando as forças são

fracas, indicam um ambiente competitivo favorável, com mais facilidade para a empresa em posicionar-se de forma competitiva e lucrativa.

A análise SWOT permite avaliar os fatores internos e externos que afetam a organização. A nível interno, identifica as forças que representam vantagens competitivas da empresa e as fraquezas que indicam limitações ou vulnerabilidades da mesma. A nível externo, identifica as oportunidades que a empresa pode explorar para melhorar o seu desempenho e evoluir e as ameaças que podem prejudicar o desempenho da empresa e o seu crescimento.

5.1 Modelo das 5 forças de Porter

5.1.1 Poder de Negociação dos Fornecedores — Elevado

Na indústria do futebol, os fornecedores, que incluem não só os patrocinadores do clube como também os clubes fornecedores de jogadores e assumem um papel essencial na estrutura de custos e no sucesso operacional de um clube de futebol.

Atualmente, o SL Benfica subdivide os seus patrocinadores em: *main sponsors*, *technical sponsors*, *oficial sponsors* e *oficial betting sponsors*. Entre os vários patrocinadores é de destacar os contratos de main sponsor com a Emirates, de technical sponsor com a Adidas e official sponsors com a Central de Cervejas (Sagres) e com a Betano.

O clube acaba de renovar a parceria com a Emirates até 2029, com este contrato irá encaixar 40 milhões de euros ao longo das próximas 5 épocas. Estas parcerias com grandes marcas contribuem significativamente para o equilíbrio financeiro do clube, proporcionando assim uma vantagem competitiva em termos de receitas de patrocínios.

No caso do SL Benfica, o clube desfruta de uma considerável capacidade de atração de patrocinadores devido à sua marca ser globalmente reconhecida, devido a sua vasta base de adeptos e a sua constante presença nas grandes competições europeias.

A receita obtida em patrocínios durante a época de 2023/24 foi de 22.457.000 milhões de euros, a 2.º maior dos últimos 5 anos.

No entanto, com a globalização do futebol existe uma grande competição pelos melhores contratos de patrocínio. Este contexto obriga o SL Benfica a manter negociações

contínuas com os seus patrocinadores de modo a assegurar a longevidade dos seus contratos, aumentando, assim, o poder de negociação dos seus patrocinadores.

Por outro lado, no que diz respeito à aquisição de jogadores e treinadores, o SL Benfica enfrenta desafios maiores, este grupo de fornecedores apresenta um poder de negociação ainda maior. A ascensão dos principais clubes europeus associada à crescente influência de clubes financiados por investidores de grande capital, como é o exemplo da Arábia Saudita, torna o mercado de transferências extremamente competitivo e inflacionado.

Atualmente o SL Benfica devido às suas ótimas vendas dos últimos anos apresenta algumas dificuldades na negociação da compra de jogadores, o facto do SL Benfica ser reconhecido mundialmente por conseguir valorizar os seus ativos, vendendo-os por quantias bastante elevadas, afetando o seu poder negocial junto de outros clubes, pois estes tentam vendê-los a preços inflacionados ou tentam incorporar no negócio percentagens de futuras mais-valias nos negócios, ou até mesmo vender o jogador o SL Benfica mantendo percentagem do seu passe, na perspetiva que o SL Benfica futuramente o consiga vender, garantindo assim ao clube vendedor não só a receita da transferência como a possível receita de uma futura transferência, acabando o SL Benfica por ter de pagar valores acima do valor dos jogadores em muitas vezes.

O SL Benfica, nos últimos anos, tem optado por operar acima de tudo no mercado europeu com uma política de contratação de jogadores jovens e com potencial, optando assim por uma estratégia de aquisição mais prudente e orientada pela otimização do retorno sobre o investimento.

5.1.2 Ameaça de entrada de novos concorrentes — Baixa

No contexto da indústria do futebol, a ameaça de entrada de novos concorrentes é baixa, apesar de não existirem barreiras à criação e entrada em competição de novos clubes. O futebol é uma indústria onde alcançar resultados significativos num curto espaço de tempo é muito difícil. Para um clube recém-criado, manter-se ou alcançar um nível competitivo tão elevado como o do SL Benfica é uma tarefa árdua. Apesar de nos últimos anos termos visto algumas exceções na Europa, onde vemos grandes grupos económicos ou fundos de investimento adquirirem clubes menores, ou sem grande

historial de títulos com a perspetiva de que a sua injeção de capital conduza ao sucesso desportivo, a realidade em Portugal ainda é distinta, mas é algo a ter em atenção.

5.1.3 Poder de negociação dos clientes — Baixo & Médio

No contexto do futebol, os clientes podem ser segmentados em dois grupos: os adeptos do clube e os clubes interessados na aquisição de jogadores e treinadores ao clube.

Relativamente aos adeptos, o SL Benfica é o 5.º clube do mundo com mais sócios, pelo que usufrui de uma posição dominante sobre a estrutura de preços dos produtos e serviços que oferece aos mesmos. A forte ligação emocional e simbólica dos adeptos ao clube faz com que a procura por bilhetes, *merchandising* e todos os outros produtos do clube seja bastante inelástica, ou seja, a subida ou descida de preços tem um impacto reduzido na procura dos adeptos, garantindo ao SL Benfica uma base de receita relativamente estável. Esta ligação emocional limita substancialmente o poder de negociação dos adeptos, sendo altamente comprometidos com o clube, independentemente da sua *performance* desportiva, estão sempre com o clube.

No entanto, no que toca ao segundo grupo de clientes o seu poder de negociação é médio, quando se trata da venda de jogadores ou treinadores para clubes maiores, o poder negocial do SL Benfica, embora fortalecido pela grande reputação internacional que tem no mercado fruto da venda de vários jovens da sua academia de formação, acaba por ser condicionado pela necessidade de manter o equilíbrio financeiro do clube.

O SL Benfica nos últimos anos tem optado por blindar os seus ativos e principalmente os jovens da formação com cláusulas de rescisão elevadas, o que lhe garante um maior poder negocial sobre essas negociações. No entanto, todos os anos existe a pressão para gerar receitas através da venda de jogadores, com vista ao equilíbrio financeiro do clube, colocando-o frequentemente numa posição de dependência dos clubes compradores, nomeadamente dos grandes clubes europeus ou até de mercados emergentes como o da Arábia Saudita, que dispõem de orçamentos muito superiores e conseguem oferecer não só propostas altas para o clube como oferecer contratos completamente fora da realidade em Portugal, deixando o clube numa posição difícil pois não consegue acompanhar os valores oferecidos aos jogadores de modo a conseguir mantê-los.

Esta situação cria um equilíbrio delicado: o SL Benfica procura maximizar o valor dos seus ativos, mas acaba por enfrentar algumas limitações impostas pelo poderio

financeiro das grandes ligas, especialmente nos momentos em que têm de vender para manter a estabilidade financeira do clube.

5.1.4 Ameaça de produtos substitutos — Muito Baixa

O futebol é globalmente conhecido como sendo o desporto rei, com uma popularidade que tem vindo a crescer ainda mais, o que dificulta ser ameaçado ou substituído por qualquer outro desporto.

Para além da sua popularidade, o futebol proporciona um laço emocional muito grande entre os adeptos e os clubes, o que reforça ainda mais a dificuldade para a substituição do futebol por outros produtos de entretenimento. O SL Benfica, como 5.º clube do mundo com mais sócios, tem uma grande ligação entre clube e adeptos que vai além do próprio desporto.

A substituição do futebol por outro tipo de produto é, portanto, altamente improvável, o facto de se continuar a expandir em mercados internacionais consolida ainda mais a sua posição como o desporto mais popular do mundo.

5.1.5 Rivalidade entre Concorrentes – Elevada

Ao nível da rivalidade entre concorrentes no futebol subdivide-se em rivalidade a nível nacional e a nível internacional.

A nível nacional existe uma grande rivalidade, principalmente entre os três clubes principais: SL Benfica, FC Porto e Sporting CP. Apesar de nos últimos anos tanto o SC Braga como o Vitória FC se tentarem aproximar dos denominados “3 grandes” ainda existe uma grande discrepância para os mesmos, sendo a rivalidade vivida em torno dos 3 grandes muito superior à restante.

Esta rivalidade ultrapassa o prisma desportivo envolvendo questões históricas, culturais e sociais que transcendem o futebol. Nos últimos anos, esta rivalidade tem vindo a intensificar-se cada vez mais devido a fatores extracampo, como discussões sobre arbitragem, disputas no mercado de transferências e acusações mútuas de corrupção ou condutas antiéticas. Os 3 “grandes” clubes de futebol em Portugal vivem sob pressão constante para ganhar títulos, desencadeando assim uma luta cada vez mais acesa pelo domínio nacional.

Internacionalmente, a rivalidade é ainda mais acentuada. O SL Benfica tem se destacado nas competições europeias nos últimos anos, encontrando-se atualmente no 15.º lugar do ranking da UEFA. O Manchester City lidera o ranking, seguido de clubes de prestígio como o Real Madrid, Bayern Munique e Liverpool, entre outros colossos do futebol europeu.

É bastante complicado competir com as equipas europeias de topo, clubes das melhores ligas da Europa, que têm orçamentos muito superiores, permitindo-lhes de certa forma atrair não só os melhores talentos como dar-lhes as melhores condições.

Apesar destas dificuldades limitarem as ambições europeias do clube, o SL Benfica nas últimas épocas tem conseguido manter-se bastante competitivo e relevante no panorama internacional, demonstrando resiliência e capacidade de maximizar os seus recursos, numa conjuntura cada vez mais dominada pelos clubes com maior poder económico.

5.2 Análise SWOT

O SL Benfica destaca-se pela sua grandeza e prestígio internacional, é o 5.º clube do mundo com maior número de sócios, com infraestruturas de topo e com o melhor centro de formação do mundo (RTP,2024). Além disso, marca presença todos os anos nas competições europeias e têm feito grandes campanhas nos últimos anos.

Contudo, o clube também apresenta fraquezas, nomeadamente, os elevados investimentos realizados nos últimos anos que não trouxeram retorno desportivo ao nível esperado, a grande dependência financeira da venda dos seus jogadores aliada à dificuldade de manter os jovens talentos da formação, além de uma grande instabilidade vivida em torno do presidente e da equipa.

No entanto, surgem como oportunidades o crescimento das redes sociais e o crescimento do uso de tecnologia a nível desportivo, oferecem oportunidades para o clube aumentar a sua base de adeptos e captar novos patrocinadores, assim como valorizar os seus jovens da formação. A queda de Portugal no ranking UEFA que afeta o n.º de clubes apurados diretamente para as competições europeias, a emergência de mercados periféricos como o da Arábia Saudita, alterações na regulamentação do Fair Play Financeiro da UEFA e o aumento da competição financeira a nível europeu entre clubes, são as principais ameaças a que o SL Benfica está sujeito.

FIGURA 1 – Análise SWOT



Fonte: Elaboração Própria

6 Análise de mercado

6.1 Análise Macroeconómica

Nos últimos anos, a economia global tem enfrentado vários desafios que alteraram significativamente o panorama económico e financeiro a nível mundial. Após a grande crise financeira de 2008 e consequente crise da dívida soberana na Europa, Portugal embarcou num período prolongado de recuperação económica impulsionado por reformas estruturais e assistência financeira externa. No entanto, em 2020, surge a pandemia de Covid-19 trouxe consequências económicas e sociais profundas provocando uma recessão global, uma grande quebra nas receitas de diversos setores, entre os quais, o desportivo, severamente afetado pela suspensão das atividades e restrições à participação do público.

Além disso, em fevereiro de 2022 inicia-se o conflito entre a Rússia e Ucrânia, que veio intensificar a volatilidade já existente nos mercados globais fruto da pandemia, aumentando a incerteza económica. É neste contexto de recuperação pós-pandemia e de guerra, que são realizadas as projeções futuras.

Conforme divulgado nas mais recentes projeções do Banco de Portugal no Boletim

Económico (BE) de junho de 2024, a economia portuguesa deverá manter uma trajetória de crescimento ao longo do triénio de 2024–2026 entre os 2 e 2,3%. Como apresentado no Anexo 5, o Produto Interno Bruto (PIB) deverá crescer acima dos 2% todos os anos, estando previsto crescer 2,0% em 2024, crescendo gradualmente para 2,3% em 2025 e estabilizando em 2,2% em 2026, em linha com as taxas de crescimento estimadas a longo prazo.

Relativamente à inflação, esta projeta-se que irá reduzir para 2,5% em 2024, 2,1% em 2025 e 2% em 2026, refletindo menores pressões externas, nomeadamente nos preços das matérias-primas e da energia. Era expectável que com o aumento da inflação dos últimos anos e o consequente aumento do preço dos bilhetes, tivesse um impacto na receita de bilheteira dos clubes. No entanto, como demonstrado no Anexo 6, o Sport Lisboa e Benfica manteve-se como a equipa com mais assistências todas as épocas, independentemente do aumento dos preços e da sua *performance* desportiva, este fenómeno explica-se com a paixão e lealdade que os seus fãs demonstram pelo clube, principal característica deste desporto.

Esta tendência descendente da inflação sugere uma recuperação gradual das condições económicas, sugerindo uma fase de maior estabilidade económica após os choques adversos que perturbaram os mercados a nível global nos últimos anos. Assim, a recuperação económica não é apenas um alívio das pressões inflacionárias, mas sim um catalisador para o clube reforçar a sua posição no contexto desportivo. Com uma gestão financeira prudente e investimentos estratégicos, o clube pode não só recuperar de períodos de turbulência, como também capitalizar em oportunidades para inovação e crescimento sustentável.

6.2 Análise do Setor

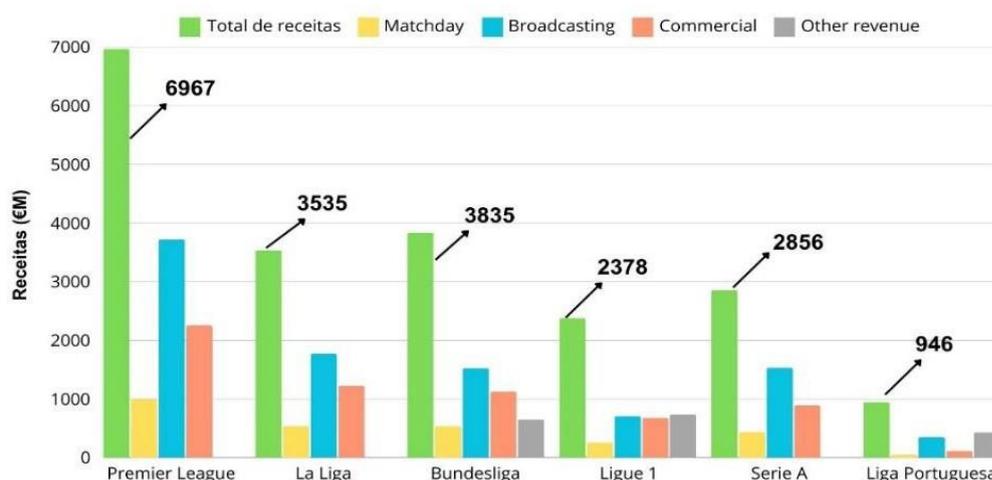
Atualmente, o cenário do futebol europeu revela uma discrepância económica persistente e cada vez maior entre as ligas intituladas de “Big five” — Premier League

(Inglaterra), La Liga (Espanha), Bundesliga (Alemanha), Serie A (Itália), e Ligue 1 (França) — e as restantes ligas europeias, entre elas a Liga Portuguesa.

A Premier League encontra-se como primeira classificada do Ranking de Ligas da UEFA, apresentando na época de 2022/2023, um total de receitas de 6.967 milhões de euros fazendo uma média de cerca de 348 milhões de euros por clube, valor que é quase o dobro da receita da La Liga que é a segunda classificada no ranking da UEFA e apresenta receitas de 3.535 milhões de euros, cerca de 177 milhões de euros por clube em média (Deloitte, 2024).

Analisando a figura 2, comparando a receita da Liga Portuguesa de 946 milhões de euros na época 2022/2023 (EY, 2024), ou seja, em média 53 milhões de euros por clube, com a receita das 5 principais ligas europeias (KPMG, 2024) observamos que é um valor bastante inferior e incomparável à realidade destas grandes ligas europeias limitando assim a capacidade dos clubes portugueses competirem no panorama europeu.

FIGURA 2 – Receita das “Big five” e Liga Portuguesa (época 2022/2023)(M€)



Fonte: Deloitte UK, Annual Review of Football Finance 2024; EY, Anuário do Futebol Profissional Português: Época 2022/23.

Comparando os campeões da época de 2022/2023 das “Big Five” com o SL Benfica, campeão nacional na mesma época, verificamos novamente no Anexo 7 a discrepância existente nas receitas, não existindo nenhum clube campeão de uma das 5 principais ligas europeias com receitas idênticas às do clube da luz (KPMG, 2024), esta disparidade face

às principais ligas europeias deve-se sobretudo à diferença de receitas com direitos de transmissão e acordos comerciais.

A nível nacional, os principais concorrentes do SL Benfica são o FC Porto e o Sporting CP. Nos últimos cinco anos, o SL Benfica conquistou apenas uma Liga Portuguesa, enquanto os seus rivais, FC Porto e Sporting CP, venceram duas cada um. Esta situação coloca o SL Benfica sob forte pressão para reconquistar o título de campeão nacional, com elevadas expectativas para a época de 2024/2025. Em contraste, o Sporting CP atravessa um momento muito positivo, com a recente conquista do campeonato e a ambição de alcançar o bicampeonato, algo que não sucede há 70 anos. O FC Porto, por sua vez, está numa fase de reconstrução, marcada por uma nova presidência, um novo treinador e alguns desafios financeiros, o que o coloca, teoricamente, em desvantagem na corrida ao título.

Analisando algumas das principais rubricas das demonstrações financeiras dos 3 maiores clubes portugueses como demonstrado no Anexo 8, é evidente que o SL Benfica se destaca dos seus rivais em termos de rendimentos operacionais, refletindo o sucesso e impacto da marca SL Benfica. No entanto, tanto o SL Benfica como o Sporting apresentam um EBITPS negativo, o que indica que dependem da venda de jogadores para garantir o equilíbrio financeiro. É de sublinhar que o SL Benfica, ao contrário dos rivais, apresenta um EBIT negativo, o que indica que apesar dos elevados rendimentos operacionais, não consegue gerar lucro operacional. Neste contexto os custos operacionais superam as receitas geradas pelas atividades operacionais.

Entre os 3 grandes, o SL Benfica mantém-se como o clube com maior ativo, com um ativo de 565.225.000 milhões de euros, indicando uma vantagem competitiva, proporcionando ao clube uma maior capacidade de investimento em jogadores e infraestruturas, garantindo uma maior competitividade tanto a curto como a longo prazo.

Quanto ao rácio Passivo/Ativo, o SL Benfica é o clube que apresenta um menor rácio com 85,52%, enquanto que o FC Porto apresenta um rácio de 101,79% e o Sporting CP um rácio de 94,40%. Isto indica que o SL Benfica é o clube com mais ativos disponíveis para cobrir todas as suas responsabilidades financeiras. No entanto, o rácio Passivo Corrente/Ativo Corrente é de 208%, é preocupante, não é um bom indicador da estabilidade financeira do clube, indicando que o clube tem mais do dobro de dívidas de

curto prazo relativamente aos ativos líquidos que dispõe, indicando uma pressão de liquidez a curto prazo, que pode justificar algumas das vendas realizadas no último mercado de transferências.

Por fim, quanto aos capitais próprios, apesar de uma redução de 31,2 milhões de euros neste último relatório de contas da época de 2023/2024, o SL Benfica continua a apresentar capitais próprios bastante superiores aos dos seus rivais. Esta posição, reflete uma maior margem de segurança financeira, indicando que, apesar dos prejuízos, o clube dispõe de uma estabilidade financeira superior aos seus rivais.

7 *Avaliação financeira*

Para a presente avaliação da Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD, foram considerados os dados dos Relatórios e Contas Anuais da mesma, referentes às épocas de 2019/20 a 2023/2024.

A análise foi efetuada com base em 2 métodos de avaliação: O *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) e o Método dos múltiplos, garantindo assim uma análise abrangente que reflete tanto o valor intrínseco como o valor relativo da empresa.

O método FCFF foi escolhido, pois espera-se que a estrutura de capital da empresa permaneça estável ao longo do tempo. Este método permite obter uma visão clara dos fluxos de caixa disponíveis, tanto para os acionistas como para os investidores, sendo especialmente útil em empresas como a SLB SAD, fornecendo assim uma visão integrada da saúde e viabilidade financeira da empresa.

Quanto à utilização do Método dos Múltiplos, por sua vez, é um método que complementa a avaliação realizada por outros métodos, neste caso o método FCFF, ao permitir a avaliação da Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD com uma abordagem comparativa, tendo em conta o valor de empresas comparáveis no mercado, o que possibilita verificar se a empresa está devidamente avaliada relativamente a outras empresas do mesmo setor.

7.1 *FCFF*

7.1.1 *EBIT*

Os rendimentos mais significativos da SLB SAD resultam dos seus rendimentos operacionais, composto pelos direitos de televisão, atividades comerciais e receitas de

jogos. Os direitos de televisão incluem as Receitas de televisão, Prémios da UEFA e Outras receitas. As atividades comerciais englobam os Patrocinadores, as Rendas de espaço, Royalties e Outras receitas. As receitas de jogos são compostas pelas receitas de *Corporate*, Bilhetes de época, receitas da participação em Competições nacionais, participação em Competições europeias e Outras receitas. Além destes rendimentos operacionais, os rendimentos com transações de direitos de atletas também constituem uma fonte de receita relevante para o clube.

No que se refere aos gastos operacionais, destacam-se os Fornecimentos e Serviços Externos (FSE) e os Gastos com pessoal. Com base na análise vertical e horizontal das principais rubricas de rendimentos e gastos que compõe o rendimento operacional da SLB SAD ao longo das últimas 5 épocas desportivas, conforme apresentado no Anexo 9, é possível identificar o peso de cada rubrica no total dos rendimentos da empresa, assim como o peso de cada rubrica de gastos no total de gastos da empresa, além da variação anual de cada uma dessas rubricas.

A partir desta análise, conclui-se que as rubricas com maior peso no total dos rendimentos, por ordem decrescente e em média nos últimos 5 anos, são os rendimentos com transações de direitos de atletas (38,27%), receitas de televisão (21,35%), prémios da UEFA (17,54%), receitas de jogos (8,91%) e patrocinadores (8,46%). Importa salientar que o peso das receitas de jogos foi influenciado pelas restrições de público aos jogos durante a pandemia, influenciando negativamente este indicador. Relativamente aos gastos, as rubricas com maior peso nos gastos da SLB SAD em média são os Gastos com pessoal (50,73%), os FSE (34,17%) e os Gastos com transações de direitos de atletas (9,48%). Consegue-se observar que existe um grande aumento dos gastos nas últimas 3 épocas, sem que existisse um crescimento proporcional de rendimentos, representativo do grande investimento feito com vista ao sucesso desportivo do clube que culminou em apenas 1 campeonato nacional.

Na época 2024/2025, o SL Benfica participará na liga dos campeões, a prova principal da UEFA, que a partir desta época conta com um novo formato. Este formato inclui um aumento dos prémios de participação e os prémios por resultados também aumentaram, mas o modelo de distribuição também mudou. O SL Benfica irá receber uma verba inicial inferior relativamente aos anos anteriores. Além disso, o clube também participará no novo formato do Mundial de clubes da FIFA que se vai realizar em junho de 2025, podendo garantir assim também um encaixe significativo, sendo expectável um encaixe

de aproximadamente 50 milhões de euros com a participação na prova. Com base nas boas últimas performances desportivas a nível europeu, sobretudo a nível europeu, é expectável que o SL Benfica venha a garantir presença sucessiva nestas 2 provas ao longo dos próximos anos.

Relativamente à rubrica das receitas de televisão, associadas sobretudo ao contrato em vigor do clube com a NOS, projeta-se um crescimento moderado na ordem dos 6% acrescido da inflação, provocado pelo aumento de jogos nas competições europeias, tornando o clube ainda mais valorizado.

Em relação à rubrica de patrocinadores, o SL Benfica beneficia de ter uma marca forte em Portugal e pelo mundo fora, dada a renovação do contrato com patrocinadores como Adidas e Emirates, e a expansão da presença digital do clube, é expectável ter um crescimento de 5% nas receitas. Projetando próximas épocas com boas participações na Europa e competições nacionais, espera-se que este valor cresça 2% por ano.

Quanto às rubricas de outras receitas, rendas de espaço, royalties foi considerada a Taxa de Crescimento Anual Composta destas rubricas ao longo das 5 épocas anteriores, sendo expectável um aumento da receita ao longo dos anos. No que diz respeito a rubrica das receitas de jogos, que inclui *corporate* e bilhetes de época, também foi considerada a Taxa de Crescimento Anual Composta para a época de 2024/2025, e para as épocas seguintes considerou-se um crescimento de 2% por ano. Como analisado no Anexo 6, o SL Benfica, independentemente da sua performance desportiva, é sempre o clube com mais assistências de toda a Liga, sendo expectável que esta rubrica vá crescendo de ano para ano.

Relativamente aos rendimentos com transações de direitos de atletas, esta rubrica representa uma fatia significativa dos rendimentos do clube e parte dela é fruto do excelente trabalho desenvolvido na formação do clube, tendo em conta a necessidade da venda de jogadores por parte do SL Benfica para ter um resultado operacional positivo é expectável que exista um grande crescimento na época de 2024/2025 de cerca de 35%, nas 2 épocas seguintes a previsão desta rubrica baseia-se na Taxa de Crescimento Anual Composta da rubrica ao longo das últimas 4 épocas, excluindo a época de 2019/2020 devido a transações por valores pouco comuns, nas épocas seguintes as projeções baseiam-se na média da proporção dos resultados desta rubrica no total de rendimentos operacionais das últimas 4 épocas excluindo novamente a época de 2019/2020 pelo motivo referido anteriormente.

Como já mencionado, a nível de gastos operacionais com mais peso nos gastos operacionais, são os gastos com pessoal, fornecimentos e serviços externos e gastos com transações de direitos de atletas, os valores destas rubricas foram projetados tendo em conta a proporção de cada uma destas rubricas no total dos rendimentos operacionais sem direitos de atletas, á exceção dos gastos com pessoal nas 2 próximas épocas que é expectável que baixem devido a redução da folha salarial do clube.

Destacando que além destes pressupostos, ao longo da análise será considerada a taxa de inflação que o Banco De Portugal projetou, referida na análise macroeconómica, com valores de 2,1% para o ano de 2025 e uma taxa de 2% para 2026, mantendo o valor de 2026 para os restantes anos de análise, ao valor anual da projeção de cada rubrica será adicionada a taxa de inflação respetiva de cada ano, tirando nos casos onde se considera a Taxa de Crescimento Anual Composta da rubrica nos últimos anos. Os pressupostos utilizados para o apuramento do resultado operacional estão no Anexo 10.

7.1.2 CAPEX

O CAPEX corresponde aos investimentos e despesas de capital realizados pela SL Benfica SAD com o objetivo de melhorar a sua performance a longo prazo. Estes investimentos englobam o investimento em infraestruturas, centros de treino, tecnologia e compra de jogadores, sendo esses ativos classificados como ativos tangíveis ou ativos intangíveis no caso do plantel de futebol ou outros ativos intangíveis.

As principais rubricas do Ativo da SLB SAD utilizadas no cálculo do CAPEX são os seus Ativos Tangíveis, Ativos Intangíveis — Plantel de futebol e Outros Ativos Intangíveis.

Quanto à rubrica dos Ativos Tangíveis, constituída por terrenos e recursos naturais, edifícios e outras construções, equipamento básico, equipamento de transporte, equipamento administrativo, outros ativos tangíveis, direitos de uso e ativos tangíveis em curso. O valor desta rubrica tem oscilado pouco ao longo das 5 épocas, não estando previsto nenhuma alteração significativa. Assim, a previsão foi feita com base na Taxa de Crescimento Anual Composta do seu valor nos últimos 5 anos.

Relativamente a rubrica de Ativos Intangíveis — Plantel de futebol, esta representa o principal Ativo Intangível da empresa. O seu comportamento no próximo ano é também estimado com base na Taxa de Crescimento Anual Composta da rubrica nos últimos 5

anos e nas épocas seguintes uma taxa de crescimento mais modesta de 5%.

Relativamente a rubrica de Outros Ativos Intangíveis, é composta por direito de utilização da marca, programas de computador e ativos intangíveis em curso, também foi projetada tendo em conta a Taxa de Crescimento Anual Composta da rubrica nas últimas 5 épocas.

As depreciações /amortizações dos ativos tangíveis foram calculadas com base na taxa média de depreciação de 8,11%. As depreciações /amortizações dos ativos intangíveis que dizem respeito às amortizações referentes ao plantel de futebol foram calculadas tendo em conta a Taxa de Crescimento Anual Composta da rubrica.

Com base nestes pressupostos demonstrados no Anexo 11, é possível calcular o valor do CAPEX.

7.1.3 Necessidades de Fundo de Maneio

As necessidades de fundo de maneo foram apuradas considerando as rubricas do ativo corrente e passivo corrente da empresa. Para efetuar os cálculos das necessidades cíclicas e dos recursos cíclicos foi utilizada a Taxa de Crescimento Anual Composta da rubrica dos anos anteriores. No entanto, a rubrica de clientes e outros devedores e a rubrica de fornecedores e outros credores, foram calculadas de maneira diferente.

O saldo da rubrica clientes e outros devedores, diz sobretudo respeito aos direitos dos atletas, uma vez que as transações de jogadores costumam ser pagas em parcelas, ao longo de vários períodos, e não numa única transação. Para determinar o valor desta rubrica foi tido em conta o peso do seu valor nos rendimentos com transações de direitos de atletas nas últimas 5 épocas. Por outro lado, a rubrica de fornecedores e outros credores é constituída essencialmente pelo valor dos compromissos existentes no âmbito da aquisição e alienação de direitos de atletas, os FSE, pelo que o valor da rubrica foi apurado relativamente ao valor de FSE de cada ano.

Com base nestes pressupostos enunciados no Anexo 12 e usando a fórmula das necessidades de fundo de maneo, obteve-se as NFM e a sua variação anual.

$$(5) NFM = Necessidades Cíclicas_t - Recursos Cíclicos_t$$

7.1.4 WACC

Para determinar o WACC da SLB SAD, foi necessário determinar o custo do capital próprio (ke), o custo da dívida (kd), a estrutura de financiamento da empresa (percentagem de capital próprio e capital alheio) e a taxa de imposto aplicável à empresa.

O custo do capital próprio da SL Benfica SAD foi calculado com base no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), considerando a taxa de juro sem risco (rf), o prémio de risco de mercado ($rm - rf$), e o beta alavancado da empresa (βl).

Para o cálculo da taxa de juro sem risco, foram utilizadas as obrigações alemãs com taxa fixa e maturidade de 10 anos, do mês de junho de 2024, com o valor de 2,49% como referência.

O prémio de risco de mercado foi obtido nas bases de dados de Damodaran, referente ao mês de Junho de 2024, com um valor de 5,57% (Damodaran, 2024).

O Beta alavancado (βl) da SL Benfica SAD é 0,437 à data de 30/06/2024. Este valor foi retirado da Investing, plataforma financeira online que fornece dados financeiros de diversas empresas.

De modo a obter-se um valor mais ajustado ao mercado, foi realizada uma análise comparativa com outras sociedades desportivas cotadas, nomeadamente o Futebol Clube do Porto, SAD, o Sporting Clube de Portugal SAD, o Sporting Clube Braga SAD e a Società Sportiva Lazio. Procedeu-se ao cálculo do Beta desalavancado de cada clube, para eliminar os efeitos financeiros do uso da dívida. Adicionalmente, foi feita a média ponderada dos betas desalavancados das empresas comparáveis, obtendo um beta médio desalavancado de modo a garantir o valor do risco sistemático da indústria. Após a obtenção do risco sistemático da indústria, este foi alavancado considerando a estrutura de capital da SLB SAD, obtendo assim um beta alavancado de 1,23.

O custo da dívida (kd), foi obtido no Relatório e Contas da época de 2023/2024 da SLB SAD, que apresenta uma taxa de juro média dos empréstimos obtidos de 4,71%.

A taxa de imposto sobre o rendimento, aplicável à SLB SAD, é uma taxa base de IRC na ordem dos 21%, acrescida do valor da derrama municipal que é de 1,5%, originando uma taxa de imposto total de 22,5%. Esta taxa é utilizada para calcular o efeito fiscal sobre o custo da dívida. No que diz respeito à estrutura de capital, a proporção de capital

próprio e alheio do SL Benfica deve manter-se semelhante ao observado em 2024, 24% de capital próprio e 76% de capital alheio.

Com base nestes pressupostos, foi calculado o WACC da SLB SAD, proporcionando uma visão clara do custo médio ponderado de capital para a avaliação financeira do clube.

Obteve-se um custo médio ponderado do capital (WACC) de 5,04%, como demonstrado no Anexo 14.

7.1.5 Taxa de crescimento constante (g)

Para a avaliação da Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD após o período de análise, é fundamental projetar os fluxos de caixa futuros segundo uma taxa de crescimento constante (g), de modo a determinar o valor da empresa em perpetuidade.

As previsões macroeconómicas do Banco de Portugal indicam que o PIB deverá crescer acima de 2% em 2026 e a taxa de inflação estimada é de 2%, valores em linha com o crescimento projetado a longo prazo. Dada a grande volatilidade do setor desportivo, dependendo de fatores como resultados desportivos ou transferência de atletas, adotei uma abordagem mais prudente, definindo uma taxa de crescimento constante de 1 % ao ano, para minimizar o risco de possíveis erros na definição da taxa e assegurar uma avaliação sólida e realista da Sport Lisboa e Benfica — Futebol, SAD.

7.1.6 Resultados

Tendo em consideração todos os pressupostos previamente definidos, a SLB SAD foi avaliada através do método dos FCFF. Iniciando o processo com a determinação do valor atualizado dos Fluxos de Caixa projetados para o período de 2025 a 2029, cuja soma totalizou 54.008.126 €. Posteriormente, foi estimado o valor terminal da empresa, que atingiu 294.603.027 €, resultando num valor terminal atualizado de 230.384.099 €.

De seguida, somou-se o valor terminal atualizado ao valor atualizado da soma dos Fluxos de Caixa projetados, obtendo um valor de 284.392.224 €. A este montante, subtraiu-se a dívida da empresa e adicionou-se o valor de caixa e equivalentes de caixa da mesma, chegando assim a uma avaliação da empresa de 82.584.224 €. Considerando que o número total de ações emitidas pela SLB SAD é de 23.000.000, apurou-se um valor por ação de 3,59 € à data de 30/06/2024.

Comparando com a cotação atual das ações da empresa, que se encontra em 3,11 €,

verifica-se um *upside potential* de 15,45%, o que indica um potencial de valorização do valor das mesmas no mercado, indicando que se encontram subvalorizadas atualmente.

TABELA 1 – AVALIAÇÃO DA SLB SAD, RESULTADOS DO MÉTODO FCFF

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Resultado Operacional (EBIT)	13 740 000	- 14 794 000	36 211 145	40 522 514	18 518 752	11 821 016	44 497 222
EBIT (1-t)	10 648 500	- 11 465 350	28 063 637	31 404 948	14 352 033	9 161 287	34 485 347
+ Depreciações, amortizações e imparidades	-	53 436 000	51 214 950	49 916 975	49 071 631	48 258 473	47 032 495
- Δ NFM			23 545 795	(7 027 665)	(156 880)	(6 588 589)	18 317 561
- CAPEX			61 163 730	60 863 855	61 571 280	35 622 523	51 414 589
FCFF	10 648 500	41 970 650	(5 430 938)	27 485 733	2 009 263	28 385 826	11 785 693
FCFF Atualizados			(5 170 326)	24 911 130	1 733 669	23 317 059	9 216 593
Somatório dos FCFF atualizados							54 008 126
WACC	5,04%						
Taxa de crescimento - g	1,00%						
Total FCFF Atualizados	54 008 126						
Valor Terminal	294603027						
Valor terminal atualizado	230384099						
FCFF Atualizados+ Valor terminal Atualizado	284 392 224,37 €						
Debt	222 217 000,00 €						
Cash	20 409 000						
Equity	82 584 224						
Número de ações	23000000						
Valor por ação	3,59						

7.1.7 Análise de Sensibilidade

A análise de sensibilidade, representada na Tabela 2, permite avaliar o impacto da variação na taxa de crescimento constante (g) e da variação na taxa de Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) sobre o valor das ações da SLB SAD.

Estes 2 pressupostos têm influência na avaliação da empresa, sendo necessário compreender como pequenas alterações nos mesmos podem resultar em alterações significativas no valor do *target price* das ações do SLB SAD.

No cenário base, com uma taxa de crescimento constante (g) de 1% e uma taxa de Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) de 5,04%, o *target price* é de 3,59 € por ação.

Foi avaliado o impacto de uma variação da taxa de crescimento constante(g) de até 0,80%. Analisando a Tabela 2, observa-se que com uma variação positiva de 0,2% na taxa de crescimento constante(g), mantendo a taxa do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), o *target price* sobe para 4,13 €, resultando num aumento de 15,04% relativamente ao cenário base. Em sentido inverso, uma variação negativa de 0,2% na taxa de crescimento constante(g), resulta num *target price* de 3,10 €, uma diminuição de 13,64% face ao cenário base. Esta análise demonstra o impacto que a taxa de crescimento constante (g) têm no valor da empresa e, conseqüentemente, no valor das ações.

Relativamente ao impacto da WACC, considerou-se uma variação de até 0,40%.

Como observado na Tabela 2, com um aumento da WACC para 5,24%, o *target price* é de 3,01 €, indicando numa diminuição de 16,2% relativamente ao cenário base. Em sentido contrário, ao considerar-se uma WACC de 4,84% o *target price* é de 4,23 €, o que resulta num aumento de 17,82% relativamente ao cenário base.

Esta análise demonstra que tanto a WACC como a taxa de crescimento constante(g) têm um grande impacto no valor da empresa e no preço das suas ações, uma vez que pequenas variações em qualquer um destes pressupostos resulta em alterações consideráveis no *target price* da ação.

TABELA 2 – ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

		WACC								
		5,44%	5,34%	5,24%	5,14%	5,04%	4,94%	4,84%	4,74%	4,64%
Taxa de crescimento constante (g)	1,80%	4,54	4,91	5,30	5,72	6,16	6,64	7,14	7,67	8,25
	1,60%	3,95	4,28	4,64	5,01	5,41	5,83	6,28	6,75	7,26
	1,40%	3,41	3,72	4,04	4,38	4,74	5,12	5,52	5,94	6,39
	1,20%	2,93	3,21	3,50	3,81	4,13	4,48	4,84	5,22	5,62
	1,00%	2,49	2,74	3,01	3,30	3,59	3,90	4,23	4,58	4,94
	0,80%	2,08	2,32	2,57	2,83	3,10	3,39	3,68	4,00	4,33
	0,60%	1,72	1,94	2,16	2,40	2,65	2,92	3,19	3,48	3,78
	0,40%	1,38	1,58	1,79	2,01	2,24	2,49	2,74	3,00	3,28
	0,20%	1,06	1,25	1,45	1,66	1,87	2,09	2,33	2,57	2,82

Fonte: Elaboração Própria

7.2 Método dos Múltiplos

No método dos múltiplos, o 1.º passo é a identificação das empresas comparáveis, dada a dificuldade em encontrar clubes cotados nos mercados de capitais com características semelhantes à SLB SAD, optou-se pela seleção de três clubes nacionais e um internacional, sendo eles o Sporting Clube de Portugal SAD (31º classificado do ranking UEFA) , Sporting Clube Braga SAD (42 º classificado do ranking UEFA) , FC Porto SAD (21º classificado do ranking UEFA) e a Società Sportiva Lazio SPA (32º classificado do ranking UEFA) . Os múltiplos foram escolhidos tendo em conta o valor do plantel, o seu ranking UEFA e a disponibilidade dos dados financeiros, retirados da base de dados da Orbis, optando por usar apenas 4 múltiplos.

Como referido anteriormente, a avaliação foi realizada com base na capitalização de mercado e subdividida em 3 categorias: Rendimento operacional, Rendimentos sem transações de direitos de atletas e Valor do plantel. A avaliação com base em resultados financeiros não foi realizada, pois a SLB SAD apresentou resultados negativos no ano de

2024, o que inviabilizaria a utilização prática desses rácios.

Foram calculados os três rácios das quatro empresas comparáveis no período de 2020 a 2024, e a seguir foi calculada a média de cada um dos indicadores por ano e através desse valor, chegou-se a uma média geral desse rácio por indicador. Posteriormente, foi calculado o valor da capitalização de mercado da SLB SAD através de cada um dos três indicadores multiplicado pelas três categorias definidas.

Os valores da capitalização de mercado foram posteriormente divididos pelo número total de ações em circulação da SLB SAD, com o objetivo de apurar o valor por ação a partir de cada rácio: 3,68 € para o rácio *Market Capitalization/Rendimentos Operacionais*, 4,36 € para o rácio *Market Capitalization/Resultado Operacional* excluindo transações com atletas, e 4,33 € para o rácio *Market Capitalization/Valor do Plantel*.

A média ponderada dos valores obtidos permitiu chegar a um price target de 4,12 € por ação, indicando um *upside potential* de 32,6% relativamente à cotação atual de 3,11 €.

Apesar de este tipo de avaliação estar sujeito a algumas limitações, como a dificuldade de encontrar empresas comparáveis e a necessidade de se utilizar, em alguns casos, empresas com características distintas, a avaliação veio suportar os resultados obtidos no método FCFF, realçando a subvalorização das ações.

8 Conclusão

Durante a realização deste trabalho de projeto, ficou evidente a dificuldade e complexidade do processo de avaliação de empresas, dada toda a sua subjetividade, não sendo possível realizar avaliações 100% corretas. A indústria do futebol é bastante competitiva e dependente da conjugação do sucesso desportivo com o sucesso financeiro, o que torna ainda mais difícil a avaliação, uma vez que os pressupostos e as projeções futuras resultantes destes podem não se concretizar, devido à sua natureza subjetiva.

A SLB SAD atravessa um período algo instável, em ano de eleições, após uma má época desportiva e um desempenho financeiro igualmente negativo, com a apresentação de resultados negativos no último exercício apresentado. A expectativa, no entanto, aponta para melhorias tanto a nível desportivo como a nível financeiro, através da aposta num novo treinador e numa equipa bastante competitiva e jovem.

Com base nestes pressupostos e de feita toda uma análise da envolvente externa e interna do clube, bem como do contexto atual do clube, a perspetiva é de crescimento e

recuperação. O *target price* das ações da SLB SAD através do método FCFF foi de 3,59 € por ação, indicando uma subvalorização das mesmas no mercado, onde se encontram cotadas a 3,11 € por ação, indicando um potencial de valorização de 15,45% a 30 de junho de 2024.

A análise realizada através do método dos múltiplos complementou a avaliação realizada através do método FCFF, indicando igualmente a subvalorização das ações no mercado, com um *target price* de 4,12 € por ação, confirmando o potencial de valorização das mesmas. A execução deste método foi dificultada pela falta de clubes comparáveis e pela limitação de acesso aos dados financeiros dos mesmos.

A recomendação final é a de compra das ações, salientando, que a subjetividade da avaliação pode levar a possíveis desvios caso os pressupostos de resultados desportivos ou resultados financeiros não se realizem, podendo comprometer a avaliação final feita da SLB SAD. Além disso, encontramos-nos num período de grande incerteza geopolítica que pode afetar a taxa de crescimento constante e, como observado na análise de sensibilidade, isso também pode ter influência na avaliação final realizada.

9 Referências Bibliográficas

- China International Travel Service. (2022). *Cuju, the Forerunner of Modern Soccer*. Disponível em: <https://www.cits.net/china-travel-guide/cuju-the-forerunner-of-modern-soccer.html> (Acesso em 13/04/2024).
- Edwards, E. (2003). *Claiming the Game: The "Ancient" Game of Kemari and Assertions of the Japaneseness of Modern Soccer*. Stanford University.
- Aonuma, H. (2014). *Reasons for the formation of the Football Association and enactment of the Football Association laws: An analysis of the F. A. meetings held in 1863*. *Taiikugaku Kenkyu (Japan Journal of Physical Education, Health and Sport Sciences)*, 59(2), 869-885.
- The PFSA. (n.d.). *Football history: When & where was it invented (& by who)*. Disponível em: <https://thepfsa.co.uk/football-history/> (Acesso em 17/04/2024).
- U.S. Soccer. (n.d.). *FIFA — Soccer's world governing body*. Disponível em: <https://www.ussoccer.com/history/organizational-structure/fifa> (Acesso em 22/04/2024).
- Toma, S.G. & Catana, S. (2021), "The value of brand in the football industry", *Annals-Economy Series*, Constantin Brancusi University, Faculty of Economics, Vol. 1, pp. 27-31.
- Nielsen. (2018). *Fan favorite: The global popularity of football is rising*. Nielsen.
- Gómez, S., Martí, C., & Opazo, M. (2008). *The structural characteristics of sport organizations: Differentiation within elite Spanish professional football clubs*. IESE Business School, University of Navarra.
- Smith, A. C. T., & Stewart, B. (2010). The special features of sport: A critical revisit. *Sport Management Review*, 13(1), 1-13.
- Di Simone, L., & Zanardi, D. (2021). On the relationship between sport and financial performances: An empirical investigation. *Managerial Finance*, 47(6), 812-824.
- Deloitte. (2021). *Annual Review of Football Finance*. London: Deloitte.
- Deloitte. (2023). *Annual Review of Football Finance*. London: Deloitte.
- Amir, E., & Livne, G. (2005). *Accounting, Valuation and Duration of Football Player Contracts*. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4), 549-586.
- UEFA. (2020). *Club Licensing and Financial Fair Play Regulations*.
- Vöpel, H. (2013). *Is Financial Fair Play Really Justified? An Economic and Legal Assessment of UEFA's Financial Fair Play Rules*.
- Deloitte. (2011). *The Deloitte annual review of football finance: The break-even requirement*. Deloitte Sports Business Group.
- Alabi, M., & Urquhart, A. (2024). *The financial impact of financial fair play regulation: Evidence from the English Premier League*. *International Review of Financial Analysis*, 92, 103088.

- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135-172.
- Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2012). *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit Analysis, Executive Compensation*. Pearson Education Limited.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice* (14th ed.). South-Western Cengage Learning.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4^a ed.). John Wiley & Sons.
- UEFA. (2024). *UEFA Club Rankings*.
- Sport Lisboa e Benfica. (n.d.). Órgãos sociais da SAD. *Site Oficial do SL Benfica*. Disponível em: <https://www.slbenfica.pt/pt-pt/instituicao/clube/orgaos-sociais>
- Booth, L. (2002). Finding Value Where None Exists: Pitfalls in Using Adjusted Present Value. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Geddes, R. (2002). *Valuation and Investment Appraisal*. Elsevier Science.
- Sport Lisboa e Benfica – Futebol, SAD. (n.d.). *Relatório e contas 2019/2020, 2020/2021, 2021/2022, 2022/2023, & 2023/2024*. Disponível em: <https://www.slbenfica.pt/pt-pt/instituicao/sad/prestacao-de-contas/contas-anuais>
- Deloitte (2024). Annual Review of Football Finance 2024. Deloitte UK. Disponível em: <https://www.deloitte.com/uk/en/services/financial-advisory/research/annual-review-of-football-finance-europe.html>
- Banco de Portugal (2024): Boletim Económico junho 2024. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/publicacao/boletim-economico-junho-2024> (Acesso em: 18/08/2024).
- Decreto-Lei no 10/2013 (2013) Diário da República. Disponível em : <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-lei/10-2013-256983>
- EY. (2024). *Anuário do Futebol Profissional Português: Época 2022/23*. Disponível em: <https://www.ligaportugal.pt/pt/epocas/20232024/publicacoes/anuario-do-futebol-profissional-portugues-epoca-2022-23/> (Acesso em: 24/06/2024).
- Liga Portugal. (n.d.). *Estatísticas de Espectadores por Clube— Liga Portugal Bwin*. Disponível em: <https://www.ligaportugal.pt/pt/liga/estatisticas/espectadores/clube/20222023/ligaportugalbwin>
- Investing.com (2024). *Sport Lisboa e Benfica - Beta*. Disponível em: <https://www.investing.com/equities/sport-lisboa-benf> (Acesso em: 27/07/2024).
- KPMG. (2024). *The European Champions Report 2024*. Disponível em: <https://www.footballbenchmark.com/documents/files/The%20European%20Champions%20Report%202024.pdf> (Acesso em: 27/06/2024).
- Banco de Portugal. (n.d.). *Taxa de rendibilidade de obrigações do Tesouro da Alemanha com taxa fixa e prazo residual de 10 anos - mensal*. BPstat. Disponível em <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12560098> (Acesso em 06/10/2024).

Damodaran, A. (2024). *Country default spreads and risk premiums*. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/countryrisk2024formatted.pdf> (Acesso em 26/08/2024).

RTP. (2024). Benfica lider mundial na formação de futebolistas de alto nível, segundo relatório CIES. RTP. https://www.rtp.pt/noticias/benfica/benfica-lider-mundial-na-formacao-de-futebolistas-de-alto-nivel-relatorio-cies_d1611518

Anexos

ANEXO 1-DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Rendimentos e Gastos	2020	2021	2022	2023	2024
Rendimentos e ganhos operacionais					
Direitos de televisão	87 281 000 €	65 686 000 €	113 520 000 €	125 197 000 €	101 170 000 €
Atividades comerciais	30 518 000 €	27 886 000 €	30 554 000 €	36 682 000 €	42 412 000 €
Receitas de jogos	22 155 000 €	459 000 €	25 263 000 €	33 918 000 €	35 462 000 €
	139 954 000 €	94 031 000 €	169 337 000 €	195 797 000 €	179 044 000 €
Gastos e perdas operacionais					
Fornecimentos e serviços externos	-72 663 000 €	-46 206 000 €	-67 692 000 €	-82 106 000 €	-86 494 000 €
Gastos com pessoal	-85 660 000 €	-97 061 000 €	-112 576 000 €	-114 698 000 €	-110 518 000 €
Depreciações/Amortizações	-8 208 000 €	-8 266 000 €	-8 280 000 €	-8 156 000 €	-8 491 000 €
Provisões/Imparidades	-2 968 000 €	-1 420 000 €	-1 892 000 €	-306 000 €	-1 163 000 €
Outros gastos e perdas operacionais	-2 416 000 €	-1 514 000 €	-1 952 000 €	-1 095 000 €	-629 000 €
	-171 915 000 €	-154 467 000 €	-192 392 000 €	-206 361 000 €	-207 295 000 €
Resultado operacional sem direitos de atletas	-31 961 000 €	-60 436 000 €	-23 055 000 €	-10 564 000 €	-28 251 000 €
Rendimentos com transações de direitos de atletas	145 154 000 €	100 016 000 €	64 211 000 €	88 915 000 €	77 329 000 €
Gastos com transações de direitos de atletas	-19 439 000 €	-12 458 000 €	-22 610 000 €	-25 198 000 €	-18 927 000 €
	125 715 000 €	87 558 000 €	41 601 000 €	63 717 000 €	58 402 000 €
Amortizações e perdas de imparidade de direitos de atletas	-39 787 000 €	-52 239 000 €	-50 128 000 €	-39 413 000 €	-44 945 000 €
Resultado Operacional (EBIT)	53 967 000 €	-25 117 000 €	-31 582 000 €	13 740 000 €	-14 794 000 €
Rendimentos e ganhos financeiros	9 319 000 €	9 876 000 €	6 648 000 €	5 521 000 €	12 807 000 €
Gastos e perdas financeiros	-16 793 000 €	-18 780 000 €	-16 599 000 €	-17 458 000 €	-28 803 000 €
Resultado Financeiro	-7 474 000 €	-8 904 000 €	-9 951 000 €	-11 937 000 €	-15 996 000 €
Resultado antes de impostos (EBT)	46 493 000 €	-34 021 000 €	-41 533 000 €	1 803 000 €	-30 790 000 €
Imposto sobre o rendimento do período	-4 788 000 €	16 641 000 €	6 516 000 €	2 410 000 €	-570 000 €
Resultado líquido do período (RL)	41 705 000 €	-17 380 000 €	-35 017 000 €	4 213 000 €	-31 360 000 €

Fonte: Relatório e Contas da SLB SAD – 2019/2020 a 2023/2024

ANEXO 2- DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PREVISIONAL

Rendimentos e Gastos	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Rendimentos e ganhos operacionais					
Direitos de televisão	109 492 244 €	113 871 934 €	118 426 811 €	123 163 884 €	128 090 439 €
Atividades comerciais	47 076 331 €	50 538 490 €	54 529 880 €	59 089 219 €	64 317 822 €
Receitas de jogos	38 980 877 €	40 540 112 €	42 161 717 €	43 848 185 €	45 602 113 €
	195 549 453 €	204 950 537 €	215 118 408 €	226 101 288 €	238 010 374 €
Gastos e perdas operacionais					
Fornecimentos e serviços externos	-80 113 879 €	-83 965 371 €	-88 131 006 €	-92 630 539 €	-97 509 525 €
Gastos com pessoal	-104 740 206 €	-99 264 471 €	-132 785 551 €	-140 178 877 €	-147 562 303 €
Depreciações/Amortizações	-7 379 169 €	-7 163 038 €	-7 372 839 €	-7 588 785 €	-7 366 514 €
Provisões/Imparidades	-2 172 156 €	-2 276 583 €	-2 389 527 €	-2 511 525 €	-2 643 810 €
Outros gastos e perdas operacionais	-2 111 810 €	-2 213 336 €	-2 323 142 €	-2 441 750 €	-2 570 361 €
	-196 517 220 €	-194 882 799 €	-233 002 066 €	-245 351 475 €	-257 652 513 €
Resultado operacional sem direitos de atletas	-967 768 €	10 067 737 €	-17 883 658 €	-19 250 187 €	-19 642 139 €
Rendimentos com transações de direitos de atletas	106 018 059 €	99 414 121 €	105 606 695 €	100 650 678 €	134 237 851 €
Gastos com transações de direitos de atletas	-25 003 366 €	-26 205 408 €	-27 505 494 €	-28 909 788 €	-30 432 509 €
	81 014 693 €	73 208 713 €	78 101 202 €	71 740 890 €	103 805 342 €
Amortizações e perdas de imparidade de direitos de atletas	-43 835 781 €	-42 753 937 €	-41 698 792 €	-40 669 687 €	-39 665 981 €
Resultado Operacional (EBIT)	36 211 145 €	40 522 514 €	18 518 752 €	11 821 016 €	44 497 222 €
Rendimentos e ganhos financeiros	11 966 188 €	11 180 578 €	11 914 611 €	12 696 835 €	13 530 414 €
Gastos e perdas financeiros	-24 792 823 €	-20 445 720 €	-18 696 486 €	-19 802 288 €	-18 144 489 €
Resultado Financeiro	-12 826 635 €	-9 265 142 €	-6 781 875 €	-7 105 452 €	-4 614 074 €
Resultado antes de impostos (EBT)	23 384 510 €	31 257 371 €	11 736 877 €	4 715 563 €	39 883 148 €
Imposto sobre o rendimento do período	2 834 970 €	3 789 419 €	1 422 894 €	571 681 €	4 835 146 €
Resultado líquido do período (RL)	26 219 480 €	35 046 790 €	13 159 771 €	5 287 244 €	44 718 293 €

Fonte: Elaboração Própria

ANEXO 3- DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA

Demonstração da Posição Financeira	2020	2021	2022	2023	2024
Ativo não corrente					
Ativos tangíveis	108 771 000 €	108 108 000 €	103 469 000 €	98 359 000 €	93 748 000 €
Ativos intangíveis-Plantel de Futebol	102 884 000 €	146 162 000 €	111 866 000 €	126 462 000 €	149 143 000 €
Outros ativos intangíveis	52 166 000 €	50 438 000 €	48 843 000 €	47 426 000 €	45 677 000 €
Clientes e outros devedores	24 168 000 €	23 329 000 €	51 769 000 €	47 948 000 €	64 790 000 €
Outros ativos	103 083 000 €	74 694 000 €	74 280 000 €	72 800 000 €	83 014 000 €
Impostos diferidos	1 350 000 €	18 209 000 €	24 834 000 €	27 504 000 €	28 295 000 €
Total do Ativo não corrente	392 422 000 €	420 940 000 €	415 061 000 €	420 499 000 €	464 667 000 €
Clientes e outros devedores	63 146 000 €	31 653 000 €	70 057 000 €	69 572 000 €	50 713 000 €
Outros ativos	26 172 000 €	26 595 000 €	24 545 000 €	39 138 000 €	29 436 000 €
Caixa e equivalentes de caixa	5 326 000 €	44 072 000 €	24 069 000 €	28 623 000 €	20 409 000 €
Total do Ativo Corrente	94 644 000 €	102 320 000 €	118 671 000 €	137 333 000 €	100 558 000 €
Total Do Ativo	487 066 000 €	523 260 000 €	533 732 000 €	557 832 000 €	565 225 000 €
Capital Próprio					
Capital social	115 000 000 €	115 000 000 €	115 000 000 €	115 000 000 €	115 000 000 €
Prémio de emissão de ações	122 000 €	122 000 €	122 000 €	122 000 €	122 000 €
Reservas legais	205 000 €	2 290 000 €	2 290 000 €	2 290 000 €	2 290 000 €
Resultados acumulados	4 117 000 €	43 622 000 €	26 619 000 €	-8 410 000 €	-4 184 000 €
Resultado líquido do período	41 705 000 €	-17 380 000 €	-35 017 000 €	4 213 000 €	-31 360 000 €
Total do Capital próprio	161 149 000 €	143 654 000 €	109 014 000 €	113 215 000 €	81 868 000 €
Passivo não corrente					
Provisões	2 967 000 €	1 480 000 €	1 025 000 €	25 000 €	25 000 €
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	2 045 000 €	2 162 000 €	198 000 €	190 000 €	191 000 €
Empréstimos obtidos	66 177 000 €	53 694 000 €	145 342 000 €	143 838 000 €	164 467 000 €
Derivados	858 000 €	383 000 €	45 000 €		
Fornecedores e outros credores	17 243 000 €	51 071 000 €	49 873 000 €	73 538 000 €	87 030 000 €
Outros passivos	89 077 000 €	73 813 000 €	57 228 000 €	41 956 000 €	22 078 000 €
Total do Passivo não corrente	178 367 000 €	182 603 000 €	253 711 000 €	259 547 000 €	273 791 000 €
Passivo corrente					
Empréstimos obtidos	31 903 000 €	91 285 000 €	25 815 000 €	25 608 000 €	57 750 000 €
Derivados	612 000 €	480 000 €	233 000 €	15 000 €	
Fornecedores e outros credores	50 241 000 €	58 344 000 €	85 032 000 €	103 249 000 €	90 200 000 €
Outros passivos	64 794 000 €	46 894 000 €	59 927 000 €	56 198 000 €	61 616 000 €
Total do Passivo Corrente	147 550 000 €	197 003 000 €	171 007 000 €	185 070 000 €	209 566 000 €
Total do Passivo	325 917 000 €	379 606 000 €	424 718 000 €	444 617 000 €	483 357 000 €
Total do Capital próprio e do passivo	487 066 000 €	523 260 000 €	533 732 000 €	557 832 000 €	565 225 000 €

Fonte: Relatório e Contas da SLB SAD – 2019/2020 a 2023/2024

ANEXO 4- DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA PREVISIONAL

Demonstração da Posição Financeira	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Ativo não corrente					
Ativos tangíveis	91 002 179 €	88 336 781 €	90 924 111 €	93 587 222 €	90 846 110 €
Ativos intangíveis-Plantel de Futebol	160 640 069 €	173 023 418 €	181 674 589 €	167 669 740 €	176 053 227 €
Outros ativos intangíveis	46 874 532 €	48 103 461 €	49 364 609 €	48 070 397 €	46 810 116 €
Clientes e outros devedores	50 664 660 €	61 710 432 €	48 256 490 €	58 777 240 €	45 962 785 €
Outros ativos	79 495 803 €	76 126 709 €	79 353 018 €	82 716 060 €	79 210 490 €
Impostos diferidos	24 998 838 €	22 086 655 €	19 513 720 €	17 240 514 €	19 248 908 €
Total do Ativo não corrente	453 676 080 €	469 387 456 €	469 086 538 €	468 061 173 €	458 131 636 €
Clientes e outros devedores	69 565 107 €	65 231 849 €	69 295 185 €	66 043 231 €	88 081 885 €
Outros ativos	30 136 108 €	30 852 868 €	31 586 676 €	32 337 936 €	33 107 065 €
Caixa e equivalentes de caixa	23 116 748 €	7 509 035 €	11 095 495 €	12 594 204 €	19 111 932 €
Total do Ativo Corrente	122 817 963 €	103 593 753 €	111 977 356 €	110 975 372 €	140 300 881 €
Total Do Ativo	576 494 044 €	572 981 209 €	581 063 894 €	579 036 545 €	598 432 517 €
Capital Próprio					
Capital social	115 000 000 €	115 000 000 €	115 000 000 €	115 000 000 €	115 000 000 €
Prémio de emissão de ações	122 000 €	122 000 €	122 000 €	122 000 €	122 000 €
Reservas legais	2 290 000 €	2 290 000 €	2 290 000 €	2 290 000 €	2 290 000 €
Resultados acumulados	-35 544 000 €	-9 324 520 €	25 722 270 €	38 882 041 €	44 169 285 €
Resultado líquido do período	26 219 480 €	35 046 790 €	13 159 771 €	5 287 244 €	44 718 293 €
Total do Capital próprio	108 087 480 €	143 134 270 €	156 294 041 €	161 581 285 €	206 299 579 €
Passivo não corrente					
Provisões	25 000 €	25 000 €	25 000 €	25 000 €	25 000 €
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	191 000 €	191 000 €	191 000 €	191 000 €	191 000 €
Empréstimos obtidos	131 622 177 €	105 336 617 €	84 300 406 €	101 135 588 €	80 938 342 €
Derivados	-	-	-	-	-
Fornecedores e outros credores	99 435 770 €	85 261 608 €	97 415 301 €	83 529 149 €	71 622 412 €
Outros passivos	27 452 843 €	34 136 181 €	25 825 799 €	19 538 562 €	14 781 939 €
Total do Passivo não corrente	258 726 789 €	224 950 406 €	207 757 505 €	204 419 299 €	167 558 693 €
Passivo corrente					
Empréstimos obtidos	65 027 354 €	56 832 946 €	63 994 737 €	55 930 454 €	62 978 518 €
Derivados	-	-	-	-	-
Fornecedores e outros credores	83 653 065 €	87 674 705 €	92 024 365 €	96 722 673 €	101 817 198 €
Outros passivos	60 999 355 €	60 388 881 €	60 993 246 €	60 382 833 €	59 778 529 €
Total do Passivo Corrente	209 679 774 €	204 896 533 €	217 012 348 €	213 035 961 €	224 574 246 €
Total do Passivo	468 406 564 €	429 846 939 €	424 769 853 €	417 455 260 €	392 132 939 €
Total do Capital próprio e do passivo	576 494 044 €	572 981 209 €	581 063 894 €	579 036 545 €	598 432 517 €

Fonte: Elaboração Própria

ANEXO 5 : PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS DO BANCO DE PORTUGAL PARA 2024–2026
(TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL, EM PORCENTAGEM)

	Pesos	BE junho 2024			
	2023	2023	2024(p)	2025(p)	2026(p)
Produto interno bruto	100	2,3	2,0	2,3	2,2
Consumo privado	63	1,7	2,0	1,9	1,8
Consumo público	17	1	1,0	0,9	0,8
Formação bruta de capital fixo	19	2,5	3,3	6,1	5,0
Procura interna	99	1,4	2,1	2,5	2,3
Exportações	47	4,1	4,2	3,7	3,4
Importações	47	2,2	4,3	4,3	3,5

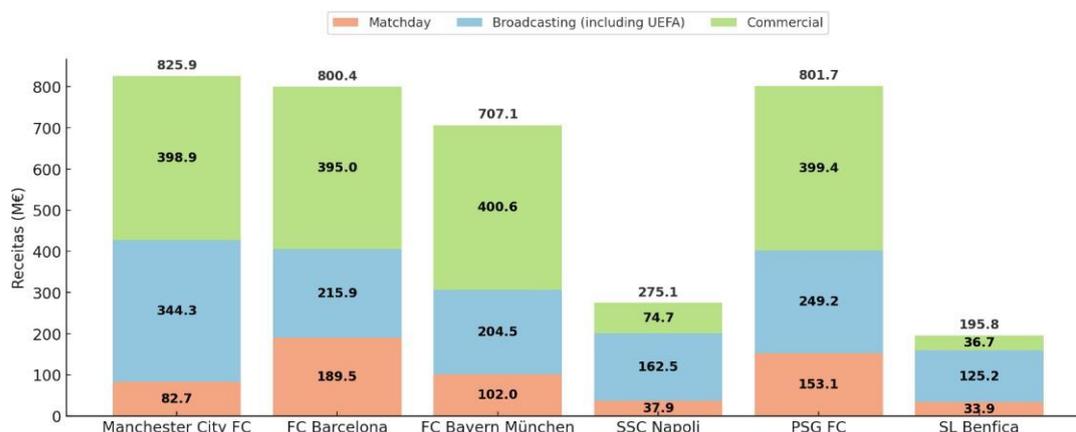
Fonte: INE e Banco de Portugal

ANEXO 6: MÉDIA DE ESPECTADORES POR JOGO NO ESTÁDIO DA LUZ PARA A LIGA PORTUGUESA

Temporada	Nº médio de espectadores por jogo	% média de ocupação	Classificação
2017/2018	53.209	82,93%	2.º Lugar
2018/2019	53.824	83,89%	1.º Lugar
2019/2020	37.044	57,74%	2.º Lugar
2021/2022	31.956	49,87%	3.º Lugar
2022/2023	57.108	89,12%	1.º Lugar

Fonte:Liga Portugal

ANEXO 7 : RECEITAS DOS CLUBES CAMPEÕES NAS “BIG FIVE” E DO CAMPEÃO DA LIGA PORTUGUESA NA ÉPOCA 2022/2023 (M€)



Fonte: Relatório KPMG – The European Champions Report 2024

ANEXO 8 : COMPARAÇÃO DAS PRINCIPAIS RUBRICAS FINANCEIRAS DA SL BENFICA SAD, FC PORTO SAD E SPORTING CP SAD NA ÉPOCA 2023/2024 (€)

	SL Benfica, SAD	FC Porto, SAD	Sporting CP, SAD
Rendimentos Operacionais	179.044.000	108.000.000	103.152.000
EBITPS - <i>Earnings Before Interest Taxes Depreciations & Amortizations and Players Sales</i>	(28.251.000)	27.000.000	(44.030.000)
EBIT	(14.794.000)	52.000.000	14.543.000
EBT	(30.790.000)	39.000.000	12.409.000
Ativo Corrente	100.588.000	89.000.000	93.280.000
Passivo Corrente	209.566.000	265.000.000	176.177.000
Total do Ativo	565.225.000	504.000.000	374.400.000
Total do Passivo	483.357.000	513.000.000	353.421.000
Capital Próprio	81.868.000	(9.000.000)	20.279.000

Fonte: Relatórios e Contas 2023/2024 da SL Benfica SAD, FC Porto SAD e Sporting CP SAD.

ANEXO 9 : ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL DAS PRINCIPAIS RUBRICAS FINANCEIRAS
(ÉPOCAS 2019/20 A 2023/24)

Ano	2020		2021		2022		2023		2024		Media
	% do Total dos Rendimentos	Δ valor	% do Total dos Rendimentos	Δ valor	% do Total dos Rendimentos	Δ valor	% do Total dos Rendimentos	Δ valor	% do Total dos Rendimentos	Δ valor	
Direitos de Televisão											
Receitas de televisão	13,5%	-13,2%	28,4%	29,8%	28,0%	15,9%	17,2%	-33,9%	19,7%	3,2%	21,35%
Prémios da UEFA	17,0%	-17,1%	5,2%	-376,9%	20,2%	78,5%	26,1%	36,4%	19,1%	-51,6%	17,54%
Outras receitas	0,1%	-213,3%	0,3%	61,0%	0,4%	40,5%	0,7%	59,0%	0,7%	-22,4%	0,41%
Total	87 281 000,00 €	-15,8%	65 686 000,00 €	-32,9%	113 520 000,00 €	42,1%	125 197 000,00 €	9,3%	101 170 000,00 €	-23,7%	
% do Total dos Rendimentos	30,6%		33,9%		48,6%		44,0%		39,5%		39,30%
Atividades comerciais											
Patrocinadores	6,8%	-20,1%	9,7%	-1,9%	8,7%	6,6%	8,4%	15,3%	8,8%	-6,4%	8,46%
Rendas de espaço	0,8%	99,9%	1,5%	21,0%	1,1%	-20,3%	1,3%	31,3%	1,9%	24,6%	1,31%
Royalties	0,5%	-26,8%	0,9%	12,6%	0,6%	-19,2%	0,7%	28,3%	1,6%	51,0%	0,89%
Outras receitas	2,6%	21,3%	2,2%	-73,7%	2,7%	33,4%	2,5%	10,8%	4,3%	34,9%	2,86%
Total	30 518 000,00 €	-1,2%	27 886 000,00 €	-9,4%	30 554 000,00 €	8,7%	36 682 000,00 €	16,7%	42 412 000,00 €	13,5%	
% do Total dos Rendimentos	10,7%		14,4%		13,1%		12,9%		16,5%		13,52%
Receitas de jogos											
Total	7,8%	38,9%	0,2%	-4726,8%	10,8%	98,2%	11,9%	25,5%	13,8%	4,4%	8,91%
Total	22 155 000,00 €	38,9%	459 000,00 €	-4726,8%	25 263 000,00 €	98,2%	33 918 000,00 €	25,5%	35 462 000,00 €	4,4%	
% do Total dos Rendimentos	7,8%		0,2%		10,8%		11,9%		13,8%		8,91%
Rendimentos com transações de direitos de atletas											
Total	50,9%	37,1%	51,5%	-45,1%	27,5%	-55,8%	31,2%	27,8%	30,2%	-15,0%	38,27%
Total	145 154 000,00 €	37,1%	100 016 000,00 €	-45,1%	64 211 000,00 €	-55,8%	88 915 000,00 €	27,8%	77 329 000,00 €	-15,0%	
% do Total dos Rendimentos	50,9%		51,5%		27,5%		31,2%		30,2%		38,27%
Gastos operacionais											
Fornecimentos e serviços externos	38,0%	25,5%	27,7%	-57,3%	31,5%	31,7%	35,5%	21,3%	38,2%	5,1%	34,17%
Gastos com pessoal	44,8%	-3,0%	58,1%	11,7%	52,4%	13,8%	49,5%	1,9%	48,9%	-3,8%	50,73%
Gastos com transações de direitos de atletas	10,2%	-9,6%	7,5%	-56,0%	10,5%	44,9%	10,9%	10,3%	8,4%	-33,1%	9,48%
Total	-191 354 000,00 €	13,9%	-166 925 000,00 €	-14,6%	-215 002 000,00 €	22,4%	-231 559 000,00 €	7,15%	-226 222 000,00 €	-2,36%	

Fonte: Dados adaptados dos Relatórios e Contas das temporadas de 2019/20 a 2023/2024 da SL Benfica SAD

ANEXO 10 : PRESSUPOSTOS PARA O CÁLCULO DO EBIT

PRESSUPOSTOS	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Direitos de Televisão	109 492 244,20 €	113 871 933,97 €	118 426 811,33 €	123 163 883,78 €	128 090 439,13 €
Atividades comerciais	47 076 331,34 €	50 538 490,50 €	54 529 880,27 €	59 089 218,99 €	64 317 821,67 €
Receitas de jogos	38 980 877,20 €	40 540 112,29 €	42 161 716,78 €	43 848 185,45 €	45 602 112,87 €
Fornecimentos e serviços externos	-80 113 878,59 €	-83 965 371,36 €	-88 131 006,30 €	-92 630 538,72 €	-97 509 524,64 €
Gastos com o pessoal	-104 740 206,45 €	-99 264 471,37 €	-132 785 551,36 €	-140 178 876,60 €	-147 562 303,00 €
Rendimentos com transações de direitos de atletas	106 018 059,00 €	99 414 121,00 €	105 606 695,15 €	100 650 678,12 €	134 237 850,75 €
Gastos com transações de direitos de atletas	-25 003 365,65 €	-26 205 408,09 €	-27 505 493,61 €	-28 909 787,81 €	-30 432 508,60 €

Fonte: Elaboração Própria

ANEXO 11 : PRESSUPOSTOS E CÁLCULO DO CAPEX

	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Δ Ativos Tangíveis	-4 611 000 €	-2 745 821 €	-2 665 398 €	2 587 330 €	2 663 111 €	-2 741 112 €
Δ Ativos Intangíveis-Plantel de Futebol	22 681 000 €	11 497 069 €	12 383 350 €	8 651 171 €	-14 004 849 €	8 383 487 €
Δ Outros Ativos Intangíveis	-1 749 000 €	1 197 532 €	1 228 929 €	1 261 148 €	-1 294 212 €	-1 260 281 €
Depreciações/Amortizações excluindo direitos de atletas	8 491 000 €	7 379 169 €	7 163 038 €	7 372 839 €	7 588 785 €	7 366 514 €
Amortizações e perdas de imparidade de direitos de atletas	44 945 000 €	43 835 781 €	42 753 937 €	41 698 792 €	40 669 687 €	39 665 981 €
CapEx		61 163 730 €	60 863 855 €	61 571 280 €	35 622 523 €	51 414 589 €

Fonte: Elaboração Própria

ANEXO 12 : CÁLCULO DAS NECESSIDADES DE FUNDO DE MANEIO E DA SUA VARIAÇÃO

ANUAL

Rubricas	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Clientes e outros devedores	50 713 000 €	69 565 107 €	65 231 849 €	69 295 185 €	66 043 231 €	88 081 885 €
Outros Ativos	29 436 000 €	30 136 108 €	30 852 868 €	31 586 676 €	32 337 936 €	33 107 065 €
Necessidades Cíclicas	80 149 000 €	99 701 216 €	96 084 717 €	100 881 861 €	98 381 168 €	121 188 950 €
Fornecedores e outros credores	87 030 000 €	83 653 065 €	87 674 705 €	92 024 365 €	96 722 673 €	101 817 198 €
Outros passivos	61616000	60 999 355 €	60 388 881 €	60 993 246 €	60 382 833 €	59 778 529 €
Recursos Cíclicos	148 646 000 €	144 652 420 €	148 063 587 €	153 017 611 €	157 105 506 €	161 595 727 €
NFM	-68 497 000 €	-44 951 205 €	-51 978 870 €	-52 135 749 €	-58 724 339 €	-40 406 778 €
Δ NFM	-47 471 000 €	23 545 795 €	-7 027 665 €	-156 880 €	-6 588 589 €	18 317 561 €

Fonte: Elaboração Própria

ANEXO 13: CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

Taxa de juro sem risco (<i>rf</i>)	2,49%
Prémio de risco de mercado (<i>rm - rf</i>)	5,57%
Levered Beta	1,23
Custo do Capital Próprio	9,36%

ANEXO 14: CÁLCULO DA WACC

Custo da Dívida	4,71%
Custo do Capital Próprio	9,56%
Taxa de imposto	22,50%
Peso Capital Alheio	0,76
Peso Capital Próprio	0,24
WACC	5,04%

ANEXO 15: CLUBES MÚLTIPLOS E RESPETIVOS RESULTADOS

Múltiplos					
Capitalização de Mercado	30.6.2020	30.6.2021	30.6.2022	30.6.2023	30.6.2024
Sporting Clube Braga	6 600 000,00 €	9 600 000,00 €	24 000 000,00 €	24 240 000,00 €	16 320 000,00 €
Sporting Clube Portugal	54 269 983,80 €	52 259 984,40 €	55 610 000,00 €	51 590 000,00 €	181 791 407,70 €
Futebol clube do Porto	13 724 939,00 €	15 974 929,00 €	18 450 000,00 €	25 875 000,00 €	24 525 000,00 €
Società Sportiva Lazio	98 221 420,95 €	83 318 860,53 €	69 093 689,22 €	71 125 856,55 €	49 449 405,03 €
Rendimentos operacionais	30.6.2020	30.6.2021	30.6.2022	30.6.2023	30.6.2024
Sporting Clube Braga	67 083 000,00 €	48 044 000,00 €	51 767 000,00 €	76 661 000,00 €	90 024 000,00 €
Sporting Clube Portugal	175 473 000,00 €	100 211 000,00 €	181 913 000,00 €	222 013 000,00 €	246 651 000,00 €
Futebol clube do Porto	74 225 743,00 €	220 974 460,00 €	219 817 991,00 €	189 500 171,00 €	227 344 073,00 €
Società Sportiva Lazio	124 589 000,00 €	148 450 835,00 €	136 150 189,00 €	148 664 273,00 €	158 721 745,00 €
Rendimentos s/ transações com atletas	30.6.2020	30.6.2021	30.6.2022	30.6.2023	30.6.2024
Sporting Clube Braga	42 489 000,00 €	25 725 000,00 €	29 563 000,00 €	27 380 169,00 €	55 152 000,00 €
Sporting Clube Portugal	68 527 000,00 €	64 446 000,00 €	122 659 000,00 €	125 136 000,00 €	103 152 000,00 €
Futebol clube do Porto	50 092 364,00 €	122 526 819,00 €	97 784 771,00 €	166 006 985,00 €	161 650 500,00 €
Società Sportiva Lazio	98 756 000,00 €	89 772 965,00 €	111 165 559,00 €	129 543 781,00 €	106 921 745,00 €
Valor plantel - Ativo	30.6.2020	30.6.2021	30.6.2022	30.6.2023	30.6.2024
Sporting Clube Braga	25 895 458,00 €	24 704 426,00 €	17 444 338,00 €	19 558 047,00 €	42 121 610,00 €
Sporting Clube Portugal	70 060 001,00 €	70 136 000,00 €	94 190 000,00 €	99 075 000,00 €	108 442 000,00 €
Futebol clube do Porto	76 143 772,00 €	95 928 528,00 €	79 383 520,00 €	85 464 900,00 €	97 567 937,00 €
Società Sportiva Lazio	88 568 000,00 €	95 383 649,00 €	79 085 458,00 €	83 530 000,00 €	89 342 000,00 €

Fonte: Base de dados ORBIS

ANEXO 16: MÉTODO DOS MÚLTIPLOS

Market capitalization/Rendimentos operacionais	2020	2021	2022	2023	2024	Média
Sporting de Braga	0,10	0,20	0,46	0,32	0,18	
Sporting Clube Portugal	0,31	0,52	0,31	0,23	0,74	
Futebol clube do Porto	0,18	0,07	0,08	0,14	0,11	
Società Sportiva Lazio	0,79	0,56	0,51	0,48	0,31	
Média	0,35	0,34	0,34	0,29	0,33	0,33

Benfica SAD	30.6.2024
Rendimentos Operacionais	256 373 000,00 €
CAP Merc/Rendimentos operacionais	0,33
Capitalização de mercado	84 575 163,54 €
Ações no mercado	23 000 000 €
Target Price	3,68 €
Current price	3,11 €
Diferença	0,57 €

Market capitalization/Rendimentos sem direitos de atletas	2020	2021	2022	2023	2024	Média
Sporting de Braga	0,16	0,37	0,81	0,89	0,30	
Sporting Clube Portugal	0,79	0,81	0,45	0,41	1,76	
Futebol clube do Porto	0,27	0,13	0,19	0,16	0,15	
Società Sportiva Lazio	0,99	0,93	0,62	0,55	0,46	
Média	0,55	0,56	0,52	0,50	0,67	0,56

Benfica SAD	30.6.2024
Rendimentos sem direitos de atletas	179 044 000 €
Market capitalization/Rendimentos sem direitos de atletas	0,56
Capitalização de mercado	100 343 643 €
Ações no mercado	23000000
Target Price	4,36 €
Current price	3,11 €
Diferença	1,25 €

Market capitalization/ Valor do plantel	2020	2021	2022	2023	2024	Média
Sporting de Braga	0,25	0,39	1,38	1,24	0,39	
Sporting Clube Portugal	0,77	0,75	0,59	0,52	1,68	
Futebol clube do Porto	0,18	0,17	0,23	0,30	0,25	
Società Sportiva Lazio	1,11	0,87	0,87	0,85	0,55	
Média	0,58	0,54	0,77	0,73	0,72	0,67

Benfica SAD	30.6.2024
Valor do Plantel	149 143 000 €
Market capitalization/ Valor do plantel	0,67
Capitalização de mercado	99 536 772 €
Ações no mercado	23000000
Target Price	4,33 €
Current price	3,11 €
Diferença	1,22 €

ANEXO 17: RESULTADO – MÉTODO DOS MÚLTIPLOS

SLB SAD	30 de junho de 2024
Target Price	4,12 €
Current Price	3,11 €
Diferença	1,01 €
Upside/Down Potential	32,6%

ANEXO 18: RESULTADO - MÉTODO FCFF

Target Price	3,59 €
Current Price	3,11 €
Diferença	0,48 €
Upside/Down Potential	15,45%

