



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:
SPORTING CLUBE DE BRAGA – FUTEBOL, SAD

DIOGO MONTEIRO DO VALE

SETEMBRO – 2022



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:
SPORTING CLUBE DE BRAGA – FUTEBOL, SAD

DIOGO MONTEIRO DO VALE

ORIENTAÇÃO:
PROFESSORA DRA. INÊS PINTO

SETEMBRO – 2022

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo a avaliação da Sporting Clube de Braga – Futebol, SAD (Braga SAD), definindo um *price target* para as ações da empresa à data de 30 de junho de 2022.

De forma a alcançar o objetivo, foi essencial começar por estudar e entender a indústria e o negócio que é o futebol. Em seguida, procedeu-se à apresentação das metodologias de avaliação a utilizar na avaliação da Braga SAD, tendo-se considerado como mais apropriado o uso do *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), como método de avaliação absoluto, acompanhado do método dos múltiplos, como método de avaliação relativa, que em conjunto trazem robustez e solidez à avaliação produzida. Nos passos seguintes, deu-se a conhecer a empresa, fez-se uma análise estratégica da mesma, utilizando ferramentas como as 5 forças de Porter e a análise SWOT, e por último, antes da avaliação propriamente dita, concebeu-se uma análise económica.

Na avaliação da Braga SAD, o resultado alcançado foi a subvalorização das ações da empresa, uma vez que em 30 de junho de 2022, o preço por ação de 7,90€ é inferior ao *price target* obtido de 8,74 €, o que revelou um *upside potential* de 10,6%. Por esta razão, recomendou-se a compra das ações da Braga SAD, acautelando, no entanto, que possíveis desvios nos resultados desportivos, face ao que se previu, colocariam em causa a avaliação final da Braga SAD, algo que ficou demonstrando na análise de sensibilidade produzida no último capítulo.

ABSTRACT

The main objective of the present thesis is to evaluate Sporting Clube de Braga – Futebol, SAD (Braga SAD), defining a price target for the company's shares on June 30th 2022.

In order to achieve this goal, it was essential to begin by studying and understanding the football industry and business. The valuation methodologies used in the valuation of Braga SAD was the Free Cash Flow to Firm (FCFF), as an absolute valuation method, complemented by the method of multiples, as a method of relative valuation, which together bring robustness and solidity to the valuation. First we presented the company and made a strategic analysis of the company. Then we did the Porter's 5 Forces and the SWOT analysis and finally, we conducted an economic analysis and determined the target price of Braga SAD.

We concluded that Braga SAD's shares were undervalued, since on June 30, 2022, the price per share was 7,90€, being lower than the price target achieved of 8,74€, which revealed an upside potential of 10,6%. Therefore, we recommended the purchase of Braga SAD shares, however, we have to be cautious with the possible results of the club which may introduce risk to the valuation as demonstrated in the sensitivity analysis.

AGRADECIMENTOS

“Without the element of enjoyment, it is not worth trying to excel at anything” –

Magnus Carlsen

Chegou a hora de agradecer a todas as pessoas que me acompanharam e apoiaram, não só nestes dois últimos anos, mas em todas as etapas da minha vida.

Começo com um agradecimento muito especial ao meu pai, à minha mãe e ao meu avô que tornaram esta caminhada possível. Sem vocês nada seria possível, nem tão pouco, faria sentido.

À minha namorada, agradeço por tudo o me deu, pelo apoio, paciência, força, motivação, felicidade e amor que me proporciona todos os dias.

À Professora Doutora Inês Pinto, um agradecimento especial por ter aceite ser minha orientadora, pela disponibilidade demonstrada e por toda a ajuda ao longo deste trabalho de projeto.

Não poderia deixar de desejar as maiores felicidades à minha irmã que em breve será mamã o que fará de mim um tio babado.

Por último, a todos os meus familiares e colegas que, por questões de logística, não pude fazer referência, agradeço, do fundo do coração todo o vosso apoio e presença na minha vida. Muito obrigado a todos!

Índice

Resumo.....	I
Abstract	II
Agradecimentos.....	III
Índice de Figuras	VII
Índice de Tabelas	VII
Lista de Abreviaturas.....	VIII
1 Introdução	1
2 Revisão da Literatura.....	2
2.1 Desenvolvimento do futebol profissional.....	2
2.2 Estrutura governamental no futebol	2
2.3 Complexidade do negócio que é o Futebol.....	3
2.4 Futebol Europeu	6
2.5 Futebol em Portugal	7
2.6 COVID-19 no Futebol	9
3 Metodologia.....	10
3.1 Free Cash flow to Firm (FCFF) – Avaliação absoluta.....	12
3.2 Método dos múltiplos – Avaliação Relativa.....	13
4 Apresentação da empresa.....	14
4.1 Gestão	15
4.2 Estrutura Acionista.....	15
5 Análise Estratégica	16
5.1 5 Forças de Porter.....	16
5.2 Análise SWOT	19
6 Análise Económica	19

6.1	Fator económico na indústria do futebol português.....	21
7	Avaliação.....	23
7.1	FCFF.....	23
7.1.1	EBIT	23
7.1.2	CapEx.....	26
7.1.3	Necessidades de fundo de maneo.....	27
7.1.4	WACC	28
7.1.5	Taxa de crescimento pós período em análise – g	29
7.1.6	Resultados	30
7.2	Método dos múltiplos.....	30
8	Análise de Sensibilidade	32
9	Conclusão.....	34
	Referências Bibliográficas	35
	Anexos	37
	Anexo A: Demonstração da Posição Financeira	37
	Anexo B: Demonstração da Posição Financeira Previsional	38
	Anexo C: Demonstração de Resultados	39
	Anexo D: Demonstração de Resultados Previsional	40
	Anexo E: Resultados Clubes Nacionais e Internacionais	41
	Anexo F: Método dos múltiplos.....	42
	Anexo G: Pressupostos para o apuramento do EBIT	43
	Anexo H: Resultados FCFF – Upside Potential.....	43
	Anexo I: Resultados Método dos Múltiplos – Upside Potential.....	43
	Anexo J: Custo do capital próprio	44
	Anexo K: Custo do capital alheio – Primeiro Método	44

Anexo L: Custo do Capital Alheio – Segundo Método	44
Anexo M: Custo Médio Ponderado de Capital – WACC.....	44
Anexo N: Espetadores Fc Porto, SL Benfica, Sporting CP, SC Braga	45
Anexo O: Previsões Boletim Económico – junho 2022	45

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Análise SWOT	19
Figura 2: Evolução do preço das ações 2008-2020 SCB, SLB, SCP, FCP	22

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Informação histórica - Peso cada rubrica na sua categoria e variação anual .	24
Tabela 2: Cálculo do CapEx.....	27
Tabela 3: Apuramento Necessidades Fundo Maneio e Variação anual	27
Tabela 4: Resultados Método FCFF	30
Tabela 5: Primeiro fator - Competições europeias.....	33
Tabela 6: Segundo fator - Taxa de crescimento constante (g).....	33
Tabela 7: Análise de sensibilidade - Competições Europeias e Taxa de Crescimento Constante	33

LISTA DE ABREVIATURAS

UEFA - *Union of European Football Associations*

AFC – *Asian Football Confederation*

CAF – *Confederation of African Football*

CONCACAF – *Confederation of North, Central America and Caribbean Association Football*

CONMEBOL – *South American Football Confederation*

OFC – *Oceania Football Confederation*

FA – *Football Association*

FIFA - *Fédération Internationale de Football Association*

UPF – *União Portuguesa de Futebol*

FPP – *Federação Portuguesa de Futebol*

AFL – *Associação de Futebol de Lisboa*

SC Braga – *Sporting Clube de Braga*

Braga SAD – *Sporting Clube de Braga – Futebol, SAD*

SCP – *Sporting Clube de Portugal*

SLB – *Sport Lisboa e Benfica*

FCP – *Futebol Clube do Porto*

FPP – *Financial Fair Play*

SAD – *Sociedade Anónima Desportiva*

SDUQ – *Sociedade Desportiva Unipessoal por Quotas*

DCF - *Discounted Cash Flow*

FCFF – *Free Cash Flow to Firm*

APV – *Adjusted Present Value*

BE – *Boletim Económico*

PIB – *Produto Interno Bruto*

BCE – *Banco Central Europeu*

BP – *Banco de Portugal*

FSE – *Fornecimentos e Serviços Externos*

CMV – *Custo Mercadorias Vendidas*

CapEx – *Capital Expenditure*

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

NFM – *Necessidades de Fundo de Maneio*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CA – *Capital Alheio*

D – *Debt*

CP – *Capital Próprio*

E - *Equity*

Rf – *Taxa de Juro sem Risco*

Rm – *Rendibilidade esperada do mercado*

B_I – *Beta alavancado*

B_U – *Beta não alavancado*

K_e – *Custo do Capital Próprio*

K_d – *Custo do Capital Alheio*

T – *Taxa de Imposto*

MKC - *Market Capitalization*

SWOT – *Strengths, Weaknesses, Opportunities & Threats*

1 INTRODUÇÃO

O futebol, um dos desportos mais popular do mundo, tem vindo a transformar-se numa indústria multimilionária, onde a complexidade de gestão se torna evidente, pela necessidade imprescindível de conseguir conciliar objetivos desportivos e objetivos financeiros. A transformação, o crescimento, a complexidade e a importância desta indústria formam um enorme incentivo à análise deste mercado. A acrescentar a uma indústria especial, surge uma envolvente externa de elevada incerteza, caracterizada pela pandemia COVID-19, com início em 2019, e pela guerra instituída com a invasão da Rússia à Ucrânia, em fevereiro de 2022.

O Sporting Clube de Braga, fundado a 19 de janeiro de 1921, é um clube eclético que apresenta o futebol profissional como sua principal atividade. Em 1998, o SC Braga institui a Sporting Clube de Braga Futebol – SAD (Braga SAD) com o objetivo de gerir o futebol profissional do clube. O SC Braga apresenta-se como a 4ª maior potência desportiva nacional, que tem como objetivo principal garantir um lugar que permita o acesso às competições europeias. A constante participação por parte do SC Braga nas competições europeias é um fator crucial, que impulsionou o seu crescimento quer a nível nacional quer a nível internacional, permitindo ao SC Braga alcançar aos dias de hoje a 35ª posição no ranking de clubes da UEFA.

É neste contexto externo e interno que surge a necessidade de proceder a uma avaliação cautelosa e detalhada da Sporting Clube de Braga Futebol – SAD. Por não se enquadrar dentro dos três principais competidores no setor a nível nacional, existe uma carência de informação e de análise da empresa que permitam aos investidores meditar e examinar sobre o valor da empresa no mercado, especialmente em momentos de elevada incerteza e risco como é o atual.

No culminar da avaliação da Braga SAD, concluiu-se, através de dois métodos de avaliação distintos, Discounted Cash Flow e método dos múltiplos, que, à data de 30 de junho de 2022, a Braga SAD se encontra subavaliada no valor das suas ações. Neste sentido, a recomendação final é de compra das ações, que apresentam um *upside potential* de 10,6%, em 30 de junho de 2022.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 DESENVOLVIMENTO DO FUTEBOL PROFISSIONAL

O futebol moderno tem a sua origem em Inglaterra, a 1863, com a criação da Football Association (FA), a primeira associação de futebol. O futebol começou por ser um fenómeno britânico que se propagou gradualmente por todo o mundo. Holanda e Dinamarca formaram as suas próprias associações de futebol em 1889, seguidas de Nova Zelândia em 1891, Argentina em 1893, Chile, Suíça e Bélgica em 1895, entre diversos outros países nos anos seguintes. No início do século XX, em 1904, nasce a *Fédération Internationale de Football Association* (FIFA), uma organização sem fins lucrativos, com o objetivo de organizar e desenvolver a prática de futebol em todo o mundo, tornando-se a principal organização dirigente do desporto. Dez anos depois, em 1914, foi fundada a primeira associação de futebol portuguesa, denominada União Portuguesa de Futebol (UPF).

Estavam dados assim os primeiros passos para a mudança do que era um desporto de puro entretenimento, sem regulamentos e instituições oficiais para uma indústria global multimilionária (Hoffman et al, 2002). Considerado o desporto mais popular do mundo (Hoffman et al, 2002), o futebol é aos dias de hoje o desporto “rei” em Portugal, com uma grande importância a nível económico, social e cultural. À semelhança do que refere Rascher (1997), a popularidade do futebol reflete-se na cobertura mediática pela sua própria rede de 24 horas, sete dias por semana, algo que é extremamente visível em Portugal.

2.2 ESTRUTURA GOVERNAMENTAL NO FUTEBOL

A estrutura governamental do futebol moderno começa na FIFA, responsável pelas operações globais de 211 associações nacionais. Cada associação nacional deverá fazer parte de uma das seis confederações regionais que dividem o mundo do futebol: *Asian Football Confederation* (AFC); *Confederation of African Football* (CAF); *Confederation of North, Central America and Caribbean Association Football* (CONCACAF); *South American Football Confederation* (CONMEBOL); *Oceania Football Confederation* (OFC); e *Union of European Football Associations* (UEFA). Cada confederação, na sua respetiva região, representa a segunda figura hierárquica no

mundo do futebol. Em terceiro na hierarquia apresentam-se as associações de futebol de cada país, em quarto lugar as associações regionais e, por último, os próprios clubes. No caso de Portugal, apresenta-se da seguinte forma: FIFA, UEFA, Federação Portuguesa de Futebol (FPP, originalmente UFP), associação de futebol de cada região (por exemplo, a Associação de Futebol de Lisboa (AFL), a Associação de Futebol de Aveiro (AFA), entre outras) e, por último, cada clube.

2.3 COMPLEXIDADE DO NEGÓCIO QUE É O FUTEBOL

A profissionalização do futebol levou a mudanças no consumo, produção, funcionamento e gestão dos clubes de futebol (Samagaio, 2015). As organizações desportivas, incluindo as de futebol, têm uma série de características únicas e distintivas que requerem práticas de gestão especiais para assegurar o seu eficaz funcionamento (Samagaio, 2015).

Smith e Stewart (2010) providenciam quatro dimensões interrelacionadas que resumem as características distintivas do desporto: O desporto é uma experiência heterogénea que está enraizada na paixão irracional dos fãs, demonstrando elevados níveis de lealdade ao produto e à marca, otimismo e identificação vicária; O desporto favorece a conquista no campo em detrimento da obtenção do lucro; O desporto está sujeito a uma qualidade variável, o que por sua vez tem implicações na gestão do equilíbrio competitivo e comportamento anticoncorrencial e, por último, o desporto tem de gerir um calendário fixo.

Os clubes de futebol têm de conseguir conciliar a gestão de objetivos financeiros e desportivos. Como refere Samagaio (2015), o futebol tem uma história que prova que os objetivos financeiros e desportivos estão ligados e são interdependentes. Por um lado, todos os membros de um clube de futebol têm como objetivo comum ter sucesso no campo e ganhar troféus. É aliás um objetivo que sofre uma pressão adicional pela especial ligação entre os clubes e os seus adeptos que desejam acima de tudo sucesso desportivo por parte do seu clube. Este facto cria uma pressão adicional para o clube, na medida em que este precisa de ser bem sucedido no campo de jogo, onde as hipóteses de tal sucesso são maximizadas, aumentando as despesas com jogadores para além do ponto de maximização do lucro (Michie, 2000).

Por outro lado, garantir a viabilidade e sustentabilidade financeira dos clubes a longo prazo é essencial. Talovic et al. (2016), refere três tipos de receitas no mundo do futebol: as receitas dos dias de jogo (bilheteira e *corporate sales*); as receitas da venda dos direitos televisivos; e as receitas referentes à parte comercial, onde se incluem patrocínios, *merchandising*, entre outras operações comerciais.

No entanto, existe um outro fator de destaque nos clubes de futebol referido por Amir e Livne (2005), que é a comercialização de contratos de jogadores. A venda de jogadores, principalmente para clubes de menor dimensão ou com menor capacidade financeira, é um fator muitas vezes crucial para garantirem a tão desejada estabilidade financeira. É neste sentido que os clubes de futebol muitas vezes criam academias ou centros de excelência de forma a captarem e desenvolverem os seus próprios jogadores, não só na perspetiva de retirarem rendimento desportivo, sem a necessidade de comprar a outro clube, mas também na expectativa de retirar uma mais-valia da comercialização dos seus direitos desportivos.

Os clubes precisam de garantir um equilíbrio entre receitas e despesas, em benefício do próprio clube e também do setor. O não cumprimento do objetivo financeiro leva à falência de clubes, o que não está no interesse dos acionistas, dos adeptos e da própria indústria (Samagaio, 2015). Na história do futebol, e apesar do enorme crescimento das receitas, existem casos que revelam um excessivo favorecimento do objetivo desportivo. Nestas situações, há um desequilíbrio entre a vertente desportiva e financeira, que levou clubes a entrarem em processos de insolvência. Alguns exemplos são Parma FC – Itália, União de Leiria – Portugal, Málaga – Espanha, Leeds United – Inglaterra, entre outros. Como refere Samagaio (2015) o sucesso dos clubes está ancorado na ligação entre as atividade desportivas e financeiras.

A indústria do futebol é um negócio complexo onde é particularmente difícil gerir financeiramente os clubes (Michie e Oughton, 2004; Guzmán e Morrow, 2007). O sucesso desportivo pode aumentar as receitas dos clubes de futebol, no entanto, o desempenho desportivo não se traduz necessariamente num desempenho financeiro bem sucedido, apesar de estarem positivamente correlacionados (Samagaio, 2015;

Sakinc et al, 2017). Através do *The European Champions Report 2022* (KPMG), é possível perceber que clubes como o Lille (Campeão francês), Sporting CP (Campeão Português), Atlético Madrid (Campeão Espanhol) e Inter Milão (Campeão Italiano) apesar do sucesso desportivo da época, tiveram prejuízos financeiros. Este facto demonstra a complexidade que existe em gerir um clube e conseguir conjugar o sucesso desportivo com o sucesso financeiro.

Derivado da complexidade da gestão de um clube de futebol, a UEFA, em 2004, introduziu um sistema de licenciamento para os clubes europeus que quisessem participar em competições de clubes da UEFA, com o objetivo de promover uma boa gestão de clubes de toda a Europa. Para participar nestas competições os clubes passaram a ter de cumprir um conjunto de critérios ao nível do desporto, das suas infraestruturas, dos recursos humanos, legais e financeiros. Este sistema tem vindo a sofrer alterações e atualizações, mas é em 2009 que confrontado com condições financeiras cada vez mais deterioráveis nos clubes de futebol europeus, o Comité Executivo da UEFA aprova por unanimidade a entrada do *Financial Fair Play* (FFP) (UEFA, 2019).

O FFP, trata-se de um conjunto de medidas e critérios financeiros que os clubes têm de cumprir, tendo sido criado com o objetivo de assegurar a estabilidade financeira de longo prazo dos clubes, através de uma gestão mais eficaz da relação entre as suas receitas e despesas (Samagaio, 2015). A pedra angular do FFP é a introdução do *break-even* que exige aos clubes europeus que participem em competições UEFA (*UEFA Champions league*, *UEFA Europa League* e *UEFA Europa Conference League*) que não tenham perdas superiores a cinco milhões de euros ao longo de três anos. Para o apuramento do *break-even* apenas é considerado receitas e despesas “relevantes”, ou seja, o que os clubes apuram dentro da sua atividade normal, de forma a evitar que os proprietários de clubes financiem o investimento nos jogadores, com a ideia de não só encorajar os clubes a gastar dentro das suas possibilidades, mas também trazer alguma equidade.

A preocupação da UEFA com o período de crise que se vinha a verificar nos clubes europeus, surge do facto dos clubes formarem uma única entidade económica

com o objetivo de produzir um concurso (Szymanski, 2012). O futebol profissional é diferente das outras indústrias, uma vez que a atividade não pode ser produzida, a menos que haja adversários (Koning, 2009), e as dificuldades financeiras dos clubes podem produzir um efeito de contágio (Lago et al, 2006), o que no longo prazo pode ameaçar a sustentabilidade e viabilidade da modalidade (Franck, 2014).

2.4 FUTEBOL EUROPEU

Existe uma tendência que parece incontornável no futebol europeu. Os cinco principais campeonatos do futebol europeu, denominados *Big Five – Premier league* (Inglaterra), *Bundesliga* (Alemanha), *La Liga* (Espanha), *Serie A* (Itália) e *Ligue 1* (França) – cada vez mais se distanciam financeiramente de quaisquer outros campeonatos europeus. Segundo dados disponibilizados pelos relatórios anuais da *Deloitte (Deloitte Anual Review of Football Finance de 2019, 2020 e 2021)* o mercado europeu de futebol cada vez mais é dominado pelas *Big Five*. Desde a época 2017/18 que o peso das *Big Five* tem vindo a aumentar, chegando na época 2019/20 a perfazer 60% do mercado de futebol europeu. Em comparação, os restantes principais campeonatos europeus, em conjunto, apenas chegam a representar cerca de 20% do mercado de futebol europeu¹.

Dentro das *Big Five*, em primeiro lugar encontra-se a *Premier league* com receitas superiores a 5 mil milhões de euros, de longe a maior liga não só da Europa, mas do mundo, seguida pela *Bundesliga* que luta com a *La Liga* pela segunda e terceira posição, ambas arrebatando valores superiores a 3 mil milhões de euros. Na quarta posição a *Serie A* apresenta receitas superiores a 2 mil milhões de euros e, por último, a *Ligue 1* que apresenta uma média de 1,7 mil milhões de euros em receitas. Em comparação, Portugal, que alcança o seu recorde de receitas na época 2019/20, ultrapassando os 500 milhões de euros, recebe três vezes menos que a *Ligue 1* (5º posição) e dez vezes menos que a *Premier League* (1º posição).

Os determinantes-chave nas receitas dos clubes europeus por ordem de importância são os direitos de transmissão, seguindo-se patrocínios e atividades comerciais e, por último, as receitas de dia de jogo. Do lado das despesas é crucial

¹ Restantes 20% pertencem à UEFA, FIFA, Associações Nacionais e a ligas secundárias dos *Big Five*.

destacar o peso dos salários. Nas *Big Five*, nos últimos três anos, a média dos gastos com salários representa 67% das receitas, sendo França o país com o maior peso de salários (79%), e a Alemanha o país com menor peso de gastos com salários face às suas receitas (54%). Relativamente a Portugal, observa-se uma média de 71% do peso dos gastos com salários no total das receitas. É neste sentido que, como relata a KMPG (2021), existe um consenso de que os salários dos jogadores estão inflacionados, o que coloca uma pressão bastante significativa nas finanças dos clubes.

Relativamente às competições, os clubes europeus competem em competições nacionais (campeonato, a principal competição e eliminatórias, competições secundárias), e em competições *UEFA*, sendo a mais prestigiada a *UEFA Champions League*, seguida da *UEFA Europa League* e a mais recente competição a *UEFA Europa Conference League*. Para entrar nas competições da *UEFA* os clubes têm de garantir uma determinada classificação nos seus respetivos campeonatos nacionais, sendo o número de lugares de acesso dependente do *ranking UEFA* desse país. No caso de Portugal, 6º classificando no *ranking*, os cinco primeiros classificados do campeonato principal têm, no mínimo, a possibilidade de entrar numa competição *UEFA*, sendo que os dois primeiros entram diretamente na *UEFA Champions League*, o terceiro disputa um play-off que dará acesso à *UEFA Champions League* (no caso de vencer) e o quarto e quinto classificam-se diretamente para a *UEFA Conference League*. O acesso a estas competições é muito importante para os clubes europeus pelas repercussões positivas que têm, desde logo quando a entrada nestas competições garante um prémio financeiro, aumenta as receitas dos dias de jogo, valoriza e abre portas a novos patrocínios, valoriza os seus jogadores, entre outros aspetos, que valorizam o clube no seu global.

2.5 FUTEBOL EM PORTUGAL

Em Portugal, existem dois tipos de competições – campeonatos e taças (disputadas em eliminatórias) – Dentro dos campeonatos têm-se duas divisões principais, respetivamente, a Liga Portugal Bwin (Primeira Liga) e a Liga Portugal SABSEQ (Segunda Liga). Desde a época 2013/14, com a introdução do Decreto-Lei n.º 10/2013 que os clubes que pretendem participar nestas duas principais divisões de

futebol profissional em Portugal têm de optar entre duas formas jurídicas das sociedades – Sociedade Anónima Desportiva (SAD) ou Sociedade Desportiva Unipessoal por Quotas (SDUQ). A introdução da obrigatoriedade de escolha entre SAD e SDUQ foi motivada pela existência de clubes que optavam pelo estatuto de Pessoa Coletiva sem Fins Lucrativos, ficando sujeitos a um regime especial de gestão que evidenciava uma desigualdade relativamente a entidades desportivas que haviam assumido uma forma jurídica societária. Desta forma, e para esbater a desigualdade e colocar todos os participantes no mesmo patamar, com obrigações e deveres análogos, foi redigido este Decreto-Lei. Relativamente ao segundo tipo de competições tem-se a Taça de Portugal, a Allianz Cup e a Supertaça como as competições secundárias mais prestigiadas em Portugal.

À semelhança das *Big Five*, Portugal tem como principais determinantes-chave a venda de direitos de transmissão, seguindo-se patrocínios e atividades comerciais e, por último, receitas de dia de jogo. No entanto, a Liga Portuguesa é única entre as melhores ligas na Europa, uma vez que os seus regulamentos permitem aos clubes negociar as vendas de direitos de transmissão individualmente, o que beneficia os três maiores clubes em Portugal, Sporting CP, SL Benfica e FC Porto. Embora ainda longe, a FPP e a Liga Portugal anunciaram planos para que os direitos de transmissão da primeira Liga passassem a ser centralizados a partir da época 2027/28, num esforço de redistribuir rendimentos de forma mais equitativa, potenciando o equilíbrio competitivo e reduzindo o desequilíbrio de poder entre os três maiores clubes em Portugal e os restantes (KPMG, 2022).

A KPMG (2022), refere que as ligas mais pequenas atuam como “vendedores”, desenvolvendo jovens ou comprando-os a preços acessíveis antes de os venderem a um preço *premium* aos denominados “compradores”, que se sentam no outro extremo da equação. A realidade é que os clubes portugueses pertencem à vertente de clubes vendedores onde, inclusive, a sua sustentabilidade é altamente dependente de conseguirem tirar resultados da venda de jogadores (KPMG, 2022). Ao contrário das *Big Five*, onde países como Inglaterra têm uma média de receitas de 274 milhões de euros por clube, em Portugal a média de receitas dos últimos três anos encontra-se

nos 26 milhões de euros por clube. Este fator tem especial impacto visto que os clubes portugueses ao não terem a capacidade para comprar e reter os melhores jogadores e treinadores, afeta a sua performance desportiva, principalmente quando têm de competir com clubes das *Big Five*, que dispõem de orçamentos muito superiores.

É com base neste facto que vários clubes portugueses construíram as suas próprias academias ou centros de excelência, uma opção estratégica que se tornou crucial em Portugal. Segundo dados divulgados pelo *CIES Football Observatory* (2022), desde 2015 que os clubes portugueses geraram um total de 788 milhões de euros em vendas de jogadores das suas academias. Dos três grandes em Portugal, SL Benfica lidera com 379 milhões de euros, seguido do Sporting CP com 209 milhões de euros e, por último, FC Porto com 136 milhões de euros. Estes três clubes representam 92% das receitas obtidas com as vendas de jogadores através de academias o que, mais uma vez, revela a discrepância e diferença de poder relativamente aos restantes clubes em Portugal.

2.6 COVID-19 NO FUTEBOL

Dado o desempenho constante ao longo das últimas décadas, não existiam sinais evidentes e iminentes de quebras de receitas no futebol para o futuro próximo (Rohde e Beuer, 2016). No entanto, o romper da pandemia COVID-19 teve um impacto tremendo na sociedade e na economia mundial, e o futebol europeu não foi exceção.

O maior ecossistema desportivo do continente europeu está a enfrentar tempos sem precedentes, derivado dos efeitos da pandemia (Beiderbeck et al, 2021; KPMG, 2021). Nos quatro anos pré-pandemia, uma amostra dos 32 clubes europeus mais proeminentes mostrava que estes clubes aumentaram o seu valor, em média, 10,9%/ano. Adicionalmente, os clubes europeus da primeira divisão de todas as federações membros da UEFA apresentaram uma média anual de crescimento das suas receitas de 6,7%, entre 2009 e 2018 (KPMG, 2021).

A enorme incerteza provocada pela COVID-19 provocou várias consequências regulamentares, sociais, económicas, logísticas e tecnológicas (Beiderbeck et al, 2021; KPMG, 2021). As instituições e órgãos dirigentes do desporto foram obrigadas a tomar decisões apesar do máximo grau de incerteza (Parnell et al, 2020). Federações,

associações, ligas e todos os elementos envolvidos tiveram de decidir sobre a continuação das competições desportivas. Este é um fator que diferencia o impacto da crise pandémica de todas as outras crises, dado que desta vez houve uma paragem efetiva de todas as operações.

O futebol, tal como variadíssimas indústrias, foi obrigado a parar. Os clubes começaram assim a enfrentar fortes ameaças financeiras onde todos os seus fluxos de rendimento se viam afetados. As receitas de dia de jogo deixaram de existir. As receitas de patrocínios, a venda de direitos de transmissão e as atividades comerciais ficaram em risco. Para além destes determinantes, a pandemia teve um impacto duradouro no valor dos jogadores, uma vez que os clubes têm um menor poder de compra e podem ser forçados a vender os seus jogadores a preços de “desconto”, na tentativa de equilibrar as suas finanças num período tão incerto. Este fator afeta de forma mais preponderante os clubes fora das *Big Five* derivado da dependência que estes têm de gerar receitas da venda de jogadores (KPMG, 2021). Por outro lado, os seus compromissos como o pagamento de salários permaneceram inalterados, ou nos casos em que diminuíram, não diminuíram em proporção (Duarte Muñoz e Meyer, 2020; KPMG, 2021).

Numa indústria já caracterizada por uma liquidez limitada, onde pequenas perturbações como a volatilidade de qualificação a certas competições ou a incerteza na receita de venda de jogadores já tinha impulsionado alguns clubes em verdadeira angústia financeira, a atual situação da pandemia expôs ainda mais a vulnerabilidade do futebol e pôs em causa a sustentabilidade financeira, mesmo a curto prazo (KPMG, 2021). Os clubes vão ser assim forçados a navegar e adaptar-se perante uma nova realidade onde o mais complicado será chegar a níveis pré-pandémicos.

3 METODOLOGIA

Existem vários modelos de avaliação de empresas, desde o mais simples aos mais sofisticados, que apesar de terem algumas características em comum, apresentam pressupostos bastante diferentes (Damodaran, 2002). Em termos gerais, para Damodaran (2002), existem três tipos de abordagem na avaliação de empresas – A avaliação absoluta através do *Discounted Cash Flow* (DCF), que relaciona o valor de um

ativo com o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros. A avaliação relativa onde se estima o valor de um ativo, observando o preço de ativos comparáveis em relação a uma variável comum, como os resultados, as vendas, os fluxos de caixa, entre outros. E por último, a avaliação através de *option pricing models*, sendo os modelos mais conhecidos o modelo binomial e o modelo de Black-Scholes.

No presente trabalho ir-se-á seguir duas das três abordagens referidas. A avaliação absoluta através do DCF e a avaliação relativa através do método dos múltiplos. Diversos autores consideram que a utilização do método DCF como método mais robusto e mais detalhado aliado a uma outra metodologia como a avaliação através do método dos múltiplos, robustecem e avigoram os resultados da avaliação. Steiger (2008), afirma ainda que a combinação da utilização destes dois métodos torna-se mais eficaz pois permite obter intervalos de valores mais realistas onde as lacunas individuais de cada método são dissipadas. Imam et al. (2003) comprova, através da análise dos *equity research* de empresas cotadas no índice *Dow Jones Euro Stoxx 50*, que o método dos múltiplos e o método DCF em conjunto eram os métodos mais utilizados pelos analistas. Neste sentido, e corroborada por parte da literatura a solidez e robustez da utilização do método DCF em conjunto com o método dos múltiplos, utilizar-se-á este conjunto na avaliação da Braga SAD.

Segundo Guy Parmentier e Bart Cuypers (2012), proceder à avaliação de uma empresa começa por decidir entre uma abordagem da perspectiva do acionista (*Equity approach*) ou uma abordagem da perspectiva da entidade como um todo (*Entity approach*). Sabendo que se pretende fazer uma avaliação na perspectiva da entidade como um todo, existem dois métodos principais que se destacam no DCF, o *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) e o *Adjusted Present Value* (APV). A principal razão para a escolha entre FCFF e o APV é a estrutura de capital e a sua alteração ao longo do tempo. Se por um lado o APV é mais utilizado no caso de existirem grandes alterações na estrutura de capital ao longo do tempo, o FCFF é mais utilizado quando se pressupõe que a estrutura de capital se mantém constante ao longo do tempo. Neste sentido, no DCF ir-se-á optar pela utilização do FCFF visto que é expectável que a estrutura de capital da Braga SAD se mantenha constante ao longo do tempo.

3.1 FREE CASH FLOW TO FIRM (FCFF) – AVALIAÇÃO ABSOLUTA

O FCFF analisa o valor da empresa como um todo, independentemente da forma de financiamento, representando assim a riqueza gerada para todos os financiadores da empresa. Para esta análise será necessário calcular primeiro o FCFF de cada período através da seguinte fórmula:

$$FCFF_t = RO * (1 - t) + Depreciações - Capex - \Delta NFM$$

Onde:

- RO – Resultado operacional
- t – Imposto sobre os lucros
- Capex – Despesas de Capital
- ΔNFM – Variação das Necessidades de Fundo de Maneio

De forma a obter o valor presente da empresa será necessário descontar o valor de FCFF pela taxa do custo médio ponderado de capital - *Weighted-Average Cost of Capital* (WACC). O WACC é calculado pela seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * k_e + \frac{D}{E + D} * k_d * (1 - t)$$

Onde:

- E – Valor de mercado do capital próprio
- D – Valor de mercado da dívida
- k_e – Custo do capital próprio
- k_d – Custo da dívida
- t – Imposto sobre os lucros

Tendo em conta que se pretende avaliar a empresa para além do período finito, será necessário assumir que os *cash flows* vão crescer a uma taxa constante (g), após o último período em análise, permitindo determinar o valor terminal. O valor terminal é calculado através da seguinte fórmula:

$$Valor\ Terminal = \frac{FCFF_t * (1 + g)}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^t}, \text{ sendo } g - \text{taxa de crescimento constante}$$

Após o apuramento do FCFF, do WACC e do valor terminal é possível apurar o valor da empresa como se segue:

$$Valor\ da\ empresa = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF}{(1 + WACC)^t} + Valor\ terminal$$

3.2 MÉTODO DOS MÚLTIPLOS – AVALIAÇÃO RELATIVA

A avaliação através do método dos múltiplos permite, de uma forma mais simples e útil, complementar o resultado que se obteve através do DCF. Na avaliação através do DCF o objetivo é encontrar o valor dos ativos tendo em conta os seus fluxos de caixa, crescimento e risco. Na avaliação relativa, o objetivo é avaliar os ativos com base na forma como ativos semelhantes estão a ser avaliados no mercado atual (Damadoran, 2002).

Dentro da avaliação relativa existem dois componentes essenciais. Primeiro, avaliar os ativos numa base relativa, como por exemplo, através do lucro (Price to Earnings), através do valor contabilístico (Price to Book Value), em relação ao volume de negócios (Price to Sales), entre outros. Em segundo, encontrar empresas similares (Peers Group), algo que é difícil tendo em conta que empresas similares são empresas com potencial de crescimento, risco e fluxos de caixa similares (Damodaran, 2002).

Os múltiplos que se irá utilizar têm por base a capitalização de mercado (*Market capitalization – MKC*), e dividem-se em três grupos:

- Grupo 1 – Tendo em conta os resultados

$$\frac{MKC}{EBIT}, \frac{MKC}{EBT} \text{ e } \frac{MKC}{RL} \text{ onde } MKC = \text{Preço por ação} * \text{Número de ações}$$

- Grupo 2 – Tendo em conta os rendimentos

$$\frac{MKC}{\text{Rend. Operacional}} \text{ e } \frac{MKC}{\text{Rend. Operacional excluindo transações com atletas}}$$

- Grupo 3 – Tendo em conta o valor do plantel em ativo

$$\frac{MKC}{\text{Valor Plantel}}$$

A realidade é que a avaliação de empresas não é uma ciência exata. Os modelos que se utiliza podem ser quantitativos, mas os pressupostos e os *inputs* estão sujeitos a subjetividade. Existirá sempre algum grau de incerteza sobre os números finais, justificada pelas suposições que se fez sobre o futuro da empresa, da economia e da indústria. Para minimizar o grau de incerteza é crucial fazer uma análise detalhada sobre os vários fatores (internos e externos) que influenciam a avaliação da empresa. Neste sentido, antes de se proceder à avaliação da empresa ir-se-á examinar, nos

próximos capítulos, diversos fatores que irão influenciar o resultado da avaliação da empresa.

4 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

O Sporting Clube de Braga (SC Braga) é um clube desportivo fundado a 19 de janeiro de 1921, na cidade de Braga. O SC Braga identifica-se como um clube eclético onde para além do futebol, a sua principal atividade, se distingue em modalidades como atletismo, futsal, taekwondo, basquetebol, futebol de praia, entre outras, contando com vários títulos a nível nacional e internacional. Em 1998, o SC Braga cria a Sporting Clube de Braga – Futebol, SAD (doravante Braga SAD) destinada a gerir o futebol profissional do clube. A Braga SAD, cotada na Bolsa de Valores de Lisboa, *Euronext Lisbon*, atinge, a 14 de janeiro de 2022, uma cotação histórica de 10,8€.

No futebol profissional, o SC Braga tem vindo fazer história, cada vez mais afirmando-se como o 4º maior clube em Portugal. Atualmente, trata-se do 6º clube português com mais títulos, do 6º clube com maior número de sócios (até 2021, era o 4º clube com maior número de sócios), do 4º com mais épocas consecutivas na primeira liga do futebol nacional, do 4º clube com maior valor de mercado e do 4º clube com melhor prestação nas competições europeias.

Nos últimos doze anos, apenas por duas vezes o SC Braga não conseguiu garantir um dos quatro primeiros lugares do campeonato nacional tendo, inclusivamente, na época 2009/10 alcançado o 2º lugar, com apenas cinco pontos a menos que o campeão SL Benfica. Na época 2010/11 alcançou o seu maior feito histórico em competições internacionais, com a chegada à final da *UEFA Europa League* contra o FC Porto. A sua performance ao longo dos anos, alcançando com consistência os quatro primeiros lugares do campeonato, permitiram ao SC Braga aceder de forma regular às competições internacionais da UEFA, encontrando-se em junho de 2022 na 35ª posição do *ranking* da UEFA, à frente de campeões europeus como AC Milan, Olympique Marseille, Celtic FC ou Estrela Vermelha, estabelecendo-se como o quarto clube português com melhor classificação a nível internacional.

O SC Braga, à semelhança dos “3 grandes” em Portugal, destaca-se como um formador de excelência, reconhecido a nível nacional e internacional. Da academia do

SC Braga já saíram nomes como João Trincão para o Futebol Clube Barcelona (31 milhões de euros), Luis “Pizzi” Fernandes para o Atlético de Madrid (11,5 milhões de euros), Pedro Neto para a Lazio (11 milhões de euros), Tiago Mendes para o SL Benfica (2,5 milhões de euros), entre muitos outros.

4.1 GESTÃO

À data do presente estudo, e após terem vencido o ato eleitoral para o quadriénio 2021/25, com 85,4% dos votos, os órgãos sociais da Braga SAD são liderados por António Salvador da Costa Rodrigues, Presidente do Conselho de Administração; José Manuel Ferreira Fernandes, Presidente da Assembleia Geral; Gaspar Vieira de Castro, Presidente do Conselho Fiscal e Luís Manuel Viana Machado, Presidente do Conselho Geral. No Conselho de Administração, juntamente com António Salvador, encontram-se Carlos Pereira, Gaspar Borges, Hugo Vieira, Manuel Serino, Cláudio Couto, Hernâni Portovedo, Manuel Costa e Paulo Resende.

A história do atual presidente da Braga SAD começa há cerca de 20 anos após a demissão de João Gomes de Oliveira, em 2002, quando o clube rumava sem presidência perante um clima de tensão e uma profunda crise financeira, até que a 26 de fevereiro de 2003, António Salvador foi convidado a assumir a presidência. Desde então e perante a sua gestão, o SC Braga tem alcançado resultados ímpares na sua história fazendo renascer o clube das suas profundezas e catapultando o clube como a quarta maior potência do futebol português.

4.2 ESTRUTURA ACIONISTA

O capital social da Braga SAD está representado por 1 200 000 ações nominativas e escriturais de valor nominal unitário de 5 euros, sendo 443 812 de categoria A e 756 188 da categoria B. As ações de categoria A são as detidas pelo Sporting Clube de Braga e possuem os privilégios consignados na lei (Decreto-Lei n.º 10/2013, de 25 de janeiro) e nos estatutos da Braga SAD.

A estrutura acionista da Braga SAD, à data do último relatório e contas (2020/21), divide-se em três principais grupos. Em primeiro lugar, o Sporting Clube de Braga com uma participação de 36,98%, em segundo lugar, a Olivedesportos SGPS, S.A. com uma participação de 21,67% e, em terceiro lugar, com uma participação de

17,04%, encontra-se a *Sundown Investments Limited*. Os restantes 24,31% de participações são um agregado de várias participações de particulares e/ou entidades que se encontram classificados como “Outros”. É ainda importante referir que Manuel Serino, Gaspar Borges e Paulo Resende, membros do Conselho de Administração, são titulares de ações da Braga SAD (Manuel Serino – 3 750 ações; Gaspar Borges² – 13 479 ações; Paulo Resende – 100 ações) tendo em conjunto 17 329 ações, que representa uma participação de 1,44%.

5 ANÁLISE ESTRATÉGICA

5.1 5 FORÇAS DE PORTER

Ameaça de produtos substitutos – Muito baixa

O futebol é considerado o desporto mais popular do mundo, sendo inequivocamente o desporto rei em Portugal e na Europa. O futebol continua a crescer e muito dificilmente poderá ser ameaçado por qualquer outro desporto. Para além de ser o desporto mais popular, no futebol os fãs têm uma enorme paixão e lealdade pelo seu clube, o que faz com que a ameaça de produtos substitutos seja muito baixa se não inexistente.

Ameaça de entrada de novos concorrentes – Baixa

Na indústria do futebol, teoricamente, não existem barreiras à entrada de novos clubes. No entanto, cada clube tem de começar pela última divisão e fazer a subida para a principal divisão do seu país. Esta subida para a principal divisão de futebol é algo que exige capital, tempo, competência, esforço e dedicação derivado da alta competitividade que existe para a alcançar. Para além disso, os atuais concorrentes da indústria estão atentos ao sucesso de “novos” clubes e olham muitas vezes para estes clubes como potenciais alvos para compra de jogadores e treinadores pelo poder negocial que têm sobre os mesmos. Neste sentido, e tendo em conta que o Braga se mantém na principal divisão de futebol há mais de 45 anos, tendo conseguido alcançar o estatuto de quarta maior potência desportiva nacional, apenas atrás de SCP, SLB e FCP, os reconhecidos “três grandes”, poder-se-á estabelecer que o risco de ameaça da entrada de novos concorrentes é baixa.

² Enquanto acionista da Sociedade ABB – Alexandre Barbosa Borges, SA

Poder de negociação dos clientes – Baixo & Médio

Na indústria do futebol existem dois tipos de clientes – Os adeptos do clube e os clubes interessados em comprar jogadores e treinadores do clube.

Os adeptos, derivado da sua paixão, lealdade e identificação vicária ao clube possuem um poder de negociação baixo na medida em que a procura não varia muito consoante o preço dos bilhetes, das quotas, o preço do merchandising, entre outras atividades comerciais, revelando de certa forma uma procura inelástica.

Relativamente à segunda categoria de clientes, é importante denotar que para os clubes em Portugal é essencial retirar mais-valias da venda dos seus ativos de forma a alcançar estabilidade financeira. Esta situação torna-se ainda mais evidente quanto menor a dimensão e capacidade financeira do clube. No caso do Braga, quando um clube de maior dimensão (quer a nível nacional quer internacional) procura comprar um dos seus ativos, é difícil as propostas serem rejeitadas, dada a necessidade que o clube tem em vender para equilibrar as suas contas. Não obstante, o Braga tem vindo a conseguir cada vez mais aumentar o valor pelo qual os seus ativos são vendidos, através de um crescente poder de negociação com os outros clubes, pela estabilidade financeira que tem vindo a atingir, pelo crescimento que tem vindo a conseguir e pela valorização que o clube e os seus ativos tem vindo a alcançar. Neste sentido, pode-se afirmar que o poder de negociação deste grupo de clientes é médio.

Poder de negociação dos fornecedores – Médio-Alto & Alto

Na indústria do futebol, poder-se-á identificar dois tipos de fornecedores – Patrocinadores e clubes aos quais se pretende adquirir jogadores e/ou treinadores.

O Braga subdivide os patrocinadores em: Main Sponsors, Technical Sponsors e Oficial Partners. Dentro dos patrocinadores destaca-se os seis Main Sponsors, a Sagres, patrocinadora do Braga há mais de uma década, a SABSEG patrocinadora desde 2016, a Betano.pt e AMCO patrocinadores desde 2019, a 4Moove patrocinadora desde 2020 e a Auditiv e Só Barroso patrocinadores desde 2021. A receita conseguida em patrocínios tem vindo a aumentar de forma significativa de ano para ano tendo chegado ao valor de três milhões de euros em 2021, cerca do triplo do que se conseguiu em 2019. A longevidade e continuação dos patrocínios é algo difícil de

manter e encontrar, mas algo crítico para o clube. Sendo assim, o poder negocial dos patrocinadores é médio-alto.

Relativamente ao segundo grupo de fornecedores, o Braga não tem capacidade nem estrutura financeira para competir em negociações com os denominados “grandes clubes” (nacionais e internacionais) que dispõem de orçamentos muito superiores. O Braga é um clube formador e “vendedor”, conseqüentemente, vê-se muitas vezes forçado a procurar clubes de menor dimensão como clubes alvo para a aquisição de novos ativos a preços que consigam corresponder e que possibilitem uma futura mais-valia. Ora, tendo em conta as restrições financeiras que o Braga tem na procura de novos jogadores e treinadores, é perceptível que o poder negocial dos fornecedores é alto.

Rivalidade entre concorrentes – Alta

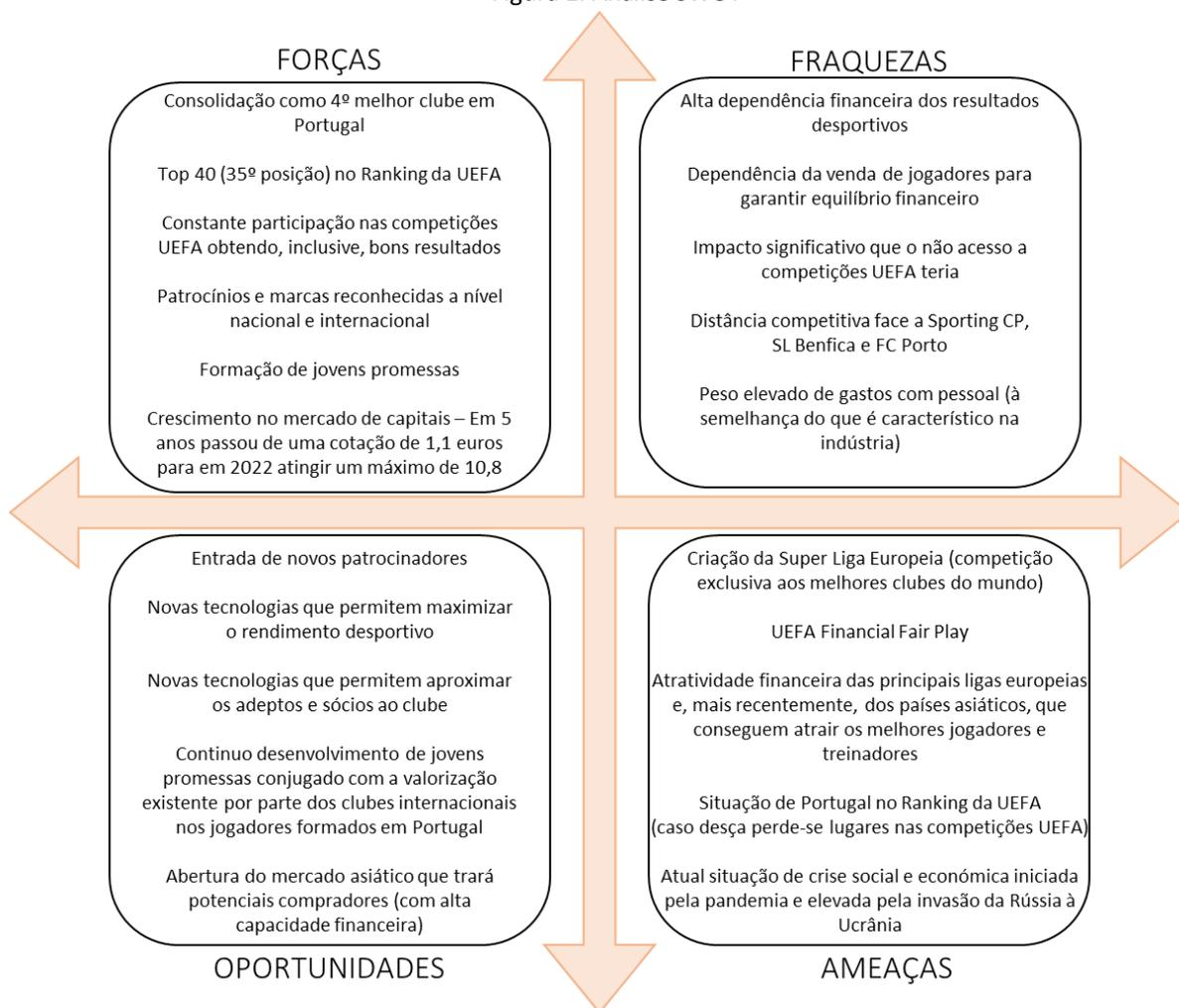
Na indústria do futebol, a rivalidade entre concorrentes pode ser dividida em dois níveis – A nível nacional e a nível internacional.

Em termos nacionais, como foi referido antes, o Braga consagrou-se a quarta potência desportiva em Portugal sendo apenas ultrapassado por SLB, SCP e FCP, os três crónicos candidatos ao título nacional. Apesar de o Braga ter vindo a crescer na tentativa de conseguir competir na luta pelo título, a distância competitiva acaba por ainda se revelar diferenciadora. A rivalidade entre concorrentes a nível nacional é alta.

Em termos internacionais, o Braga encontra-se no 35º lugar do ranking da UEFA, ranking liderado por Bayern Munique (1º), Liverpool (2º), Manchester City (3º), Real Madrid (4º), entre vários outros colossos do futebol europeu. A realidade é que os orçamentos e condições que estes clubes possuem e oferecem aos seus jogadores e treinadores são completamente distintos da realidade do Braga, o que faz com que haja um grande desfasamento competitivo entres estes clubes e o Braga. A rivalidade entre concorrentes a nível internacional é Muito Alta. No entanto, é importante realçar que o Braga tem vindo a fazer grandes competições a nível internacional, na UEFA Europa League, o que permitiu que desde 2016 tenha subido do 55º lugar do ranking UEFA para o atual 35º.

5.2 ANÁLISE SWOT

Figura 1: Análise SWOT



Fonte: Elaboração própria

6 ANÁLISE ECONÓMICA

O romper da pandemia Covid-19, em 2020, teve efeitos catastróficos em toda a economia mundial, que levarão décadas a ser recuperados e que trouxeram níveis de incerteza elevadíssimos. A 24 de Fevereiro de 2022, poder-se-á dizer o dia mais negro do ano, dá-se o início de uma guerra com a invasão da Rússia à Ucrânia fazendo disparar todos os alarmes e multiplicando em larga escala os níveis de incerteza que foram introduzidos pela pandemia. É dentro de um contexto de pandemia e de guerra que se projeta um futuro incerto.

Através de dados divulgados pelo Banco de Portugal no Boletim Económico (BE) de junho de 2022, foram revistas as projeções para o triénio 2022-2024, relevando que a economia portuguesa deverá manter um perfil de crescimento apesar dos elevados

níveis de incerteza. O Produto Interno Bruto (PIB) deverá crescer 6,3% em 2022 e convergir para taxas mais próximas do ritmo estimado de crescimento de longo prazo, com 2,6% em 2023 e 2% em 2024. A expansão da atividade económica traduz-se num aumento do emprego e numa redução da taxa de desemprego, projetando-se uma taxa de desemprego de 5,4% em 2024, 1,2 pontos percentuais a menos que em 2021 com 6,6%. Relativamente à taxa de inflação projeta-se um aumento em 2022 para 5,9% reduzindo-se para 2,7% em 2023 e 2,1% em 2024. As pressões inflacionistas externas sobre o preço dos bens aumentaram, refletindo a subida forte e generalizada dos preços das matérias-primas internacionais, principalmente o petróleo e o gás natural, e o impacto das disrupções nas cadeias de distribuição global sobre os preços de diversos bens e os custos de transporte. Estes efeitos, assumindo que não se verifica uma escalada do conflito, dissipam-se no horizonte de projeção, mas são parcialmente contrabalançados por pressões acrescidas sobre salários e preços, num contexto de utilização mais intensiva dos recursos na economia portuguesa (BE, junho de 2022). Em relação às taxas de juro é esperado um aumento gradual das taxas de juro de forma a combater os níveis de inflação, tendo inclusivamente o Banco Central Europeu (BCE) confirmado a subida das taxas de juro em julho de 2022 em 0,25 pontos percentuais, sinalizando ainda que espera voltar a aumentar as taxas de juro em setembro do mesmo ano.

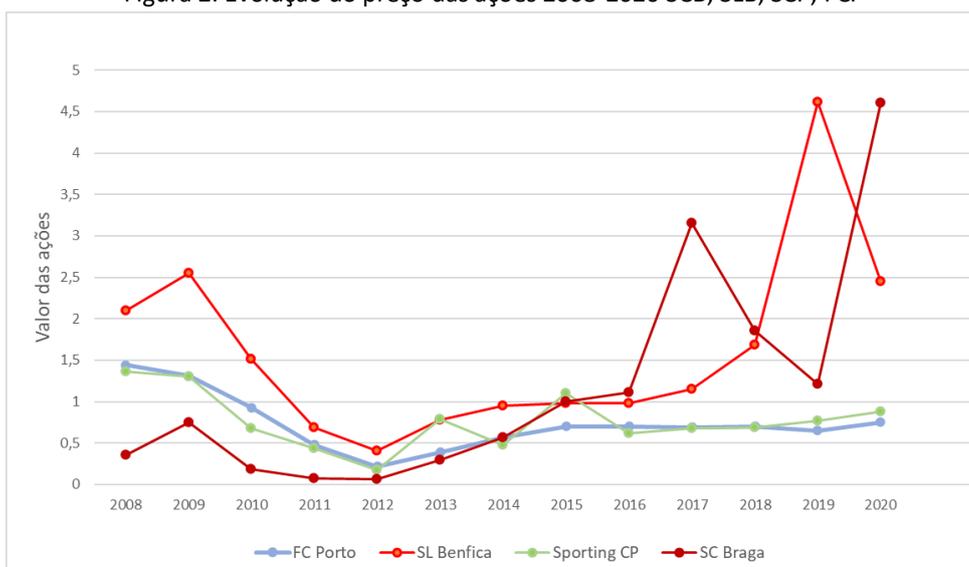
O contexto de guerra aliado a um período pandémico criou um quadro económico, social e geopolítico de enorme incerteza e insegurança onde o risco de cenários ainda mais adversos não pode ser ignorado. O acompanhamento próximo dos indicadores que poderão sinalizar riscos para a estabilidade de preços a médio prazo continuará a revestir-se de elevada importância. Nomeadamente, a importância de acompanhar a evolução das expectativas de inflação, dos salários e das expectativas de taxas de juro. A economia global traduziu-se em elevada incerteza, em ajustamentos constantes no comportamento das famílias e das empresas em flutuações de atividade económica não habituais e heterogéneas entre setores, que tornam a compreensão da evolução de preços complexa (BE, junho de 2022).

6.1 FATOR ECONÓMICO NA INDÚSTRIA DO FUTEBOL PORTUGUÊS

A economia, o seu contexto e o seu estado afeta qualquer indústria e qualquer empresa quer seja de forma positiva ou negativa. O poder de compra das famílias, a inflação dos preços, as taxas de juro, entre outros fatores, são elementos externos que têm um grande impacto na atividade das empresas e os clubes de futebol não são exceção.

Na Figura 2 podemos observar a evolução das ações dos clubes portugueses FCP, SLB, SCP e SC Braga no período compreendido entre 2008 e 2020. Desta análise é perceptível o efeito que a economia tem nas ações dos quatro clubes. O mercado de ações envolve várias variáveis explicativas ao comportamento das ações de uma empresa (variáveis externas e internas). No entanto, é notável que a partir do ano de 2009 as ações dos quatro clubes tiveram o mesmo comportamento de queda, uma representação clara da inquietação e insegurança que a regressão económica a nível global (com grande efeito em Portugal) provocou nos mercados financeiros. E tal como os clubes apresentaram o mesmo comportamento de perda, a partir de 2012 os clubes apresentaram um movimento ascendente no valor das suas ações, símbolo de uma maior confiança e normalização dos mercados financeiros. O nível das oscilações e o nível do crescimento das ações de cada clube é representativo de características internas, como por exemplo, os resultados desportivos e financeiros que cada um apresenta. No entanto, é de notar que existem características internas singulares no mercado de capitais quando as empresas em causa são clubes de futebol. Através de um estudo realizado por Zuber et al. (2005), onde analisam a performance de mercado de clubes da *Premier League*, os autores concluem que o perfil dos investidores nos clubes de futebol representa um tipo de investidor que é insensível à informação financeira tradicional, ao qual apelidam de investidor-fã. Um tipo de investidor que pela conexão e paixão pela sua equipa, vê o sucesso em campo e os resultados desportivos incomparavelmente mais importantes do que a condição financeira do clube e a sua capacidade ou não para gerar dinheiro. Contudo, os quatro clubes apresentarem a mesma tendência de regressão em 2009 e de crescimento em 2012 o que é significativamente influenciado pelo fator externo – a economia.

Figura 2: Evolução do preço das ações 2008-2020 SCB, SLB, SCP, FCP



Fonte: Adaptado de Investing.com

Por outro lado, se no mesmo período de análise (2008-2020) se observar a evolução do número de espetadores médio por clube, é perceptível uma outra realidade. Neste caso não existe uma tendência geral, pelo que se em 2009, para FCP e SCP se verificou uma queda do número de espetadores, para SLB e SC Braga existiu um aumento. Em todos os anos existe uma oscilação no número de espetadores de cada clube, sem haver uma tendência de crescimento ou decréscimo revelado pelo fator externo - economia. O que se poderá depreender destes dados é que o desempenho desportivo de cada clube (classificação) é um fator chave para o número de espetadores. Tendencialmente, nos anos que os clubes conseguiram melhores classificações (fator interno), tiveram um maior número de espetadores.

Os clubes de futebol não são imunes ao fator economia, porém, existem fatores que não são cíclicos, ou seja, que dependem do clube e do seu desempenho mais do que o contexto e o estado da economia. Esta situação poder-se-á explicar pela característica especial do desporto, onde mais uma vez a paixão enraizada dos fãs e a sua lealdade se revela diferenciadora.

A subida da inflação acarreta consequências a vários níveis, nomeadamente, ao nível da subida dos gastos. A subida da taxa de juro leva também a uma subida dos gastos e desincentiva ao investimento. O sentimento de incerteza e insegurança das famílias, dos investidores e das empresas leva muitas vezes à criação de poupança e à aversão ao investimento, uma realidade que para clubes cotados como é o caso da Braga SAD traz consequências no valor das suas ações. Estes e outros fatores

económicos, em conjunto, são importantes para as finanças de um clube de futebol. Se derivado do efeito económico os clubes começam a perder receitas nas suas atividades e apresentam uma maior estrutura de gastos, terão maior dificuldade em manter ou adquirir os melhores treinadores e os melhores jogadores o que, por consequência, os fará perder competitividade. Perdendo competitividade, deixariam de atingir objetivos desportivos essenciais, que os faria perder outras receitas como seja patrocínios e prémios de competição (atingir determinada posição, ganhar uma competição, entre outros), o que em última instância leva à perda do seu valor.

7 AVALIAÇÃO

7.1 FCFF

7.1.1 EBIT

Os rendimentos operacionais mais proeminentes da Braga SAD provêm da rubrica vendas e prestações de serviços onde se insere direitos de transmissão, patrocínios e publicidade, vendas de merchandising, bilheteira e pacotes *corporate* (lugares cativos), e da rubrica outros rendimentos onde se salienta a receita da participação em competições (europeias e nacionais) e rendimentos em transações de atletas. Relativamente aos gastos operacionais salienta-se os fornecimentos e serviços externos (FSE), gastos com pessoal, custo das mercadorias vendidas (CMV) e ainda outros gastos.

Antes de passar para os pressupostos propriamente ditos, é necessário destacar que em toda a avaliação ter-se-á em conta a taxa de inflação projetada pelo Banco de Portugal, referida na análise económica, de 5,9% em 2022, 2,7% em 2023 e 2,1% 2024 onde, para efeitos de análise, manter-se-á o valor de 2,1% para 2025 e 2026. Neste sentido, o valor anual de cada rubrica será a soma entre o pressuposto (crescimento ou declínio) e a taxa de inflação de cada ano.

Na Tabela 1 é possível observar o histórico dos últimos quatro anos das rubricas de rendimentos e gastos que compõem o rendimento operacional da Braga SAD. Também é possível observar o peso de cada rubrica de rendimentos no total dos rendimentos, bem como o peso de cada rubrica de gastos no total dos gastos, e ainda a variação percentual de cada rubrica em comparação com o valor do ano anterior. Da

análise dos dados históricos, é possível identificar que, por ordem e de forma geral, as rubricas com maior peso no total dos rendimentos são os rendimentos com transações de atletas (38,4% em média), seguido das receitas em competições europeias (19,4%), dos direitos de transmissão (16,4%) e dos patrocínios e publicidade (3,9%). Do lado dos gastos, tem-se os gastos com pessoal (60,3%) e FSE (32,3%) como rubricas com maior peso no total dos gastos. É possível perceber também que enquanto o total dos gastos aumentou de 2018 a 2021, no total dos rendimentos houve variações, apresentando um crescimento de 2018 a 2020 e um decréscimo de 2020 a 2021.

Tabela 1: Informação histórica - Peso cada rubrica na sua categoria e variação anual

Período	2018		2019		2020		2021	
Vendas e prestações de serviços	% Total rendimentos	Δ Valor	% Total rendimentos	Δ Valor	% Total rendimentos	Δ Valor	% Total rendimentos	Δ Valor
Direitos de transmissão	18,9%	21%	17,5%	18%	9,9%	-17%	19,49%	29%
Patrocínios e publicidade	3,4%	6%	2,7%	3%	3,1%	43%	6,31%	32%
Vendas de merchandising	1,3%	21%	1,1%	7%	0,6%	-23%	1,02%	23%
Pacotes <i>corporate</i>	3,7%	-8%	3,0%	7%	2,0%	1%	0,02%	-13320%
Receitas de bilheteira	2,1%	2%	1,6%	-2%	1,2%	17%	0,01%	-13767%
Outros	0,1%	18%	0,6%	92%	0,3%	-25%	0,14%	-249%
TOTAL	9 883 881 €	14%	11 658 537 €	15,2%	11 439 443 €	-1,9%	12 936 649 €	11,6%
% Total rendimentos	29,37%		26,41%		17,13%		26,99%	
Outros rendimentos	% Total rendimentos	Δ Valor	% Total rendimentos	Δ Valor	% Total rendimentos	Δ Valor	% Total rendimentos	Δ Valor
Receita competições europeias	21,1%	19%	0,8%	-1995%	16,1%	97%	20,8%	-8%
Receita competições nacionais	0,4%	-161%	1,0%	74%	0,7%	-2%	2,0%	53%
Rend/gastos com transações atletas	26,7%	-72%	46,6%	56%	35,9%	14%	44,4%	-13%
Empréstimo de atletas	18,1%	95%	13,7%	0%	0,6%	-1476%	1,8%	56%
Outros	4,3%	28%	11,4%	71%	30,0%	75%	4,0%	-949%
TOTAL	23 770 741 €	4%	32 489 562 €	26,8%	55 328 497 €	41,3%	34 992 179 €	-58,1%
% Total rendimentos	70,63%		73,59%		82,87%		73,01%	
Gastos	% Total gastos	Δ Valor	% Total gastos	Δ Valor	% Total gastos	Δ Valor	% Total gastos	Δ Valor
Custo das mercadorias vendidas	0,7%	41,6%	0,8%	19,3%	0,7%	2,6%	0,7%	15,9%
FSEs	32,9%	28,8%	34,2%	8,4%	35,8%	24,3%	26,4%	-17,4%
Gastos com pessoal	60,5%	23,2%	59,6%	2,8%	54,9%	9,3%	66,2%	35,2%
Outros	6,0%	-0,5%	5,4%	-5,4%	8,6%	89,6%	6,7%	-13,5%
TOTAL	-29 684 029 €	23%	-30 956 346 €	4%	-36 747 647 €	19%	-41 177 353 €	12%

Fonte: Adaptado de Relatório e Contas Braga SAD (2017-2021)

Com base na performance desportiva do Braga e atuais tendências de crescimento, prevê-se que o Braga irá conseguir manter a sua presença nas competições europeias, bem como manter o seu sucesso desportivo a nível nacional (competir com os três grandes), fatores determinantes na avaliação da empresa. Começando por analisar as rubricas de vendas e prestações de serviços: Nos direitos de transmissão prevê-se um aumento sucessivo, por força do contínuo crescimento do Braga a nível desportivo, participando de forma regular nas melhores competições

européias (*Market Pool*³), tornando-se mais atrativo e valorizado, permitindo obter melhores contratos na venda dos seus direitos de transmissão. Neste mesmo sentido, e seguindo a mesma lógica prevê-se também um aumento acentuado no valor de patrocínios e publicidade, pelo poder de marca que a Braga SAD tem vindo a conseguir criar e potenciar onde, mais uma vez, a regular participação e competitividade nas principais competições nacionais e europeias se torna um fator decisivo. Relativamente às vendas de merchandising, receitas de bilheteira, pacotes corporate e ainda outros rendimentos, foi feita a média das receitas de anos anteriores sendo que, nas receitas de bilheteira e pacotes corporate, excluiu-se o ano de 2021 pelas interdições provocadas pela pandemia. Com base nestes pressupostos, o global das vendas e prestações de serviços irá apresentar crescimento de ano para ano.

Relativamente ao grupo outros rendimentos: Nas receitas de participação em competições europeias e competições nacionais, prevê-se que os valores sejam em linha com o alcançando em anos anteriores, excluindo o ano de 2019, ano em que a receita de competições europeias foi praticamente inexistente derivado da eliminação do Braga na 3^o pré-eliminatória da *UEFA Europa League*. Nos rendimentos de transações com atletas perspectiva-se que haja um aumento gradual derivado da crescente valorização do plantel e do aumento do poder negocial da Braga SAD, sendo que o mesmo aumento se torna expectável para os rendimentos com empréstimos de atletas. Por último, a rubrica outros dentro do grupo de outros rendimentos foi obtida através da média dos valores de anos anteriores. Sendo assim, o total do grupo de outros rendimentos irá também crescer de ano para ano.

Ao nível dos gastos operacionais foi calculada a média de anos anteriores do peso das rubricas FSE, gastos com pessoal e outros gastos, no total dos rendimentos operacionais excluindo transações com atletas. Para a rubrica CMV, tendo em conta que a mesma é essencialmente constituída por artigos desportivos e outros produtos de merchandising, em comercialização nas lojas oficiais da Braga SAD, foi calculada a média de anos anteriores do peso do CMV nas vendas de merchandising. Para efeitos

³ Componente variável de prémios atribuído pela UEFA aos clubes participantes nas suas competições, correspondente ao valor dos direitos televisivos, valor que varia consoante dimensão do mercado do país de origem, posição final alcançada na liga doméstica e o número de jogos realizados na edição corrente das competições UEFA.

de análise manteve-se o peso de cada rubrica face ao seu respetivo indicador, em todo o período em análise. À semelhança das vendas e prestações de serviços e dos outros rendimentos, o total dos gastos operacionais aumenta de ano para ano.

No Anexo G: Pressupostos para o apuramento do EBIT, encontra-se um quadro resumo com os pressupostos utilizados para o apuramento do EBIT.

7.1.2 CapEx

O CapEx representa investimentos ou despesas de capital utilizado pela empresa para adquirir, atualizar e manter ativos imobilizados e ativos intangíveis.

As rubricas relevantes do ativo da Braga SAD para o cálculo do CapEx são os ativos fixos tangíveis, ativos intangíveis e depreciações/amortizações. O ativo fixo tangível da Braga SAD é constituído por edifícios e construções, equipamento básico, equipamento de transporte, equipamento administrativo e ainda uma pequena porção de outros ativos fixos tangíveis. O ativo intangível é constituído em mais de 97% pelo valor do plantel sendo a restante parte composta por outros ativos intangíveis. As depreciações/amortizações contém todos os elementos presentes no ativo fixo tangível e no ativo intangível, no entanto, o principal valor desta rubrica é representado por amortizações do plantel (mais de 80%).

Relativamente ao ativo fixo tangível, existiu um investimento significativo, em 2021, por parte da Braga SAD, na edificação da segunda fase da cidade desportiva Sporting Clube de Braga. Neste sentido, é expectável que doravante este valor se mantenha relativamente constante nos próximos anos face ao apresentado em 2021. Já o ativo intangível e, em especial, o valor do plantel, tem apresentado um grande crescimento (em 2021, face a 2017, aumentou 60% do valor do plantel em ativo intangível), sendo expectável que continue a crescer. O valor do plantel em ativo intangível não apresentou um crescimento constante ao longo dos últimos 5 anos (crescia muito num ano, diminuía um pouco no seguinte e assim sucessivamente), no entanto, tendo em conta que não é realista prever em que momentos se dará estas flutuações, optou-se por definir uma taxa constante de crescimento de 1% ao ano. Em relação ao valor de depreciações/amortizações foi calculado em proporção do valor do ativo. Com base nestes pressupostos é possível obter o valor de CapEx.

Tabela 2: Cálculo do CapEx

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Δ Ativos fixos tangíveis	7 820 658 € -	869 497 €	434 748 € -	217 374 €	108 687 € -	54 344 €
Δ Ativos intangíveis - valor do plantel -	1 191 032 €	1 704 605 €	977 134 €	848 971 €	875 289 €	902 423 €
Δ Outros ativos intangíveis	159 255 €	29 516 €	12 279 €	12 475 €	12 675 €	12 877 €
Depreciações e amortizações	8 787 007 €	9 827 770 €	10 220 520 €	10 629 488 €	11 055 364 €	11 498 867 €
CAPEX	15 575 888 €	10 692 394 €	11 644 682 €	11 273 560 €	12 052 015 €	12 359 824 €

Fonte: Elaboração própria

7.1.3 Necessidades de fundo de maneo

As rubricas referentes às NFM foram obtidas através da média dos anos anteriores, exceto as rubricas clientes e fornecedores. O saldo da rubrica clientes é fundamentalmente de operações com atletas, dado que a grande maioria das operações com direitos de atletas são pagas pelos clientes em vários intervalos e não de uma só vez. Neste sentido, a rubrica clientes foi apurada tendo em conta o peso do valor de clientes face ao rendimento operacional relativo a operações com direitos de atletas, nos últimos cinco anos. O peso obtido de clientes em ativo corrente foi de 56% do rendimento operacional relativo a operações com direitos de atletas, utilizando-se esta proporção para todo o período em análise. Relativamente à rubrica fornecedores esta é constituída essencialmente pelos montantes a pagar no âmbito do fornecimento de bens e serviços (FSE), pelo que o valor em fornecedores foi apurado face ao valor de FSE de cada ano. A média dos últimos cinco anos resultou num peso de aproximadamente 20% do valor de FSE, peso que se manteve para todo o período. Com base nestes pressupostos foi possível apurar as NFM⁴ e a sua variação anual.

Tabela 3: Apuramento Necessidades Fundo Maneio e Variação anual

Rubricas	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Clientes	8 562 483 €	15 061 373 €	14 547 091 €	14 643 666 €	15 375 244 €	15 464 700 €
Inventários	1 558 848 €	436 666 €	427 635 €	426 777 €	427 897 €	438 768 €
Estado e outros entes públicos	291 406 €	291 406 €	291 406 €	291 406 €	291 406 €	291 406 €
Outros créditos a receber	1 045 143 €	975 727 €	1 048 946 €	1 095 565 €	1 057 726 €	1 089 828 €
Diferimentos (exploração)	1 774 180 €	2 263 122 €	2 120 267 €	2 095 626 €	2 205 025 €	2 185 253 €
Necessidades Ciclicas	13 232 060 €	19 028 294 €	18 435 345 €	18 553 039 €	19 357 298 €	19 469 955 €
Fornecedores	2 478 371 €	2 562 985 €	2 764 274 €	2 934 667 €	3 089 766 €	3 256 479 €
Estado e outros entes públicos	781 204 €	781 204 €	781 204 €	781 204 €	781 204 €	781 204 €
Outras dívidas a pagar	26 426 478 €	27 985 640 €	28 741 252 €	29 344 819 €	29 961 060 €	30 590 242 €
Diferimentos (exploração)	8 758 €	636 206 €	1 185 451 €	740 008 €	829 019 €	694 166 €
Recursos ciclicos	29 694 811 €	31 966 035 €	33 472 181 €	33 800 698 €	34 661 049 €	35 322 092 €
NFM	-16 462 751 €	-12 937 741 €	-15 036 836 €	-15 247 659 €	-15 303 751 €	-15 852 137 €
Δ NFM	- 7 793 751 €	3 525 010 €	- 2 099 094 €	- 210 823 €	- 56 092 €	- 548 386 €

Fonte: Elaboração própria

⁴ A rubrica outras dívidas a pagar é, essencialmente, montantes a pagar em operações com atletas.

7.1.4 WACC

Para obter o WACC é necessário obter o custo do capital próprio (k_e), o custo do capital alheio (k_d), a estrutura de financiamento da empresa (proporção de capital alheio e de capital próprio) e a taxa de imposto (t).

O custo do capital próprio da Braga SAD foi estimado através do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Sendo assim, é necessário obter a taxa de juro sem risco (r_f), o prémio de risco de mercado ($r_m - r_f$), a taxa de imposto (t) e o beta alavancado da empresa (β_l).

De forma a obter a taxa de juro sem risco, extraiu-se do Banco de Portugal o valor das obrigações do tesouro português com maturidade a 5 anos, correspondente ao mês de maio de 2022, com um valor de 1,39%.

O prémio de risco de mercado para Portugal foi extraído da base de dados de Damodaran, e apresenta um valor de 1,88%.

A Braga SAD, está sujeita a imposto sobre o rendimento, em sede de Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas à taxa de 21%, acrescida de derrama municipal de 1,5% e da derrama estadual quando aplicável. Para efeitos de análise ir-se-á considerar o normal de 22,5%.

O beta alavancado da Braga SAD foi obtido através de dois métodos. Em primeiro lugar, uma regressão linear entre a rendibilidade do mercado (r_m) e a rendibilidade da Braga SAD (r_i). Em segundo, através da covariância entre r_m e r_i , dividida pela variância da r_m . O valor obtido do beta alavancado nos dois métodos foi igual, como seria de esperar, tendo este um valor de -0,034. Obtida a informação necessária, apurou-se um custo de capital próprio de 1,32% - Anexo J: Custo do capital próprio.

O custo do capital alheio da Braga SAD foi calculado através de dois métodos. Pela ponderação dos custos de toda a dívida remunerada da Braga SAD no período compreendido entre 2017-2021 e, em segundo lugar, através da soma de três parcelas: Taxa de juro sem risco, risco de incumprimento de Portugal e risco de incumprimento da Braga SAD. Para o primeiro método, a Braga SAD apresentou ao longo deste período, três tipos de dívida remunerada: Empréstimos bancários

(mútuos), locações financeiras e operações de factoring. Face ao valor destes financiamentos e ao custo com juros dos últimos cinco anos, foi possível obter um custo do capital alheio da Braga SAD avaliado em 6,12% - Anexo K: Custo do capital alheio – Primeiro Método.

No segundo método, utilizou-se a taxa de juro sem risco de 1,39%, bem como o risco de incumprimento de Portugal de 1,88% e apurou-se o risco de incumprimento da Braga SAD com base no *Interest Coverage Ratios and Ratings* de Damodaran com um valor de 3,78%. A soma destas três parcelas permitiu obter um custo do capital alheio de 7,05% - Anexo L: Custo do Capital Alheio – Segundo Método. Utilizando a média entre os dois métodos, chegou-se a um valor de 6,59% para o custo do capital alheio, valor que será utilizado na avaliação da Braga SAD.

Relativamente à estrutura de capital é expectável que, em todo o período de análise, se mantenha similar a 2021, ou seja, 58,76% CA e 41,24% CP.

Obteve-se então um WACC de 3,55% para a Braga SAD - Anexo M: Custo Médio Ponderado de Capital – WACC.

7.1.5 Taxa de crescimento pós período em análise – g

Tendo em conta que se pretende determinar o valor da empresa após o período em análise é necessário assumir que os *cash flows* vão crescer a uma taxa de crescimento constante (g). Neste caso, ir-se-á definir uma taxa de crescimento constante a partir de 2026 em diante, de uma forma minimamente conservadora, permitindo minimizar os efeitos de possíveis erros na definição da taxa g, na avaliação da Braga SAD. Adicionalmente, mais à frente ir-se-á proceder a análises de sensibilidade, onde um dos critérios será verificar os efeitos de diferentes taxas de crescimento constante na avaliação da Braga SAD.

As previsões do Banco de Portugal apontam para em 2024 haver um crescimento do PIB em 2% e uma taxa de inflação de 2,1%, valores que segundo o Banco de Portugal se aproximam dos valores do ritmo de crescimento de longo prazo. No entanto, dada a imprevisibilidade e instabilidade reconhecida nos dias de hoje, ir-se-á considerar uma taxa de crescimento constante de 0,5% para a Braga SAD, um valor quatro vezes inferior aos valores do ritmo de crescimento de longo prazo do PIB e da taxa de inflação.

7.1.6 Resultados

Com base nos pressupostos definidos e nos dados obtidos, foi possível proceder à avaliação da Braga SAD através do método dos FCFF. Em primeiro lugar, determinou-se o valor presente dos FCFF da Braga SAD para o período compreendido entre 2022 e 2026, que totalizaram 1 633 764€. De seguida, determinou-se o valor terminal da Braga SAD com um valor de 14 091 660€. Somando o valor presente dos FCFF ao valor terminal obteve-se um valor de 15 725 424€. Subtraindo ao valor anterior o valor da dívida e adicionando o valor em caixa e equivalentes de caixa, obteve-se uma avaliação da empresa em 10 487 308€. Sabendo que o número de ações é de um milhão e duzentas mil, significa que cada ação da Braga SAD fica avaliada a 8,74€, resultando numa subvalorização das ações da Braga SAD que se encontra nos 7,90€, permitindo um *upside potential* de 10,6% - Anexo H: Resultados FCFF – Upside Potential.

Tabela 4: Resultados Método FCFF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
RO	3 023 653 €	2 264 713 €	1 668 403 €	1 362 891 €	1 036 880 €
RO * (1-T)	2 343 331 €	1 755 153 €	1 293 012 €	1 056 240 €	803 582 €
(+) Depreciação e amortização	9 827 770 €	10 220 520 €	10 629 488 €	11 055 364 €	11 498 867 €
(-) CAPEX	10 692 394 €	11 644 682 €	11 273 560 €	12 052 015 €	12 359 824 €
(-) Δ NFM	3 525 010 €	- 2 099 094 €	- 210 823 €	- 56 092 €	- 548 386 €
FCFF	- 2 046 303 €	2 430 086 €	859 764 €	115 681 €	491 011 €
WACC	3,55%				
Taxa de crescimento (g)	0,50%				
FCFF present value	- 2 046 303 €	2 346 861 €	801 882 €	104 198 €	427 125 €
FCFF present value - Total	1 633 764 €				
Valor terminal	14 091 660 €				
FCFFpv + Valor terminal	15 725 424 €				
Debt	13 678 811 €				
Cash	10 074 459 €				
Valor da empresa	10 487 308 €				
Número de ações	1 200 000 €				
Valor por ação	8,74 €				

Fonte: Elaboração própria

7.2 MÉTODO DOS MÚLTIPLOS

A avaliação através do método dos múltiplos inicia-se com a identificação das empresas comparáveis. Neste sentido, identificou-se seis empresas comparáveis, três nacionais, Sporting Cube de Portugal SAD, Sport Lisboa e Benfica SAD e FC Porto SAD e três internacionais, Società Sportiva Lazio SPA, Celtic Football Club e Olympique Lyonnais. A obtenção de clubes cotados com características similares à Braga SAD torna-se altamente complexa pela ínfima quantidade de clubes que se encontram no

mercado de capitais. Sendo assim, dentro dos clubes internacionais a atuar no mercado de capitais, apenas surgiu a Società Sportiva Lazio SPA (31º no ranking UEFA), o Celtic Football Club (51º) e o Olympique Lyonnais (38º) como os clubes que mais se poderiam equiparar à Braga SAD, pelo seu valor de plantel e pelo seu ranking na UEFA se encontrar próximo da Braga SAD (35º).

Como referido na metodologia, a avaliação foi realizada com base no *Market Capitalization* e dividida em três grupos: tendo em conta os resultados, tendo em conta os rendimentos e, por último, tendo em conta o valor do plantel em ativo. No entanto, a avaliação tendo em conta os resultados acabou por não ser válida visto que os resultados da Braga SAD em 2021 foram negativos o que, por consequência, levou a que estes rácios não tenham significado prático. Apenas se considerou então a avaliação com base nos rendimentos e com base no valor do plantel em ativo.

Procedeu-se ao cálculo dos rácios MKC/Rend. Operacional, MKC/Rend. Operacional excluindo transações com atletas e MKC/Valor do plantel, para cada uma das empresas comparáveis no período compreendido entre 2017 e 2021. De seguida, obteve-se a média dos indicadores em cada ano e através da média de cada ano obteve-se uma média geral de mercado por indicador. Uma vez obtidos estes valores, prosseguiu-se ao cálculo da MKC da Braga SAD através de cada um dos três indicadores, sendo estes indicadores respetivamente multiplicados pelo rendimento operacional, pelo rendimento operacional excluindo transações com atletas e pelo valor do plantel, da Braga SAD. Calculado o MKC da Braga SAD por indicador dividiu-se cada valor pelo número de ações no mercado de forma a se obter o preço da ação.

Os resultados alcançados foram 15,59€, 9,05€ e 12,90€ de *price target* tendo por base o rendimento operacional, o rendimento operacional excluindo transações com atletas e o valor do plantel, respetivamente. Através da média dos resultados obtidos por cada indicador obteve-se um *price target* de 12,51€, que representa um *upside potential* de 58,39% face à cotação atual de 7,90€ - Anexo I: Resultados Método dos Múltiplos – Upside Potential.

A utilização da avaliação através do método dos múltiplos está sujeita a várias limitações. No entanto, tendo sido utilizado como método complementar, veio

suportar os resultados obtidos através do FCFF, apontando também para uma atual subvalorização das ações da Braga SAD.

8 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Na análise de sensibilidade pretende-se compreender o impacto que alterações nos pressupostos chave têm na avaliação da empresa. Na avaliação da Braga SAD poder-se-á identificar dois pressupostos críticos que influenciariam várias variáveis. O primeiro, o facto de se ter baseado a avaliação no pressuposto de que a equipa se conseguiria manter todos os anos nas competições europeias. Em segundo, a consideração de uma taxa de crescimento constante de 0,5%. Neste sentido, na presente análise de sensibilidade ir-se-á verificar o impacto de possíveis falhas na entrada nas competições europeias bem como o impacto de diferentes taxas de crescimento perpétuo.

No primeiro caso, sabendo que na época 2021/2022 a Braga SAD participou efetivamente nas competições europeias e que na época 2022/2023 se qualificou para participar, restam apenas três épocas em análise, nas quais poderá não conseguir garantir a participação nestas competições (2023/24, 2024/25 e 2025/26). No entanto, apesar de ser possível não entrar nas competições europeias em 2025/26, por ser o último ano de análise, onde possíveis fluxos de caixa negativos iriam inviabilizar a avaliação, não se considerou este ano como ano de alterações. Neste sentido, surgem três cenários possíveis: 1ª hipótese – A Braga SAD falha a entrada nas provas UEFA na época 2023/2024; 2ª hipótese – A Braga SAD falha a entrada nas provas UEFA na época 2024/2025; 3ª Hipótese – A Braga SAD falha em ambos os anos.

Os principais efeitos da não entrada nas competições europeias seriam: A extinção das receitas de competições europeias; a perda em direitos de transmissão; a perda em publicidade e propaganda; a perda na venda de pacotes corporate; e a perda de receitas de bilheteira. Estes efeitos levariam à necessidade de obter uma maior receita de transações com atletas e à necessidade de nos próximos anos reduzir a massa salarial de forma a garantir equilíbrio financeiro. A realidade é que a não entrada nas competições europeias é um fator que afeta a empresa ao longo de vários anos e não apenas no ano em que tal se verifica. Na Tabela 5, é possível observar a

avaliação da empresa através da respetiva cotação alcançada em cada cenário, sendo que, como seria de esperar, a avaliação da empresa decresce com a não entrada nas competições europeias. Sendo assim, é possível verificar que a avaliação da Braga SAD é significativamente sensível ao acesso às competições europeias, sendo este um elemento crucial para a empresa Braga SAD.

Tabela 5: Primeiro fator - Competições europeias

Entrada nas competições europeias	2022	2023	2024	2025	2026	Cotação	Δ cotação 7,90 €	Δ cotação FCF 8,74 €
Hipótese 1	S	S	N	S	S	5,72 €	-2,18 €	-3,02 €
Hipótese 2	S	S	S	N	S	6,31 €	-1,59 €	-2,43 €
Hipótese 3	S	S	N	N	S	2,03 €	-5,87 €	-6,71 €

Fonte: Elaboração própria

No segundo fator, considerou-se apenas a variação da taxa de crescimento constante (g) entre 0,2% e 1,25% na perpetuidade. Neste caso, ao contrário do fator competições europeias, onde em todos os cenários a avaliação da empresa é inferior à sua cotação atual, no caso das diferentes taxas de crescimento, apenas no pior cenário (taxa g de 0,2%), a avaliação da empresa é inferior à sua cotação atual de 7,90€.

Tabela 6: Segundo fator - Taxa de crescimento constante (g)

Taxa de crescimento (g)	0,20%	0,30%	0,40%	0,60%	0,80%	1,00%	1,25%
Cotação	7,65 €	7,99 €	8,35 €	9,15 €	10,06 €	11,12 €	12,69 €
Diferença cotação 7,90 €	-0,25 €	0,09 €	0,45 €	1,25 €	2,16 €	3,22 €	4,79 €
Diferença cotação FCF 8,74 €	-1,09 €	-0,75 €	-0,39 €	0,41 €	1,32 €	2,38 €	3,95 €

Fonte: Elaboração própria

Agregando o fator entrada nas competições europeias com o fator taxa de crescimento constante (g), é possível observar o impacto destes fatores em simultâneo. Dos resultados alcançados, visíveis na Tabela 7, conclui-se de imediato que a terceira hipótese onde a Braga SAD falha em anos consecutivos o acesso às competições europeias, a avaliação é sempre inferior à cotação de 7,90€. Por outro lado, na hipótese 1 e hipótese 2, a avaliação torna-se superior à cotação atual a partir de uma taxa g de 1,25% e 1%, respetivamente.

Tabela 7: Análise de sensibilidade - Competições Europeias e Taxa de Crescimento

Taxa de crescimento (g)	Hipótese 1	Hipótese 2	Hipótese 3
0,20%	4,92 €	5,45 €	1,56 €
0,30%	5,17 €	5,72 €	1,71 €
0,40%	5,44 €	6,00 €	1,86 €
0,60%	6,03 €	6,64 €	2,20 €
0,80%	6,70 €	7,36 €	2,59 €
1,00%	7,49 €	8,19 €	3,05 €
1,25%	8,66 €	9,44 €	3,72 €

Fonte: Elaboração própria

9 CONCLUSÃO

Na realização do presente trabalho de projeto, tornou-se perceptível a realidade já revelada pela literatura, de que a avaliação de empresas não se trata de uma ciência exata, sendo extremamente desafiante, complexa e subjetiva, onde um conjunto de analistas podem chegar a resultados diferentes entre si. Na indústria do futebol, a interdependência entre objetivos financeiros e objetivos desportivos, multiplica a dificuldade na avaliação das empresas do setor, pela imprevisibilidade do desporto.

A Braga SAD tem vindo a conseguir um crescimento notável quer em termos financeiros quer em termos desportivos. Ao nível desportivo, tem sido muito consistente, o que permitiu com um maior grau de fiabilidade (tanto quanto possível, no mundo do futebol) prever os seus resultados desportivos. É com base nestes pressupostos e da análise detalhada de fatores externos e internos ao clube, que foi possível avaliar a Braga SAD em 8,74€ por ação, o que é revelador de uma subvalorização da empresa que se encontra nos 7,90€ por ação, permitindo um *upside potential* de 10,6%, em 30 de junho de 2022.

Apesar da consistência desportiva ao longo dos últimos anos, o futebol é imprevisível, o que poderá ser verdade hoje, amanhã poderá não o ser. Por esta razão, a análise de sensibilidade produzida integra uma perspetiva de análise onde os objetivos desportivos não são alcançados, revelando que nestes cenários o valor da empresa seria inferior ao seu valor atual.

Numa outra vertente, o atual estado de enorme incerteza a nível económico e geopolítico, conduziu à definição de uma taxa de crescimento constante (g) minimamente conservadora. Derivado da sua importância na avaliação da empresa, na análise de sensibilidade integrou-se uma perspetiva de análise com diferentes taxas de crescimento, sendo que apenas no pior cenário (taxa g – 0,2%) o valor da empresa era inferior ao seu valor atual. Numa terceira perspetiva conjugou-se as análises anteriores e observou-se apenas três cenários em que a avaliação é superior a 7,90€ por ação.

Conforme os resultados obtidos na avaliação da empresa recomenda-se a compra das ações da Braga SAD, ressalvando-se, a todos os investidores, que possíveis desvios nos resultados desportivos colocarão em causa a avaliação final da Braga SAD.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amir, E and Livne, G (2005) Accounting, Valuation and Duration of Football Player Contracts. *Journal of Business Finance & accounting*, 32 (3-4), pp. 549-586.
- Beiderbeck D., Frevel N., Gracht H., Sascha L. Schmidt, Vera M. Schweitzer (2021). The impact of COVID-19 on the European football ecosystem – A Delphi-based scenario analysis. *Technological Forecasting and Social Change*, (165), pp. 17.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Florian S. (2008). *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*. Seminar Papers, European Business School.
- Franck, E. (2014) 'Financial Fair Play in European Club Football : What Is It All About ?', *International Journal of Sport Finance*, 9 (3), pp. 193–217.
- Guzmán, I. and Morrow, S. (2007) Measuring Efficiency and productivity in professional Football teams: Evidence From the English Premier League. *Central European Journal of Operations Research*, 15 (4), pp. 309-328.
- Hoffmann, R., Lee Chew, G. and Ramasamy, B (2002). The Socio-Economic Determinants of International Soccer Performance. *Journal of Applied Economics*, 5(2), pp. 253-272.
- Imam, S., Chan, J., Shah, S., (2003). Equity valuation models and target price accuracy in Europe: Evidence from equity reports. *International Review of Financial Analysis*, 28, pp. 9–19.
- Koning, R. (2009) Sport and Measurement of Competition. *De Economist*, 157 (2), pp. 229-249.
- Lago, U., Simmons, R. and Szymanski, S. (2006) The Financial Crisis in European Football. *Journal of Sports Economics*, 7 (1), pp 3-12.
- Michie, J (2000) The Governance and Regulations of Professional Football. *Political Quarterly*, 71 (2), pp. 184-191.
- Michie, J and Oughton, C (2004) *Competitive Balance in Football: Trends and Effects*. London: *Football Governance Research Centre*, University of London (Research Paper 2004 No. 2)
- Muñoz D., & Meyer T. (2020). Infectious diseases and football – lessons not only from COVID-19. *Science and Medicine in Football*, 4 (2), pp. 85-86.
- Parmentier, G. & Cuypers, B (2012). *Business valuation: Using financial analysis to measure a company's value*, 2ª Ed. Intersentia.
- Parnell D., Widdop P., Bond A., Wilson R. (2022). *COVID-19, networks and sport, Managing Sport and Leisure*, 27 (1-2), pp. 78-84
- Rascher, D.A (1997) A Model of a Professional Sports League. In Hendricks, W. Edº *Advances in the Economics of Sport*, Vol 2. Greenwich and London: JAI Press, pp. 27-26

- Richard A. Zuber , Patrick Yiu , Reinhold P. Lamb & John M. Gandar (2005). Investor–fans? An examination of the performance of publicly traded English Premier League teams. *Applied Financial Economics*, 15 (5), pp. 305-313.
- Rohde, M. & Breuer, C. (2016). Europe’s Elite Football: Financial Growth, Sporting Success, Transfer Investment, and Private Majority Investors. *International Journal of Financial Studies*, 4 (2), pp. 12.
- Sakinc, I., Acikalin, S. and Soyguden, A. (2017) ‘Evaluation of the relationship between financial performance and sport success in European football’. *Journal of Physical Education and Sport*, 17(1), pp. 16–22.
- Samagaio, António Carlos de Oliveira (2015). Essays on managing english football clubs. Tese de Doutoramento, Universidade de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Smith A. C. T and Stewart, B (2010) The special features of sport: A critical revisit. *Sport Management Review*, 13 (1), pp. 1-13
- Szymanski, S (2012) Economics of League Design: Open versus Closed Systems. In Kahane, L. H. and Shmanske, S. (eds) *The Oxford Handbook of Sports Economics – Volume I*. New York: Oxford University Press, pp. 3-17.
- Talovic, M., Ormanovic, S., Kljaho, A., Ciric, A., Jeleskovic, E., Alic, H. and Dedovic, D. (2016). ‘Models of Financing Football Clubs in the Biggest European Leagues’. *Sportski Logos*, 14 (27), pp. 4–12.
- KPMG, *The Europeans Champions Report 2022 & 2021*. Disponível em: https://home.kpmg/it/it/home/misc/search.html?sp_p=any&q=The%20European%20Champions%20Report&sort=_score&page=1&sp_c=9 (Acesso em 14/03/2022)
- Deloitte, *Annual Review of Football Finance 2021, 2020 & 2019*. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/global/en/misc/search.html?qr=Annual%20Review%20of%20football%20finance> (Acesso em 14/03/2022)
- UEFA (2019). *UEFA Club Licensing and Financial Fair Play Regulations*: Disponível em: <https://documents.uefa.com/v/u/MFxeqLNKelkYyh5JSafuhg> (Acesso em 13/03/2022)
- CIES Football Observatory (2022). *Most profitable youth academies worldwide*. Disponível em: <https://www.football-observatory.com/IMG/sites/b5wp/2021/wp370/en/> (Acesso em: 15/03/2021)
- Banco de Portugal (2022): *Boletim Económico junho 2022*. Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_jun2022_p.pdf (Acesso em: 13-07-2022)
- Decreto lei nº10/2013. Disponível em: <https://dre.pt/dre/detalhe/decreto-lei/10-2013-256983> (Acesso em 23-03-2022)
- Relatório e Contas Sporting Clube de Braga – Futebol, SAD 16/17, 17/18, 18/19, 19/20 & 20/21. Disponível em: <https://scbraga.pt/administrativo/#relatriosandamcontas>

ANEXOS

ANEXO A: DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA

ATIVO	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo não corrente					
Ativos Fixos tangíveis	2 882 213 €	2 942 870 €	2 800 621 €	3 772 635 €	11 593 293 €
Ativos intangíveis					
Valor do plantel	9 527 475 €	17 443 499 €	16 416 315 €	25 895 458 €	24 704 426 €
Outros ativos intangíveis	11 085 €	13 327 €	107 745 €	578 637 €	737 892 €
Créditos a receber	10 103 024 €	15 617 208 €	16 808 814 €	17 054 236 €	17 029 050 €
Outros ativos financeiros	3 380 €	6 785 €	10 190 €	15 564 €	20 477 €
Clientes	1 625 000 €	4 337 943 €	7 123 786 €	11 528 211 €	12 326 996 €
Estado e outros entes públicos	2 702 283 €	2 880 245 €	3 051 810 €	3 145 796 €	3 075 764 €
Diferimentos		1 840 000 €	2 480 658 €	2 156 273 €	1 774 180 €
	26 854 460 €	45 081 877 €	48 799 939 €	64 146 810 €	71 262 078 €
Ativo Corrente					
Inventários	115 754 €	54 318 €	75 969 €	256 800 €	1 558 848 €
Clientes	17 093 138 €	6 815 017 €	11 146 788 €	15 871 978 €	8 562 483 €
Estado e Outros entes públicos	58 184 €	2 082 209 €	134 950 €	122 009 €	291 406 €
Outros créditos a receber	635 818 €	838 677 €	9 687 044 €	1 247 977 €	1 045 143 €
Diferimentos	2 585 737 €	1 373 593 €	669 811 €	740 187 €	971 828 €
Caixa e depósitos bancários	1 001 692 €	1 183 951 €	1 007 154 €	17 039 809 €	10 074 459 €
	21 490 323 €	12 347 765 €	22 721 716 €	35 278 760 €	22 504 167 €
Total do Ativo	48 344 783 €	57 429 642 €	71 521 655 €	99 425 570 €	93 766 245 €
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
Capital próprio					
Capital subscrito	6 000 000 €	6 000 000 €	6 000 000 €	6 000 000 €	6 000 000 €
Reservas legais	610 000 €	750 000 €	750 000 €	1 200 000 €	1 200 000 €
Outras reservas					3 068 881 €
Resultados transitados	5 365 368 €	8 002 351 €	6 173 049 €	11 894 218 €	30 837 735 €
Resultado líquido do período	2 776 984 €	- 1 829 303 €	6 171 170 €	22 012 397 €	- 1 930 167 €
Total do Capital próprio	14 752 352 €	12 923 048 €	19 094 219 €	41 106 615 €	39 176 449 €
Passivo não corrente					
Provisões		125 000 €	40 000 €	40 000 €	20 000 €
Financiamentos obtidos	7 929 893 €	14 012 666 €	17 436 858 €	11 765 997 €	10 076 614 €
Outras dívidas a pagar	1 901 900 €	3 230 589 €	4 603 626 €	14 807 243 €	11 196 175 €
	9 831 793 €	17 368 255 €	22 080 484 €	26 613 240 €	21 292 789 €
Passivo Corrente					
Fornecedores	1 744 841 €	1 413 980 €	1 967 083 €	2 598 860 €	2 478 371 €
Estado e outros entes públicos	724 502 €	736 006 €	622 266 €	1 437 987 €	781 204 €
Financiamentos obtidos	6 119 040 €	2 820 629 €	4 321 870 €	3 381 678 €	3 602 196 €
Outras dívidas a pagar	14 510 766 €	18 834 788 €	23 131 623 €	22 797 775 €	26 426 478 €
Diferimentos	661 489 €	3 332 936 €	304 110 €	1 489 415 €	8 758 €
	23 760 638 €	27 138 339 €	30 346 952 €	31 705 715 €	33 297 007 €
Total do Passivo	33 592 431 €	44 506 594 €	52 427 436 €	58 318 955 €	54 589 796 €
Total do Capital próprio e do passivo	48 344 783 €	57 429 642 €	71 521 655 €	99 425 570 €	93 766 245 €

ANEXO B: DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA PREVISIONAL

ATIVO	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Ativo não corrente					
Ativos Fixos tangíveis	10 723 796 €	11 158 545 €	10 941 170 €	11 049 857 €	10 995 514 €
Ativos intangíveis					
Valor do plantel	26 409 031 €	27 386 166 €	28 235 137 €	29 110 426 €	30 012 849 €
Outros ativos intangíveis	767 408 €	779 686 €	792 161 €	804 836 €	817 713 €
Créditos a receber	17 964 911 €	17 817 833 €	17 973 614 €	18 295 081 €	18 407 448 €
Outros ativos financeiros	16 320 €	17 925 €	18 623 €	17 993 €	18 562 €
Clientes	9 352 863 €	9 033 503 €	9 093 474 €	9 547 772 €	9 603 323 €
Estado e outros entes públicos	3 273 500 €	3 250 475 €	3 267 111 €	3 332 233 €	3 352 222 €
Diferimentos	2 263 122 €	2 120 267 €	2 095 626 €	2 205 025 €	2 185 253 €
	70 770 951 €	71 564 399 €	72 416 917 €	74 363 223 €	75 392 884 €
Ativo Corrente					
Inventários	436 666 €	427 635 €	426 777 €	427 897 €	438 768 €
Clientes	15 061 373 €	14 547 091 €	14 643 666 €	15 375 244 €	15 464 700 €
Estado e Outros entes públicos	291 406 €	291 406 €	291 406 €	291 406 €	291 406 €
Outros créditos a receber	975 727 €	1 048 946 €	1 095 565 €	1 057 726 €	1 089 828 €
Diferimentos	1 343 057 €	1 047 227 €	974 465 €	1 036 675 €	1 097 218 €
Caixa e depósitos bancários	13 214 387 €	16 012 976 €	15 832 411 €	15 567 210 €	15 652 298 €
	31 322 615 €	33 375 280 €	33 264 289 €	33 756 158 €	34 034 218 €
Total do Ativo	102 093 567 €	104 939 680 €	105 681 206 €	108 119 381 €	109 427 102 €
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
Capital próprio					
Capital subscrito	6 000 000 €	6 000 000 €	6 000 000 €	6 000 000 €	6 000 000 €
Reservas legais	1 200 000 €	1 200 000 €	1 200 000 €	1 200 000 €	1 200 000 €
Outras reservas	2 455 105 €	1 841 329 €	1 227 552 €	613 776 €	- €
Resultados transitados	28 907 568 €	31 778 226 €	33 846 911 €	35 451 662 €	36 775 867 €
Resultado líquido do período	2 870 658 €	2 068 684 €	1 604 751 €	1 324 205 €	1 049 846 €
Total do Capital próprio	41 433 331 €	42 888 239 €	43 879 214 €	44 589 643 €	45 025 713 €
Passivo não corrente					
Provisões	33 333 €	33 333 €	33 333 €	33 333 €	33 333 €
Financiamentos obtidos	13 865 653 €	12 224 129 €	12 308 630 €	13 068 259 €	12 796 880 €
Outras dívidas a pagar	10 804 287 €	12 600 504 €	11 775 862 €	11 973 149 €	12 370 952 €
	24 703 272 €	24 857 966 €	24 117 825 €	25 074 741 €	25 201 165 €
Passivo Corrente					
Fornecedores	2 562 985 €	2 764 274 €	2 934 667 €	3 089 766 €	3 256 479 €
Estado e outros entes públicos	781 204 €	781 204 €	781 204 €	781 204 €	781 204 €
Financiamentos obtidos	3 990 928 €	3 721 294 €	3 883 468 €	3 793 947 €	3 878 132 €
Outras dívidas a pagar	27 985 640 €	28 741 252 €	29 344 819 €	29 961 060 €	30 590 242 €
Diferimentos	636 206 €	1 185 451 €	740 008 €	829 019 €	694 166 €
	35 956 963 €	37 193 474 €	37 684 167 €	38 454 996 €	39 200 224 €
Total do Passivo	60 660 236 €	62 051 441 €	61 801 992 €	63 529 738 €	64 401 389 €
Total do Capital próprio e do passivo	102 093 567 €	104 939 680 €	105 681 206 €	108 119 381 €	109 427 102 €

ANEXO C: DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Rendimentos e Gastos	2017	2018	2019	2020	2021
Vendas e serviços prestados	8 482 946,00 €	9 883 881,00 €	11 658 536,00 €	11 438 376,00 €	12 938 005,00 €
Subsídios à exploração				315 901,00 €	467 550,00 €
Custo das mercadorias vendidas	-142 371,00 €	-201 554,00 €	-240 497,00 €	-246 645,00 €	-285 917,00 €
FSEs	-7 573 319,00 €	-9 753 635,00 €	-10 575 689,00 €	-13 149 209,00 €	-10 865 382,00 €
Gastos com pessoal	-14 577 852,00 €	-17 957 178,00 €	-18 464 965,00 €	-20 175 675,00 €	-27 279 331,00 €
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	-126 223,00 €	-561 361,00 €	-70 632,00 €		
Imparidade de inventários			-36 795,00 €	-60 027,00 €	
Provisões (aumentos/reduções)		-125 000,00 €			20 000,00 €
Outros rendimentos	22 861 240,00 €	23 770 741,00 €	32 525 092,00 €	55 328 490,00 €	34 618 235,00 €
Outros gastos	-1 779 832,00 €	-1 771 662,00 €	-1 675 195,00 €	-3 176 118,00 €	-2 746 723,00 €
Resultado antes de depreciações gastos de financiamento e impostos (EBITDA)	7 144 589,00 €	3 284 232,00 €	13 119 855,00 €	30 275 093,00 €	6 866 437,00 €
Gastos/reversões de depreciação e amortização	-3 912 258,00 €	-4 438 287,00 €	-5 862 410,00 €	-6 214 540,00 €	-8 787 007,00 €
imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis				-75 000,00 €	
Resultado Operacional (EBIT)	3 232 331,000 €	-1 154 055,000 €	7 257 445,000 €	23 985 553,000 €	-1 920 570,000 €
Juros e rendimentos similares obtidos	146 538,00 €	295 200,00 €	330 567,00 €	651 103,00 €	1 003 149,00 €
Juros e gastos similares suportados	-544 231,00 €	-792 525,00 €	-1 311 990,00 €	-1 412 849,00 €	-912 094,00 €
Resultado antes de impostos (EBT)	2 834 638,00 €	-1 651 380,00 €	6 276 022,00 €	23 223 807,00 €	-1 829 515,00 €
Imposto sobre o rendimento do período	-57 654,00 €	-177 922,00 €	-104 853,00 €	-1 211 410,00 €	-100 653,00 €
Resultado líquido do período (RL)	2 776 984,00 €	-1 829 302,00 €	6 171 169,00 €	22 012 397,00 €	-1 930 168,00 €

ANEXO D: DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PREVISIONAL

Rendimentos e Gastos	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Vendas e serviços prestados	16 900 304,76 €	18 501 608,34 €	19 769 454,70 €	21 133 801,73 €	22 602 349,24 €
Subsídios à exploração					
Custo das mercadorias vendidas	-232 555,64 €	-236 276,53 €	-240 056,95 €	-243 897,86 €	-247 800,23 €
FSEs	-12 983 715,26 €	-14 003 411,87 €	-14 866 600,63 €	-15 652 311,67 €	-16 496 855,29 €
Gastos com pessoal	-26 132 477,75 €	-28 184 833,21 €	-29 922 183,48 €	-31 503 593,39 €	-33 203 416,37 €
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)					
Imparidade de inventários					
Provisões (aumentos/reduções)					
Outros rendimentos	37 074 515,94 €	38 337 071,71 €	39 403 867,72 €	40 501 313,64 €	41 630 311,39 €
Outros gastos	-2 613 247,78 €	-2 818 483,32 €	-2 992 218,35 €	-3 150 359,34 €	-3 320 341,64 €
Resultado antes de depreciações gastos de financiamento e impostos (EBITDA)	12 012 824,27 €	11 595 675,12 €	11 152 263,01 €	11 084 953,11 €	10 964 247,11 €
Gastos/reversões de depreciação e amortização	-8 989 171,32 €	-9 330 962,01 €	-9 483 859,95 €	-9 722 062,44 €	-9 927 366,85 €
imparidade de investimentos depreciáveis/amortizáveis					
Resultado Operacional (EBIT)	3 023 652,959 €	2 264 713,109 €	1 668 403,064 €	1 362 890,663 €	1 036 880,255 €
Juros e rendimentos similares obtidos	1 013 180,49 €	1 023 312,29 €	1 033 545,42 €	1 043 880,87 €	1 054 319,68 €
Juros e gastos similares suportados	-1 013 836,77 €	-1 109 561,21 €	-1 174 185,87 €	-1 146 095,87 €	-1 091 720,91 €
Resultado antes de impostos (EBT)	3 022 996,68 €	2 178 464,20 €	1 527 762,62 €	1 260 675,67 €	999 479,02 €
Imposto sobre o rendimento do período	-152 338,52 €	-109 779,81 €	76 988,87 €	63 529,50 €	50 366,96 €
Resultado líquido do período (RL)	2 870 658,16 €	2 068 684,39 €	1 604 751,49 €	1 324 205,16 €	1 049 845,98 €

ANEXO E: RESULTADOS CLUBES NACIONAIS E INTERNACIONAIS

Clubes Nacionais e Internacionais					
Capitalização de Mercado	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021
Sporting Clube Portugal	46 229 986,20 €	58 289 982,60 €	50 249 985,00 €	54 269 983,80 €	52 259 984,40 €
Sport Lisboa e Benfica	24 840 000,00 €	31 050 000,00 €	71 760 000,00 €	64 400 000,00 €	72 450 000,00 €
Futebol clube do Porto	14 624 935,00 €	15 299 932,00 €	17 887 420,50 €	13 724 939,00 €	15 974 929,00 €
Società Sportiva Lazio	44 843 159,08 €	99 576 199,17 €	83 725 294,00 €	98 221 420,95 €	83 047 904,89 €
Olympique Lyonnais	161 307 457,74 €	167 511 590,73 €	186 123 989,70 €	128 594 756,52 €	125 774 696,07 €
Celtic Football Club	119 057 944,32 €	153 074 499,84 €	189 925 768,32 €	137 011 126,40 €	128 506 987,52 €
EBIT	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021
Sporting Clube Portugal	42 624 000,00 €	15 191 000,00 €	4 610 000,00 €	27 217 000,00 €	24 495 000,00 €
Sport Lisboa e Benfica	59 529 000,00 €	31 649 000,00 €	32 618 000,00 €	41 705 000,00 €	17 380 000,00 €
Futebol clube do Porto	- 24 578 409,00 €	- 20 162 917,00 €	25 780 296,00 €	- 98 268 447,00 €	57 603 065,00 €
Società Sportiva Lazio	8 084 997,00 €	33 948 365,00 €	- 3 565 876,00 €	- 20 730 067,00 €	- 38 399 967,00 €
Olympique Lyonnais	30 586 000,00 €	25 221 000,00 €	22 173 000,00 €	- 18 404 000,00 €	- 95 770 000,00 €
Celtic Football Club	8 713 865,00 €	20 907 000,00 €	13 360 000,00 €	- 381 000,00 €	- 13 093 000,00 €
EBT	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021
Sporting Clube Portugal	35 197 000,00 €	- 19 902 000,00 €	- 6 344 000,00 €	- 34 421 000,00 €	11 816 000,00 €
Sport Lisboa e Benfica	45 176 000,00 €	20 604 000,00 €	24 648 000,00 €	44 493 000,00 €	- 34 021 000,00 €
Futebol clube do Porto	- 39 454 261,00 €	- 34 706 463,00 €	12 951 068,00 €	- 113 126 864,00 €	36 716 603,00 €
Società Sportiva Lazio	5 559 248,00 €	31 637 085,00 €	- 3 985 828,00 €	- 12 868 279,00 €	- 30 712 635,00 €
Olympique Lyonnais	7 404 000,00 €	11 919 000,00 €	8 176 000,00 €	- 36 343 000,00 €	- 109 209 000,00 €
Celtic Football Club	7 995 000,00 €	20 023 000,00 €	13 118 000,00 €	117 000,00 €	- 13 328 000,00 €
Resultado liquido	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021
Sporting Clube Portugal	30 537 000,00 €	- 19 902 000,00 €	- 7 877 000,00 €	12 521 000,00 €	- 32 955 000,00 €
Sport Lisboa e Benfica	44 347 000,00 €	20 332 000,00 €	28 037 000,00 €	41 705 000,00 €	- 17 380 000,00 €
Futebol clube do Porto	- 39 121 437,00 €	- 32 706 463,00 €	12 958 600,00 €	35 814 984,00 €	- 113 243 534,00 €
Società Sportiva Lazio	4 856 063,00 €	29 473 460,00 €	- 13 161 051,00 €	- 12 955 391,00 €	- 25 650 309,00 €
Olympique Lyonnais	4 856 000,00 €	7 982 000,00 €	6 404 000,00 €	- 36 606 000,00 €	- 107 462 000,00 €
Celtic Football Club	7 995 000,00 €	17 879 000,00 €	10 134 000,00 €	- 426 798,00 €	- 13 095 140,00 €
Rendimentos operacionais	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021
Sporting Clube Portugal	172 997 000,00 €	126 109 000,00 €	151 630 000,00 €	171 392 000,00 €	104 292 000,00 €
Sport Lisboa e Benfica	234 063 000,00 €	180 269 000,00 €	236 821 000,00 €	285 108 000,00 €	194 047 000,00 €
Futebol clube do Porto	130 803 458,00 €	137 674 991,00 €	223 225 953,00 €	74 225 743,00 €	235 080 748,00 €
Società Sportiva Lazio	115 947 000,00 €	177 948 000,00 €	150 080 000,00 €	93 418 965,00 €	148 450 835,00 €
Olympique Lyonnais	249 950 000,00 €	289 458 000,00 €	309 024 000,00 €	271 559 000,00 €	177 416 000,00 €
Celtic Football Club	108 356 000,00 €	118 027 000,00 €	101 127 000,00 €	94 421 000,00 €	70 126 000,00 €
Rendimentos s/ transações com atletas	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021
Sporting Clube Portugal	80 000 000,00 €	91 741 000,00 €	75 837 000,00 €	64 446 000,00 €	68 527 000,00 €
Sport Lisboa e Benfica	111 068 000,00 €	102 557 000,00 €	145 470 000,00 €	139 954 000,00 €	94 031 000,00 €
Futebol clube do Porto	65 985 186,00 €	65 266 134,00 €	135 028 901,00 €	50 092 364,00 €	122 503 197,00 €
Società Sportiva Lazio	50 228 000,00 €	148 048 000,00 €	123 080 000,00 €	91 718 965,00 €	89 772 965,00 €
Olympique Lyonnais	198 261 000,00 €	164 178 000,00 €	220 854 000,00 €	180 693 000,00 €	118 164 000,00 €
Celtic Football Club	90 639 000,00 €	101 573 000,00 €	83 410 000,00 €	70 233 000,00 €	60 781 000,00 €
Valor plantel - Ativo	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021
Sporting Clube Portugal	59 544 000,00 €	81 193 000,00 €	89 212 000,00 €	70 060 000,00 €	70 136 000,00 €
Sport Lisboa e Benfica	124 303 000,00 €	113 491 000,00 €	80 426 000,00 €	102 884 000,00 €	146 162 000,00 €
Futebol clube do Porto	96 719 123,00 €	82 656 214,00 €	74 990 187,00 €	76 143 772,00 €	110 058 438,00 €
Società Sportiva Lazio	53 899 066,00 €	57 465 000,00 €	85 232 000,00 €	86 568 000,00 €	93 839 000,00 €
Olympique Lyonnais	47 007 000,00 €	81 796 000,00 €	89 478 000,00 €	179 204 000,00 €	136 364 000,00 €

ANEXO F: MÉTODO DOS MÚLTIPLOS

CAP Merc/Rendimentos operacionais	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021	Média	Braga SAD	30.jun.2021
Sporting Clube Portugal	0,27 €	0,46 €	0,33 €	0,32 €	0,50 €		Rendimentos Operacionais	48 023 790,00 €
Sport Lisboa e Benfica	0,11 €	0,17 €	0,30 €	0,23 €	0,37 €		CAP Merc/Rendimentos operacionais	0,39
Futebol clube do Porto	0,11 €	0,11 €	0,08 €	0,18 €	0,07 €		Capitalização de mercado	18 708 180,30 €
Società Sportiva Lazio	0,39 €	0,56 €	0,56 €	1,05 €	0,56 €		Ações no mercado	1 200 000,00 €
Olympique Lyonnais	0,65 €	0,58 €	0,60 €	0,47 €	0,71 €		Target Price	15,59 €
Celtic Football Club	1,10 €	1,30 €	1,88 €	1,45 €	1,83 €		Current price	7,90 €
Média	0,30	0,38	0,37	0,45	0,44	0,39	Diferença	7,69 €

CAP Merc/Resul sem transações com atletas	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021	Média	Braga SAD	30.jun.2021
Sporting Clube Portugal	0,58 €	0,64 €	0,66 €	0,84 €	0,76 €		Rendimentos s/atletas	13 253 906,00 €
Sport Lisboa e Benfica	0,22 €	0,30 €	0,49 €	0,46 €	0,77 €		CAP Merc/Resul sem atletas	0,82
Futebol clube do Porto	0,22 €	0,23 €	0,13 €	0,27 €	0,13 €		Capitalização de mercado	10 859 756,56 €
Società Sportiva Lazio	0,89 €	0,67 €	0,68 €	1,07 €	0,93 €		Ações no mercado	1 200 000,00 €
Olympique Lyonnais	0,81 €	1,02 €	0,84 €	0,71 €	1,06 €		Target Price	9,05 €
Celtic Football Club	1,31 €	1,51 €	2,28 €	1,95 €	2,11 €		Current price	7,90 €
Média	0,67	0,73	0,85	0,88	0,96	0,82	diferença	1,15 €

CAP Merc/Valor plantel	30.6.2017	30.6.2018	30.6.2019	30.6.2020	30.6.2021	Média	Braga SAD	30.jun.2021
Sporting Clube Portugal	0,78 €	0,72 €	0,56 €	0,77 €	0,75 €		Valor plantel	24 704 426,00 €
Sport Lisboa e Benfica	0,20 €	0,27 €	0,89 €	0,63 €	0,50 €		CAP Merc/Valor plantel	0,63
Futebol clube do Porto	0,15 €	0,19 €	0,24 €	0,18 €	0,15 €		Capitalização de mercado	15 479 320,59 €
Società Sportiva Lazio	0,83 €	1,73 €	0,98 €	1,13 €	0,89 €		Ações no mercado	1 200 000,00 €
Olympique Lyonnais	3,43 €	2,05 €	2,08 €	0,72 €	0,92 €		Target Price	12,90 €
Celtic Football Club	-	-	-	-	-		Current price	7,90 €
Média	0,49	0,73	0,67	0,68	0,57	0,63	diferença	5,00 €

ANEXO G: PRESSUPOSTOS PARA O APURAMENTO DO EBIT

Período	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Inflação presente em toda as rubricas	5,9%	2,70%	2,10%	2,10%	2,10%
Pressupostos adicionais à inflação					
Vendas e prestações de serviços	Δ Face ao ano anterior				
Direitos de transmissão	(+7,5%)	(+7,5%)	(+5%)	(+5%)	(+5%)
Patrocínios e publicidade	(+10%)	(+10%)	(+7,5%)	(+7,5%)	(+7,5%)
Vendas de merchandising Pacotes <i>corporate</i> Receitas de bilheteira Outros	Média anos anteriores				
Total	(+24%)	(+9%)	(+6%)	(+6%)	(+6%)
Outros rendimentos	Δ Face ao ano anterior				
Receita competições europeias	Médias dos anos anteriores				
Receita competições nacionais	Média dos anos anteriores + 1%	(+1%)	(+1%)	(+1%)	(+1%)
Rend/gastos com transações atletas	Média dos anos anteriores + 1%	(+1%)	(+1%)	(+1%)	(+1%)
Empréstimo de atletas	Médias dos anos anteriores				
Outros	Médias dos anos anteriores				
Total	(+6%)	(+3%)	(+3%)	(+3%)	(+3%)
Gastos	Δ Face ao ano anterior				
Custo das mercadorias vendidas	53% das Vendas de merchandising				
FSEs	47% dos rendimentos operacionais s/atletas				
Gastos com pessoal	95% dos rendimentos operacionais s/atletas				
Outros	9,5% dos rendimentos operacionais s/atletas				
Total	(+2%)	(+7%)	(+6%)	(+5%)	(+5%)

ANEXO H: RESULTADOS FCFF – UPSIDE POTENTIAL

Braga SAD	30.jun.2022
Target Price	8,74 €
Current Price	7,90 €
Diferença	0,84 €
Upside potential	10,6%

ANEXO I: RESULTADOS MÉTODO DOS MÚLTIPLOS – UPSIDE POTENTIAL

Braga SAD	30.jun.2022
Target Price	12,51 €
Current Price	7,90 €
Diferença	4,61 €
Upside potential	58,39%

ANEXO J: CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

Variável	Valor	Fonte
Taxa de juro sem risco (Rf)	1,39%	Bportugal
Prémio de risco de mercado (Rm-Rf)	1,88%	Damodaran
Beta alavancado Braga SAD (βI)	-3,74%	Própria
Custo do capital próprio ke	1,32%	Própria

ANEXO K: CUSTO DO CAPITAL ALHEIO – PRIMEIRO MÉTODO

Período	Financiamentos obtidos	Juros	Taxa
2021	13 678 811,00 €	912 094,00 €	6,67%
2020	15 147 675,00 €	1 412 849,00 €	9,33%
2019	21 758 728,00 €	1 311 990,00 €	6,03%
2018	16 833 294,00 €	795 525,00 €	4,73%
2017	14 048 933,00 €	544 231,00 €	3,87%
cost of debt			6,12%

ANEXO L: CUSTO DO CAPITAL ALHEIO – SEGUNDO MÉTODO

Variável	Valor	Interest Coverage Ratios and Ratings de Damodaran			
		Interest coverage ratio is		Rating is	Spread is
EBIT		greater than	≤ to		
(média últimos anos)	1 853 787,75 €	-100000	0,499	D2/D	14,34%
Interest expense		0,5	0,799	C2/C	10,76%
(média últimos anos)	890 960,00 €	0,8	1,249	Ca2/CC	8,80%
Interest coverage Ratio	2,1	1,25	1,49	Caa/CCC	7,78%
Default spread	3,78%	1,5	1,99	B3/B-	4,62%
Risk free rate	1,39%	2	2,49	B2/B	3,78%
country risk premium	1,88%	2,5	2,99	B1/B+	3,15%
cost of debt	7,05%	3	3,49	Baa2/BB	1,93%
		3,5	3,99	Baa1/BB+	2,15%
		4	4,49	Baa2/BBB	1,93%
		4,5	5,99	A3/A-	1,59%
		6	7,49	A2/A	1,14%
		7,5	9,49	A1/A+	1,03%
		9,5	12,49	Aa2/AA	0,82%
		12,5	100000	Aaa/AAA	0,67%

ANEXO M: CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL – WACC

Custo Médio Ponderado Capital	
Custo capital próprio (Ke)	1,32%
Custo capital alheio (Kd)	6,59%
Imposto (t)	22,50%
Peso CA	58,8%
Peso CP	41,2%
WACC	3,55%

ANEXO N: ESPETADORES FC PORTO, SL BENFICA, SPORTING CP, SC BRAGA



Ano	Média espetadores	Classificação Primeira Liga						
2008	38 950	1º	35 705	3º	26 515	2º	10 552	5º
2009	33 465	3º	50 033	1º	24 606	4º	14 274	2º
2010	36 987	1º	38 146	2º	24 858	3º	14 509	4º
2011	35 176	1º	42 730	2º	34 490	4º	15 169	3º
2012	30 278	1º	42 364	2º	26 521	6º	12 061	4º
2013	28 551	3º	43 613	1º	33 703	2º	10 484	4º
2014	31 847	2º	48 525	1º	34 988	3º	10 682	4º
2015	32 564	3º	50 328	1º	39 886	2º	11 168	4º
2016	38 130	2º	55 949	1º	42 772	3º	11 493	5º
2017	42 674	1º	53 209	2º	43 623	3º	11 706	4º
2018	41 626	2º	53 824	1º	33 691	3º	12 035	4º
2019	35 625	1º	52 479	2º	30 234	4º	10 587	3º
2020	0	2º	0	3º	0	1º	0	4º

ANEXO O: PREVISÕES BOLETIM ECONÓMICO – JUNHO 2022

	BE Junho 2022			
	2021	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)
Produto interno bruto (PIB)	4,9	6,3	2,6	2
Consumo privado	4,5	5,2	1,2	1,5
Consumo público	4,1	2,2	-0,9	-0,2
Formação bruta de capital fixo	6,4	5	7,6	5
Procura interna	5	4,8	2,1	1,9
Exportações	13,1	13,4	5,8	3,6
Importações	12,9	9,5	4,5	3,4
Taxa de inflação	0,9	5,9	2,7	2,1
Taxa de desemprego	6,6	5,6	5,4	5,4