

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

Thales Nader Mendes Rosa

**ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA E ESPORTIVA DO PALMEIRAS
EM UMA PERSPECTIVA DE CRÉDITO**

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

**CAMPINAS
2019**

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

THALES NADER MENDES ROSA

**ANÁLISE DA REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA E ESPORTIVA DO PALMEIRAS
EM UMA PERSPECTIVA DE CRÉDITO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Comissão de Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de BACHAREL em Ciências econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Marco Antônio Rocha.

**CAMPINAS
2019**

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar o processo de reestruturação financeira iniciado pela Sociedade Esportiva Palmeiras em 2013, a partir de uma perspectiva de qualidade de crédito. A base metodológica utilizada foi a do Critério para Ratings Corporativos de uma das principais agências de rating do mundo, a S&P Global, com foco no critério específico para entidades esportivas em “*Key Credit Factors For The Leisure And Sports Industry*”. A análise englobará os instrumentos utilizados para mudança no perfil da dívida, além da alavancagem da receita no período através da diversificação, a relação de parceria com a CREFISA e o prognóstico de projeções financeiras para os próximos anos, que justificam a perspectiva de manutenção do protagonismo do clube no cenário do futebol nacional.

Palavras-chave: Reestruturação; Palmeiras; qualidade de crédito; *rating*; dívida; diversificação; futebol.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the process of financial restructuring initiated by Sociedade Esportiva Palmeiras in 2013, from a credit quality perspective. The methodological basis used was the Criteria for Corporate ratings of one of the main rating agencies in the world, S&P Global, focusing on the specific criteria for sports entities in "Key Credit Factors for the Leisure and Sports Industry". The analysis will include the instruments used to change the debt profile, in addition to the leverage of revenue in the period through diversification, the partnership relationship with CREFISA and the forecast of financial projections for coming years, which justify the perspective of maintaining the leading role of the club on the national football scene.

Keywords: Restructuring; credit quality; Palmeiras; rating; debt; diversification; football.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura dos ratings corporativos.....	10
Figura 2 - CICRA como limitante da avaliação do perfil de risco de negócios	12
Figura 3 - Componentes da posição competitiva e subfatores	13
Figura 4 - Posição Competitiva	18
Figura 5 - Índices de análises de Fluxo de Caixa/Alavancagem.....	19
Figura 6 - O público nos Estádios do Brasil em 2018.....	26

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - CPGP - Definição e características	16
Tabela 2 - Perfil de risco financeiro	21
Tabela 3 -Maiores campeões nacionais	23
Tabela 4 - Participações de clubes brasileiros na Taça Libertadores da América	24
Tabela 5 - Ranking de clubes brasileiros - Valor de mercado.....	30
Tabela 6 - DRE 2018	47
Tabela 7 - EBITDA.....	48
Tabela 8 - Dívidas bancárias.....	50
Tabela 9 - Economia: Previsão (S&P).....	62
Tabela 10 - Projeção de receitas.....	65
Tabela 11 - Fluxo de caixa esperado pelas projeções.....	66
Tabela 12 - Métricas	67
Tabela 13 - Índices de análise Fluxo de Caixa/Alavancagem - S&P Global	67

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução das Receitas do Palmeiras.....	28
Gráfico 2 - Receita Bruta dos quatro clubes de maior torcida do país	29
Gráfico 3 – Evolução da Receita Bruta: Comparação Palmeiras x São Paulo.....	30
Gráfico 4 - Arrecadação com Jogos	32
Gráfico 5 - Comparação das Receitas com Arrecadação de Jogos.....	33
Gráfico 6 - Evolução das Receitas com Sócio Torcedor Avanti.....	34
Gráfico 7 - Comparação da Receita com Sócio Torcedor	35
Gráfico 8 - Evolução da Receita com Patrocínio	38
Gráfico 9 - Comparação de receitas com Patrocínio	39
Gráfico 10 - Receita com Direitos de Transmissão	40
Gráfico 11 - Comparação da Receita com Direitos de Transmissão	41
Gráfico 12 - Receita com negociações de atletas	43
Gráfico 13 – Comparação de receita com negociação de atletas.....	45
Gráfico 14 - Margem EBITDA (%).....	48
Gráfico 15 - Dívida ajustada (MR\$ no período entre 2012 - 2018	59
Gráfico 16 - Dívida - EBITDA (x) no período entre 2012 - 2018	60
Gráfico 17 - FFP sobre dívida (%) no período entre 2012 - 2018	60
Gráfico 18 - CFO sobre dívida (%) no período entre 2012 - 2018	61

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	6
1 METODOLOGIA PARA ANÁLISE DE RATING.....	9
1.1 Perfil de Risco do Negócio	11
1.1.1 Determinando o CICRA	11
1.1.2 Posição Competitiva	12
1.1.3 Avaliação de Rentabilidade	17
1.2 Perfil de Risco Financeiro.....	18
1.2.1 Avaliando o Fluxo de Caixa e Alavancagem.....	18
1.2.2 Projeções e cálculo das métricas.....	19
1.2.3 Formação da “Âncora”	21
2 APLICAÇÃO DA METODOLOGIA NA SOCIEDADE ESPORTIVA PALMEIRAS	23
2.1 Posição Competitiva do Palmeiras	23
2.1.1 Vantagens Competitivas.....	23
2.1.2 Escala, escopo e diversificação.....	27
2.1.3 Rentabilidade.....	47
2.2 Perfil do risco financeiro.....	49
2.2.1 Panorama Geral da Reestruturação	49
2.2.2 Perfil de risco financeiro – Projeções.....	61
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	68
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	69

INTRODUÇÃO

O modo de gestão de um clube de futebol assemelha-se a uma atividade empresarial. Por mais que o objetivo final não seja prioritariamente a geração de lucro, mas a conquista de títulos, o clube deve equiparar sua estrutura de receitas com as elevadas despesas estruturais e investimentos, principalmente na aquisição ou formação de atletas, que permita manter uma condição competitiva com uma visão de prazo mais duradoura.

Sendo assim, há a necessidade em constituir fontes diversificadas de receita que absorvam impactos temporais negativos, característico do esporte, ligados a imprevisibilidade do resultado esportivo a se obter. A história do futebol comprova que o resultado obtido dentro de campo não necessariamente irá refletir a condição financeira do clube, já que diversas vezes times de menores investimentos conseguiram obter resultados esportivos superiores a times de maior investimento.

No caso brasileiro, houve um movimento histórico no qual os clubes que investiam fortemente em contratações, posteriormente eram obrigados a se desfazer da maioria de seus grandes jogadores para equilibrar a situação financeira, tendo em vista que as fontes de receita obtidas, mesmo quando os objetivos esportivos eram conquistados, não eram compatíveis com os elevados custos associados. Exemplos para comprovar esse ponto não faltam, como o caso do Corinthians campeão brasileiro em 2015, que encerrou o exercício com déficit de R\$72,9 milhões¹ e, no ano seguinte, se viu obrigado a vender quatro de seus principais jogadores para o futebol chinês. O clube arrecadou mais de R\$140 milhões com essas vendas, garantindo um superávit no exercício seguinte de R\$59,2 milhões², mas apresentando resultados esportivos bem abaixo do realizado em 2015. O Corinthians encerrou o ano de 2016 na sétima colocação do campeonato brasileiro, sem conseguir vaga para a Taça Libertadores da América do ano seguinte, perdendo, portanto, uma importante fonte de alavancagem de receita, que poderia impactar positivamente as contas de arrecadação com jogos, direitos de transmissão, premiações e patrocínio.

¹ DF 2015

² DF 2016

Outro bom exemplo é o caso recente do Cruzeiro após a conquista do bicampeonato brasileiro (2013 e 2014). Apesar do sucesso esportivo obtido, o clube encerrou o ano de 2014 com déficit de exercício de R\$5,9 milhões³. No ano seguinte, com a necessidade de reequilibrar sua situação financeira, vendeu diversos titulares importantes das duas campanhas, como Ricardo Goulart e Éverton Ribeiro⁴, faturando ao final do exercício cerca de R\$142 milhões com vendas, valor que não foi suficiente para superar déficit no exercício no valor de R\$25,8 milhões⁵. Tais vendas prejudicaram o resultado esportivo do clube, que terminou 2015 apenas na oitava posição do Campeonato Brasileiro, não obtendo a vaga para a Libertadores.

Esses são apenas dois casos recentes que demonstram um padrão histórico no futebol nacional, no qual clubes que atingiam sucesso esportivo, tendiam a negociar seus principais atletas como forma de equilibrar situação financeira, já que as demais fontes de receita eram incapazes de sustentar os elevados gastos relacionados a manutenção de um elenco vitorioso.

O reflexo desta medida - além do prejuízo esportivo das competições nacionais, tendo em vista a iminente saída dos principais jogadores para atuar no exterior - é a dificuldade dos clubes em manter uma estrutura competitiva em um período de tempo mais duradouro, mesmo com a instabilidade do futebol brasileiro. Além disso, quando os altos investimentos não se traduziam em sucesso esportivo, a estrutura da dívida do clube ficava muito comprometida, já que estes em sua maioria recorriam a entidades financeiras para financiá-los⁶.

O Palmeiras recentemente apresentou uma mudança em relação a esse padrão histórico. Desde 2015, o clube tem apresentado sucessivos superávits de resultado financeiro, conquistou três importantes títulos nacionais no período, além de conseguir manter elevados investimentos na composição do elenco por meio da geração de caixa de suas atividades operacionais, sem recorrer à venda de seus

³ DF 2014 do Cruzeiro

⁴ Disponível em: <https://oglobo.globo.com/esportes/cofres-cheios-cruzeiro-fatura-80-milhoes-com-vendas-em-2015-15154562>

⁵ DF. 2015 do Cruzeiro

⁶ Disponível em:

https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2018/09/04/internas_economia,985860/clubes-de-futebol-brasileiros-faturam-r-5-bilhoes-mas-divida-e-maior.shtml

principais atletas. Para este, manteve todo o elenco campeão brasileiro em 2018, mesmo com forte assédio do mercado chinês a dois de seus principais jogadores, Dudu e Bruno Henrique⁷.

Essa saúde financeira do clube, capaz de manter a estrutura esportiva competitiva, gera um ciclo virtuoso que permite uma análise prospectiva positiva para os resultados do clube nos próximos anos. Elenco forte atrai mais torcedores aos jogos e favorece a adesão ao plano sócio torcedor, mantendo em níveis elevados suas fontes de arrecadação. Resultados esportivos favoráveis tendem a elevar a geração de receita com premiações, direitos de transmissão e patrocínio. Por sua vez, essa elevação de receitas permite maior investimento direto no futebol, complementando um círculo virtuoso de competitividade esportiva e saúde financeira.

O presente trabalho irá analisar os instrumentos utilizados pelo clube, no período que compreende 2013 a 2019, para a diversificação de receitas e mudança no perfil da dívida, que, desde 2016, não apresenta nenhuma obrigação com bancos que cobram taxas de juros elevadas. Com base numa perspectiva de crédito, o panorama dessa reestruturação será descrito com base no critério da S&P Global para ratings corporativos⁸. A utilização deste critério é justificada pela semelhança entre a gestão de um clube de futebol com relação à gestão empresarial, de forma que os pontos relevantes apontados pelo critério permitam explorar os fatores que justificam a melhora da estrutura financeira do clube, com reflexo no sucesso esportivo obtido nos últimos anos, de modo comparável ao que seria atribuído a qualquer empresa de diversos setores⁹.

⁷ Disponível em: <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2019/02/04/rico-e-estavel-palmeiras-mostra-forca-para-afastar-investidas-da-china.htm>.

⁸ Disponível em: <http://standardandpoors.com>.

⁹ Conforme artigo princípios de *ratings* de crédito: uma nota de rating atribui mesmo nível de crédito comparável entre empresas de setores diferentes.

1 METODOLOGIA PARA ANÁLISE DE RATING

A análise utilizará os critérios da S&P Global de “*Metodologia de Ratings Corporativos*”, publicado em 2013, que é uma base metodológica para a aplicação de rating a entidades corporativas, e o de “*Key Credit Factors For The Leisure And Sports Industry*”¹⁰, que engloba fatores específicos de análise para entidades esportivas sem fins lucrativos, como é o caso da Sociedade Esportiva Palmeiras.

O critério metodológico para Ratings Corporativos:

organiza o processo analítico de acordo com uma estrutura comum e apresenta as etapas para se determinar o Perfil de Crédito Individual (SACP, na sigla em inglês para stand- alone credit profile) e o Rating de Crédito de Emissor (ICR, ou Issuer Credit Rating) de uma entidade corporativa.¹¹

A avaliação reflete o perfil de risco de negócios (*Business Risk Profile*) e o perfil de risco financeiro (*Financial Risk Profile*) das entidades corporativas.

O perfil de risco de negócios abrange o potencial de risco e retorno de uma empresa nos mercados em que atua, o cenário competitivo nesses mercados (seu risco da indústria), os riscos-país nesses mercados e as vantagens e desvantagens competitivas da empresa neles (sua posição competitiva). O perfil de risco de negócios determina o grau de risco financeiro que uma empresa pode suportar de acordo com seu nível de SACP e constitui a base para o sucesso econômico esperado da mesma. Combinamos nossa avaliação de risco da indústria, risco-país e posição competitiva para determinar a avaliação do perfil de risco de negócios de uma empresa.¹²

O perfil de risco financeiro reflete as decisões tomadas pela administração no contexto de seu perfil de risco de negócios e de sua tolerância ao risco financeiro. Isso inclui decisões sobre como a administração busca captar recursos (funding) para a empresa e como compõe seu balanço patrimonial. Também reflete a relação entre os fluxos de caixa que a organização pode atingir, dado seu perfil de risco de negócios, e suas obrigações financeiras. O critério utiliza uma análise de fluxo de caixa/alavancagem para determinar o perfil de risco financeiro de um emissor corporativo.¹³

A determinação do Perfil de Risco de Negócios de uma empresa advém da combinação da avaliação acerca do risco da indústria, risco país e posição

¹⁰ Disponível em: <http://standardandpoors.com>.

¹¹ Metodologia de Ratings Corporativos. p. 3.

¹² Metodologia de Ratings Corporativos. p. 3.

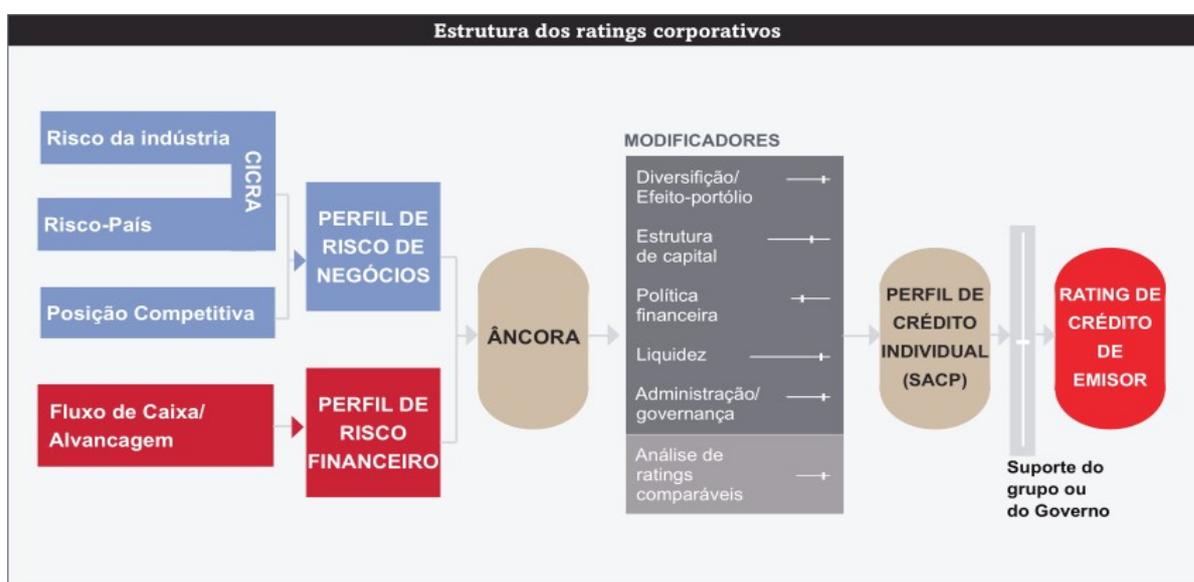
¹³ Metodologia de Ratings Corporativos. p. 3.

competitiva, enquanto o Perfil de Risco Financeiro analisa métricas de fluxo de caixa e de alavancagem.

A combinação de ambos os perfis determina sua “âncora”, que pode ser modificada de acordo com os chamados “Fatores adicionais”, que são: diversificação/efeito-portfólio, estrutura de capital, política financeira, liquidez e administração e governança corporativa. Em seguida, faz-se uma análise com ratings comparáveis para determinar o Perfil de Crédito individual para o emissor.

O objetivo desse trabalho não é aplicar rating para o Palmeiras, pois uma análise mais profunda, que englobe todos os fatores adicionais, depende de maior acesso a informações que o clube não disponibiliza para o público em suas demonstrações contábeis, impossibilitando uma aplicação de Rating que indique com precisão a qualidade de crédito em total comparabilidade com outros setores e empresas¹⁴. Assim, apenas utilizará dos fatores de análise, conforme os critérios da S&P, para justificar a melhora do perfil de crédito do clube a partir da reestruturação financeira iniciada em 2013, baseando-se nos fatores observados pelo perfil de risco de negócios e pelas métricas do Perfil de Risco Financeiro, que já dão embasamento suficiente para a argumentação.

Figura 1 - Estrutura dos ratings corporativos



Fonte: Metodologia para Ratings Corporativos (2014)

¹⁴ a Standard & Poor's busca que cada símbolo de rating indique o mesmo nível de qualidade de crédito para emissores e emissões em diferentes setores e momentos diferentes" (Princípios dos Ratings de Crédito, 2011)

1.1 Perfil de Risco do Negócio

O Perfil de Risco de Negócio é determinado conforme combinação de uma avaliação qualitativa - que distingue os fatores de risco (risco país, risco da indústria e posição competitiva) para fornecer um viés da posição competitiva do emissor - com uma avaliação quantitativa, que avalia o nível de rentabilidade e a volatilidade desta num dado período de tempo, de forma a analisar a ciclicidade histórica dos níveis de receita e lucro. O perfil de risco de negócios pode ser avaliado em: 1, excelente; 2, forte; 3, satisfatório; 4, regular; 5, fraco; e 6, vulnerável.

1.1.1 Determinando o CICRA

O CICRA é formulado a partir da combinação entre o risco-país e o risco da indústria em que determinada empresa está inserida.

O risco país, que aborda os riscos econômico, institucional e de eficácia da governança, e riscos do sistema financeiro e da cultura de pagamento ou do Estado de Direito nos países onde uma empresa opera¹⁵, é pré-determinado na análise e se aplica a todas as indústria que possuem a maior parte de suas receitas concentradas no Brasil, no qual é atribuído risco “moderadamente elevado”¹⁶.

O mesmo se aplica para o risco da indústria, que aborda a solidez e a estabilidade relativas dos mercados em que uma empresa opera¹⁷, determinado, conforme o critério de “*Key Credit Factors For The Leisure And Sports Industry*”, como intermediário para indústrias de lazer e esporte.

Ambos os fatores possuem o caráter de limitantes do rating final da empresa. A combinação das avaliações de risco-país e risco da indústria é conhecida como Avaliação do Risco da Indústria Corporativa e do Risco-País (CICRA, na sigla em inglês para *Corporate Industry and Country Risk Assessment*).

No caso das entidades esportivas brasileiras, a combinação de um risco da indústria “intermediário” com risco país “moderadamente alto”, limita a avaliação final

¹⁵ Metodologia Corporativa, 2013

¹⁶ Conforme “*Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação Risco-País*” (2013)

¹⁷ Metodologia Corporativa, 2013

para o Perfil de Risco de Negócio ao nível 2, “forte”, conforme combinação das tabelas abaixo retiradas do critério “Metodologia para Ratings Corporativos”:

Figura 2 - CICRA como limitante da avaliação do perfil de risco de negócios

DETERMINANDO A AVALIAÇÃO DO PERFIL DE RISCO DE NEGÓCIOS						
--CICRA--						
Avaliação da posição competitiva	1	2	3	4	5	6
1 (excelente)	1	1	1	2	3*	5
2 (forte)	1	2	2	3	4	5
3 (satisfatória)	2	3	3	3	4	6
4 (regular)	3	4	4	4	5	6
5 (fraca)	4	5	5	5	5	6
6 (vulnerável)	5	6	6	6	6	6

Fonte: Metodologia Corporativa (2013)

1.1.2 Posição Competitiva

A posição competitiva de uma empresa considera:

- 1) sua vantagem competitiva;
- 2) sua escala, escopo e diversificação;
- 3) sua eficiência operacional; e
- 4) sua rentabilidade.

Os pontos fortes e fracos da empresa com relação aos três primeiros componentes moldam sua competitividade no mercado e a sustentabilidade ou vulnerabilidade de suas receitas e margens. A rentabilidade pode confirmar nossa avaliação inicial da posição competitiva ou modificá-la, positiva ou negativamente.

O perfil de risco de negócios de uma empresa pode ser mais forte ou mais fraco conforme este conjunto de características de posição competitiva desta, em uma comparação com a média da indústria.

Os componentes avaliados, em cada consideração para a composição da posição competitiva de uma entidade corporativa, são descritos conforme tabela extraída da metodologia de Ratings Corporativos:

Figura 3 - Componentes da posição competitiva e subfatores

COMPONENTES DA POSIÇÃO COMPETITIVA E SUBFATORES		
Componente	Explicação	Subfatores
1. Vantagem competitiva (Apêndice B, seção 1)	O posicionamento estratégico e a atratividade para os clientes de produtos ou serviços de uma empresa, e a fragilidade ou sustentabilidade do seu modelo de negócios	<ul style="list-style-type: none"> • Estratégia • Diferenciação/exclusividade/ posicionamento de produto/pacotes integrados (<i>bundling</i>) • Reputação da marca e marketing • Qualidade do produto e/ou serviço • Barreiras à entrada, custos de substituição (<i>switching costs</i>) • Vantagens e capacidades tecnológicas e vulnerabilidade a/habilidade para conduzir mudanças tecnológicas • Características da base de ativos
2. Escala, escopo e diversificação (Apêndice B, Seção 2)	A concentração ou diversificação das atividades do negócio	<ul style="list-style-type: none"> • Diversificação de produtos ou serviços • Diversificação geográfica • Volumes, tamanho dos mercados e receitas, e participações de mercado • Maturidade dos produtos ou serviços
3. Eficiência operacional (Apêndice B, Seção 3)	A qualidade e flexibilidade da base de ativos de uma empresa e sua gestão e estrutura de custos	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de custos • Processos de produção • Gestão de capital de giro • Tecnologia
4. Rentabilidade		<ul style="list-style-type: none"> • Nível de rentabilidade (retorno sobre capital, margem EBITDA e/ou métricas relevantes do setor tanto históricas quanto projetadas) • Volatilidade da rentabilidade

©Fonte: Standard & Poor's 2013.

Fonte: Metodologia Corporativa (2013)

Os fatores de vantagem competitiva; escala, escopo e diversificação, e eficiência operacional, são avaliados como: 1, forte; 2, forte/adequada; 3, adequada; 4, adequada/fraca; ou 5, fraca.

No caso de entidades esportivas, tal avaliação e sua devida classificação seguem o critério “*Key Credit Factors For The Leisure And Sports Industry*”.

1.1.2.1 Vantagens competitivas

Uma entidade esportiva será avaliada como “forte” ou “forte/adequado” com relação às vantagens competitivas a partir da combinação dos fatores abaixo:

1. Força da marca e tamanho e nível de entusiasmo de seus torcedores, refletida no público médio dos eventos esportivos;
2. Forte e sustentável relação com o patrocinador e com detentoras dos direitos de transmissão dos jogos na TV, refletida em receitas elevadas nessas duas importantes frentes; e,

3. Posição de mercado, mas precisamente avaliada em cima dos resultados esportivos obtidos nos últimos anos, tendo em vista que este é o objetivo final do clube de futebol.

No caso de não cumprimento de um desses atributos, a avaliação se consolida como “adequada”, “adequada/fraca” ou “fraca”, dependendo da quantidade de fatores não cumpridos.

Uma empresa com Vantagens competitivas em nível “forte”, tende a apresenta, conforme o critério, vantagem competitiva em função de um ou mais fatores que suportam o crescimento das receitas e das margens, em consonância com volatilidade da rentabilidade abaixo da média, além de se esperar que esta sustente essa vantagem no longo prazo. Essa vantagem permite a empresa resistir a possíveis desacelerações econômicas e ameaças competitivas, como o desenvolvimento de novas tecnologias por parte de seus principais competidores.¹⁸

Já uma empresa com Vantagens competitivas em nível “fraco”, apresenta poucas ou nenhuma vantagem competitiva, além de diversas desvantagens, fornecendo perspectiva incerta para uma avaliação de longo prazo e, provavelmente, apresentará volatilidade de sua rentabilidade acima da média da indústria. Além disso, possíveis ameaças econômicas ou competitivas devem trazer impactos negativos a esta, apresentando maior volatilidade durante períodos de desacelerações econômicas.

1.1.2.2 Escala, escopo e diversificação

Uma entidade esportiva será avaliada como “forte” ou “forte/adequado” com relação à escala, escopo e diversificação, a partir da combinação dos fatores abaixo:

1. Elevado grau de diversificação de eventos e da estrutura esportiva;
2. Diversificação de receitas, que englobe eventos não esportivos, impacto da torcida como fonte de arrecadação, patrocínio, direitos de transmissão e outras fontes potenciais na geração de receita; e
3. Vasta distribuição da marca e de produtos oficiais numa avaliação global.

¹⁸ Critério

No caso de não cumprimento de um desses atributos, a avaliação se consolida como “adequada”, “adequada/fraca” ou “fraca”, dependendo da quantidade de fatores não cumpridos.

Escala, escopo e diversificação em nível “forte” de uma empresa suportam maior estabilidade de suas receitas e lucros e tende a fornecer maior segurança e proteção a esta em caso de uma combinação de fatores adversos, exceto em casos mais prejudiciais.

Possibilita melhor enfrentamento a ameaças econômicas, regionais, competitivas e tecnológicas, em comparação com seus competidores na indústria.

Já uma empresa com Escala, escopo e diversificação em nível “fraco”, tem comprometida sua estabilidade e sustentabilidade de receitas e lucros, tornando-a mais vulnerável a ameaças econômicas, competitivas ou tecnológicas que seus competidores.

1.1.2.3 Eficiência Operacional

Uma entidade esportiva será avaliada como “forte” ou “forte/adequado” com relação à eficiência operacional, a partir da combinação dos fatores abaixo:

1. Todos os custos e investimentos no futebol são realizados e gerenciados de forma a suportarem consistentes níveis de rentabilidade;
2. Elevação em termos de visibilidade com patrocínio, mídias e receitas auxiliares se traduzem diretamente em elevação nos níveis de rentabilidade; e
3. Forte e consistente participação do torcedor nos eventos esportivos, que se traduzem em receitas elevadas com bilheteria e programas de sócio torcedor.

Uma empresa com eficiência operacional em nível “forte” é aquela que maximiza receitas e margem mediante o uso inteligente de seus ativos e a

minimização de custos e aumento de eficiência¹⁹, o que lhe possibilita um melhor enfrentamento a desacelerações econômicas que seus competidores.

Já uma empresa com eficiência operacional em nível “fraco”, em razão da menor utilização de seus ativos e/ou de sua estrutura de custos mais elevada e menos flexível, tende a possuir caráter menos rentável que seus competidores.

Todos os pontos são analisados em cima de comparações com outros clubes brasileiros (chamados no critério de “Pares”. No caso deste trabalho, a comparação baseou-se principalmente nos outros três clubes que obtiveram as maiores receitas do futebol brasileiro: Flamengo, São Paulo e Corinthians, que, junto com o Palmeiras, formam os quatro clubes com as maiores torcidas no país.

O peso relativo a cada componente da Posição competitiva varia de acordo com o perfil de negócios com o qual a empresa se envolve, no que a S&P Global classifica como “Perfil de Grupo da Posição Competitiva” (CPGP). Entidades esportivas se encaixam no perfil atribuído a “Serviços e Produtos”, descrito conforme tabela abaixo, extraída diretamente do critério:

Tabela 1 - CPGP - Definição e características

CPGP	DEFINIÇÃO E CARACTERÍSTICAS
Serviços e produtos	Marcas, qualidade do produto ou tecnologia, e reputação dos serviços são em geral os principais fatores de diferenciação para competir na indústria. A intensidade de capital normalmente é de baixa a moderada, embora o suporte à marca frequentemente exija reinvestimento contínuo na base de ativos.

Tendo esse perfil definido, a classificação de pesos relativos a cada componente é:

1. Vantagem competitiva: 45%
2. Escala, escopo e diversificação: 30%
3. Eficiência operacional: 25%

¹⁹ Critério 2013

1.1.3 Avaliação de Rentabilidade

Utilizando-se da mesma escala de '1' a '6' utilizada na avaliação da posição competitiva, a avaliação da rentabilidade consiste na combinação entre dois subcomponentes: nível de rentabilidade e volatilidade da rentabilidade.

O nível de rentabilidade é avaliado a partir da Margem EBITDA, em uma escala de três pontos: acima da média (Margem EBITDA acima de 30%), média (Margem EBITDA entre 20% e 30%) e abaixo da média (Margem EBITDA abaixo de 20%), conforme critério de *"Key Credit Factors For The Leisure And Sports Industry"*.

Geralmente, calculamos os índices de rentabilidade com base em uma média de cinco anos, compreendendo dois anos de dados históricos, nossas projeções para o exercício atual (incorporando os resultados até a data da análise e as estimativas para o restante do ano), e os próximos dois anos.²⁰

A volatilidade da rentabilidade, baseada no erro-padrão da regressão (SER, na sigla em inglês para standard error of the regression) para o histórico da margem EBITDA, não será utilizada na análise, tendo em vista que o presente estudo não obteve acesso ao modelo de realização deste cálculo da empresa. Dessa forma, para a continuidade da análise, atribuir-se-á a mesma avaliação de rentabilidade para sua volatilidade.

Em geral, esperamos que empresas com avaliação de posição competitiva preliminar forte apresentem métricas de rentabilidade fortes e menos voláteis. Por outro lado, empresas com avaliação de posição competitiva preliminar relativamente fraca geralmente apresentam métricas de rentabilidade mais fracas e/ou mais voláteis. Nossa análise da rentabilidade ajuda a verificar se a administração da empresa está traduzindo quaisquer vantagens competitivas percebidas, benefícios de diversificação e medidas de gestão de custos em maior rentabilidade e em índices de retorno sobre capital e retorno sobre vendas mais estáveis do que as médias da indústria. Quando a rentabilidade difere substancialmente da avaliação de posição competitiva preliminar/âncora do que de outra forma implicaria, ajustamos a avaliação da posição competitiva de acordo.²¹

A combinado entre a posição competitiva preliminar – combinação entre Vantagens competitivas, Escala, escopo e diversificação, e eficiência operacional -

²⁰ Metodologia Corporativa, 2013.

²¹ Metodologia, 2013.

com a avaliação da rentabilidade forma a Posição Competitiva da empresa, conforme tabela abaixo extraída diretamente do critério:

Figura 4 - Posição Competitiva

COMBINANDO A AVALIAÇÃO DE POSIÇÃO COMPETITIVA PRELIMINAR COM A AVALIAÇÃO DA RENTABILIDADE						
-- Avaliação da posição competitiva preliminar --						
Avaliação da rentabilidade	1	2	3	4	5	6
1	1	2	2	3	4	5
2	1	2	3	3	4	5
3	2	2	3	4	4	5
4	2	3	3	4	5	5
5	2	3	4	4	5	6
6	2	3	4	5	5	6

Fonte: Metodologia Corporativa (2013)

1.2 Perfil de Risco Financeiro

1.2.1 Avaliando o Fluxo de Caixa e Alavancagem

O padrão de geração de fluxo de caixa, atual e futuro, em relação às obrigações de caixa é geralmente o melhor indicador do risco financeiro de uma empresa.²²

Os índices principais analisados são os de dívida sobre Ebtida e de geração interna de caixa (FFO, na sigla em inglês para *Funds from Operations*) sobre dívida. O índice suplementar, utilizado para confirmar ou ajustar a avaliação preliminar de fluxo de caixa/alavancagem (Criterio, 2014), que será aplicado na análise é o de fluxo de caixa operacional (CFO, ou *Cash Flow from Operations*) sobre dívida, conforme critério específico para entidades esportivas, refletindo os elevados custos operacionais ligados a entidades futebolísticas. Todas as métricas para fluxo de caixa/alavancagem, são determinadas como 1, mínimo; 2, modesto; 3, intermediário; 4, significativo; 5, agressivo; ou 6, altamente alavancado, conforme tabela:

²² Metodologia de Ratings Corporativos, 2013.

Figura 5 - Índices de análises de Fluxo de Caixa/Alavancagem

ÍNDICES DE ANÁLISE DO FLUXO DE CAIXA/ALAVANCAGEM – VOLATILIDADE-PADRÃO							
	-- Índices principais--		-- Índices de cobertura suplementares--		-- Índices de retorno suplementares--		
	FFO/divida (%)	Divida/EBITDA (x)	FFO/juros caixa (x)	EBITDA/juros (x)	CFO/divida (%)	FOCF/divida (%)	DCF/divida (%)
Mínimo	60+	Inferior a 1.5	Superior a 13	Superior a 15	Superior a 50	40+	25+
Modesto	45-60	1.5-2	9-13	10-15	35-50	25-40	15-25
Intermediário	30-45	2-3	6-9	6-10	25-35	15-25	10-15
Significativo	20-30	3-4	4-6	3-6	15-25	10-15	5-10
Agressivo	12-20	4-5	2-4	2-3	10-15	5-10	2-5
Altamente alavancado	Inferior a 12	Superior a 5	Inferior a 2	Inferior a 2	Inferior a 10	Inferior a 5	Inferior a 2

Fonte: Metodologia Corporativa (2013)

1.2.2 Projeções e cálculo das métricas

Os índices de crédito de uma empresa podem variar, em geral significativamente, ao longo do tempo em razão de ciclos econômicos, competitivos, tecnológicos e de investimentos, o estágio de vida da empresa e ações corporativas ou estratégicas. Assim, avaliamos índices de crédito com base em uma série temporal com uma clara tendência prospectiva.²³

No caso de entidades futebolísticas, a imprevisibilidade do resultado esportivo torna-se outro fator temporal importante a ser avaliado, tendo em vista seu reflexo nas principais fontes de geração de receita do clube. Portanto, é importante que as estimativas partam de um cenário pessimista com relação a esses resultados, de forma a absorver os riscos de resultados esportivos aquém do esperado.

O critério geralmente considera os índices de crédito das empresas de um a dois anos anteriores, da projeção para o ano corrente, e da projeção para os dois exercícios seguintes²⁴. Os padrões históricos de fluxo de caixa podem trazer informações importantes na elaboração das projeções. No caso do Palmeiras, o ano de 2017 se configura como uma importante base para as estimativas, pois se caracterizou por elevados gastos efetuados na montagem do elenco, resultado superavitário, forte geração de caixa e redução de dívida, mesmo com o clube não cumprindo com as expectativas criadas acerca do resultado esportivo, já que terminou o ano sem títulos.

O critério em geral atribui maior ênfase aos anos projetados do que aos históricos na série temporal ao calcular o índice de crédito indicativo:

²³ Metodologia, 2013.

²⁴ Metodologia Corporativa, 2013.

No caso de empresas para as quais possuímos dados de índices de cinco anos, geralmente calculamos o índice indicativo ponderando os dois anos anteriores, o ano atual e os dois anos projetados com ponderações de 10%, 15%, 25%, 25% e 25%, respectivamente.²⁵

Assim, a avaliação final de Fluxo de caixa/Alavancagem, se dá através do cálculo das métricas citadas para cada ano (os dois anos anteriores, o ano atual e os dois anos projetados). A métrica final se dá pela média ponderada de todas essas métricas, já multiplicadas aos pesos relativos para cada ano. Em seguida, utiliza-se os índices principais para uma avaliação preliminar do fluxo de caixa, complementando com o cálculo do índice suplementar específico – no caso, o CFO/dívida – para determinar a avaliação final de Fluxo de caixa/Alavancagem.

Se a avaliação de fluxo de caixa/alavancagem indicada pelos índices suplementares relevantes diferir da avaliação de fluxo de caixa/alavancagem preliminar, podemos ajustar esta em uma categoria na direção da avaliação de fluxo de caixa/alavancagem indicada pelo índice suplementar para obter a avaliação ajustada de fluxo de caixa/alavancagem. Realizaremos esse ajuste se, a nosso ver, o índice suplementar representar o melhor indicador futuro de alavancagem da empresa.²⁶

Como as projeções já se configuram em cima de uma premissa pessimista, não será necessário um ajuste de volatilidade, que avalia o decréscimo dos índices analisados em caso de stress extremo (geralmente considera uma queda de 30% do EBITDA em relação ao seu nível atual). As premissas foram calculadas considerando uma queda de 10% do EBITDA. Por mais que o futebol seja um dos esportes mais imprevisíveis do mundo com relação ao resultado final de uma partida/campeonato, as possibilidades do Palmeiras enfrentar um cenário de stress extremo - que se configuraria com a não classificação do clube para a Taça Libertadores da América, ou seja, terminando o campeonato brasileiro abaixo da sexta colocação – podem ser consideradas ínfimas, já que o clube atualmente é o atual campeão e não sabe o que é derrota no campeonato brasileiro a mais de 30 jogos²⁷

²⁵ Metodologia, 2014.

²⁶ Metodologia, 2014.

²⁷ Com base nos resultados obtidos até a nona rodada do campeonato de 2019.

1.2.3 Formação da “Âncora”

A combinação do perfil de risco de negócios com o perfil de risco financeiro, que determina o Rating para a âncora, é feita conforma tabela abaixo:

Tabela 2 - Perfil de risco financeiro

Perfil de risco de negócios	-- Perfil de risco financeiro --					
	1 (mínimo)	2 (modesto)	3 (intermediário)	4 (significativo)	5 (agressivo)	6 (altamente alavancado)
1 (excelente)	aaa/aa+	aa	a+/a	a-	bbb	bbb-/bb+
2 (forte)	aa/aa-	a+/a	a-/bbb+	bbb	bb+	bb
3 (satisfatório)	a/a-	bbb+	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+
4 (regular)	bbb/bbb-	bbb-	bb+	bb	bb-	b
5 (fraco)	bb+	bb+	bb	bb-	b+	b/b-
6 (vulnerável)	bb-	bb-	bb-/b+	b+	b	b-

Fonte: Metodologia Corporativa (2013)

Essa tabela não se aplica para emissores que atendem às condições para atribuição de ratings “CCC+”, “CCC”, “CCC-” e “CC”. Tais condições são atribuídas quando a estrutura de capital de um emissor é considerada insustentável pela empresa ou se suas obrigações estiverem atualmente vulneráveis ao não pagamento, e se o devedor depender de condições favoráveis de negócios, financeiras e econômicas para honrar seus compromissos relativos às suas obrigações.²³ - o que não representa o caso da Sociedade Esportiva Palmeiras, nem dos demais clubes utilizados como base de comparação na análise - Para este caso, utiliza-se do critério “Critério para Atribuição de ratings ‘CCC+’, ‘CCC’, ‘CCC-’ e ‘CC’”, de 1º de Outubro de 2012.

Esses são os pontos do critério que serão usados como base para a análise da reestruturação financeira do Palmeiras, desde 2013, sob uma perspectiva de crédito. Os pontos de relevância do Perfil de Risco de Negócio, combinados com os do Perfil de Risco Financeiro, dão embasamento suficiente para uma análise concisa acerca da melhora com relação à saúde financeira do clube, que impactou diretamente no sucesso esportivo obtido nos últimos anos, além de fornecer base suficiente para uma projeção de manutenção destes resultados nos próximos períodos.

Como já afirmado, não será aplicado uma nota de rating para o Palmeiras devido à ausência de informações relevantes para o complemento desta nota, de forma a torná-la comparável com todos os demais ratings realizados pela empresa.

Sem essas informações, o rating aplicado não refletiria por completo a qualidade de crédito do clube.

2 APLICAÇÃO DA METODOLOGIA NA SOCIEDADE ESPORTIVA PALMEIRAS

Conforme previamente explicado no critério utilizado, o perfil de risco de negócio é dividido em três categorias que englobam diversos fatores-chaves para análise das operações do clube: Vantagens competitivas; escala, escopo e diversificação; eficiência operacional; e rentabilidade (em níveis absolutos e a volatilidade no período de 7 anos).

2.1 Posição Competitiva do Palmeiras

2.1.1 Vantagens Competitivas

O Palmeiras é um dos clubes mais tradicionais do Brasil, mesmo com altos e baixos em sua história. O clube é detentor da marca de “maior campeão do Brasil”, com 14 títulos nacionais no total, três a mais que o segundo colocado e seu principal rival, o Corinthians.

Tabela 3 - Maiores campeões nacionais

Clube	Total	
Palmeiras	14	(10 Campeonatos Brasileiros, 3 Copas do Brasil e 1 Copa dos Campeões)
Corinthians	11	(7 Campeonatos Brasileiros, 3 Copas do Brasil e 1 Supercopa do Brasil)
Cruzeiro	10	(4 Campeonatos Brasileiros e 6 Copas do Brasil)
Santos	9	(8 Campeonatos Brasileiros e 1 Copa do Brasil)
Flamengo	9	(5 Campeonatos Brasileiros, 3 Copas do Brasil e 1 Copa dos Campeões)
Grêmio	8	(2 Campeonatos Brasileiros, 5 Copas do Brasil e 1 Supercopa do Brasil)
São Paulo	6	(6 Campeonatos Brasileiros)
Fluminense	5	(4 Campeonatos Brasileiros e 1 Copa do Brasil)
Vasco da Gama	5	(4 Campeonatos Brasileiros e 1 Copa do Brasil)
Internacional	4	(3 Campeonatos Brasileiros e 1 Copa do Brasil)

Fonte: Disponível em: <https://www.futebolstats.com.br/brasil-os-maiores-campeoes-nacionais-943/>

Entretanto, essa “hegemonia” no cenário nacional não é vista da mesma forma no cenário internacional. Mesmo sendo o clube brasileiro com maior número de participações na Taça Libertadores da América, ao lado de São Paulo e Grêmio, e ter em sua história cinco finais já disputadas, sagrou-se campeão apenas uma vez, em 1999.

Tabela 4 - Participações de clubes brasileiros na Taça Libertadores da América

Clube	Participações	Títulos - Libertadores	Títulos Mundiais
São Paulo	19	3 (1992, 1993, 2005)	3 (1992, 1993, 2005)
Grêmio	19	3 (1983, 1995, 2017)	1 (1983)
Palmeiras	19	1 (1999)	-
Cruzeiro	17	2 (1976, 1997)	-
Flamengo	15	1 (1981)	1 (1981)
Corinthians	14	1 (2012)	1 (2012)*
Santos	14	3 (1962, 1963, 2011)	2 (1962, 1963)
Internacional	12	2 (2006, 2010)	1 (2006)
Atlético Mineiro	10	1 (2013)	-
Vasco da Gama	9	1 (1998)	-

Fonte: Disponível em: <https://www.futebolstats.com.br/brasil-os-maiores-campeoes-nacionais-943/> ²⁸

Desde 2016, o Palmeiras tem figurado entre os clubes brasileiros classificados no torneio, tendo inclusive chegado às semifinais em 2018 e, pela qualidade do elenco (o mais bem avaliado no Brasil segundo o *Transfermarkt*²⁹, pode ser considerado um dos favoritos ao título não apenas em 2019, como nos próximos anos por vir, tendo em vista a estrutura econômica e esportiva solidificada, em que é difícil de imaginar o Palmeiras não figurando entre os quatro primeiros no campeonato brasileiro e, conseqüentemente, garantindo a vaga para o torneio.

Em 2015 o Clube fechou patrocínio Máster com a CREFISA, cuja presidente, Leila Pereira, é também conselheira do Palmeiras. O contrato de patrocínio foi recentemente renovado até o fim da atual gestão, com valores que superam R\$ 80 milhões ao ano³⁰, disparada o maior do país. Para viés de comparação, o Flamengo, clube de maior torcida no país, recentemente fechou contrato com o Banco BS2, que pagará R\$30 milhões em dois anos, além de variáveis que podem somar até R\$20 milhões. São Paulo recebe R\$23 milhões ao ano do Banco Inter, e o Corinthians recebe cerca de R\$ 12 milhões ao ano do BMG.³¹

²⁸ O presente estudo não considera o título do Mundial de Clubes da FIFA de 2000 conquistado pelo Corinthians, tendo em vista que o campeão da Libertadores foi o Boca Juniors, também vencedor do Mundial Interclubes no ano.

²⁹ Transfermarkt – site especializado na avaliação de mercado de clubes e jogadores

³⁰ Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/renovacao-com-CREFISA-dara-ao-palmeiras-cerca-de-r-81-milhoes-em-patrocínio-por-ano.ghtml>

³¹ Disponível em: <https://pvc.blogosfera.uol.com.br/2019/01/26/os-patrocínios-dos-grandes-clubes-do-brasil/>

Além do patrocínio máster, o clube irá faturar em 2019 cerca de R\$ 22,5 milhões com a nova fornecedora de material alemã³², a Puma, que substituiu a marca Adidas, após 12 anos de parceria com o clube. Vale destacar que o Palmeiras é o único clube no país que terá seu material fornecido pela empresa, o que permite uma maior exposição da marca no cenário internacional, a partir da venda de camisas em lojas oficiais da Puma ao redor do mundo³³.

Os direitos de Transmissão do futebol para TV aberta e sistema *Pay Per View*, pertencem ao Grupo Globo, que esse ano alterou a forma como os pagamentos serão feitos: 40% das receitas serão distribuídas igualmente entre os clubes, 30% serão referentes à quantidade de jogos transmitidos, e os demais 30% de acordo com a posição final no campeonato³⁴. Para jogos da TV fechada, o Palmeiras já havia fechado desde 2016 com o Grupo Turner e recentemente renovou com o Grupo Globo pelas transmissões para TV aberta e *Pay Per View*, em uma negociação que durou meses e, aproveitando-se do maior poder de barganha conquistado pela marca, atual campeã do Brasileirão e de sua condição financeira de menor dependência de receitas advindas das transmissões, calcula-se que o clube será o terceiro mais bem remunerado neste quesito, atrás apenas de Flamengo e Corinthians e superando o também rival São Paulo³⁵.

Desde a inauguração da Arena Allianz Parque, o Palmeiras atingiu outro patamar com relação à arrecadação com jogos e com média de público pagante. Como base de comparação, em 2010 (último ano de jogos como mandante no Palestra Itália, antes da reforma), o clube registrou média de público pagante de apenas 11.234 torcedores³⁶. Em 2014, último ano antes da utilização da Arena, a média no campeonato brasileiro foi de 19.755, com preço médio do ingresso de R\$

³² Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/palmeiras-e-puma-iniciam-parceria-em-virada-do-ano-estreia-da-camisa-sera-em-3-de-janeiro.ghtml>

³³ Disponível em: 30 <https://www.lance.com.br/palmeiras/aprova-linha-puma-anima-com-exclusividade-parceria.html>

³⁴ Disponível em: <http://chuteirafc.cartacapital.com.br/entenda-acordo-palmeiras-e-globo-no-contrato-fechado-de-transmissao-do-brasileirao-ate-2024/>

³⁵ Disponível em: <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2019/05/23/palmeiras-cola-em-flamengo-e-corinthians-em-cotas-de-tv-e-se-isola-de-sp.htm>

³⁶ Disponível em: <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2015/11/30/media-de-publico-do-palmeiras-no-brasileiro-tem-aumento-de-163-em-5-anos.htm>

35 por torcedor³⁷. Já no primeiro ano de Allianz Parque, a média de pagantes subiu para 29.582 com o preço médio mais caro do país, de R\$ 68 reais³⁸. Tais médias se mantiveram nos anos que se sucederam e esta passou a representar uma das principais fontes de receita do clube, que encerrou o campeonato brasileiro de 2018 com renda bruta de R\$ 79,5 milhões e uma taxa de ocupação de 74%³⁹, liderando ambos os quesitos no campeonato, conforme tabela extraída do globoesporte.com.

Figura 6 - O público nos Estádios do Brasil em 2018

Ranking de equipes das séries A, B e C				
Considerando todos os jogos em todos os campeonatos apenas das equipes das três divisões principais. Clique nos times para uma visão detalhada.				
equipe	média pagantes	ocupação média	renda bruta	ticket médio
1º  Flamengo	37.549 32 jogos	54%	R\$ 39.988.237	R\$ 33
2º  Palmeiras	32.006 37 jogos	74%	R\$ 79.550.151	R\$ 67
3º  Corinthians	31.552 36 jogos	67%	R\$ 59.304.872	R\$ 52
4º  São Paulo	29.565 31 jogos	44%	R\$ 30.141.835	R\$ 32
5º  Fortaleza	23.931 29 jogos	35%	R\$ 9.879.864	R\$ 14
6º  Grêmio	23.857 36 jogos	42%	R\$ 37.204.289	R\$ 43
7º  Internacional	23.508 28 jogos	48%	R\$ 20.488.940	R\$ 31
8º  Cruzeiro	23.046 37 jogos	37%	R\$ 30.455.241	R\$ 35
9º  Ceará	18.544 34 jogos	32%	R\$ 9.884.247	R\$ 15
10º  Bahia	16.857 38 jogos	35%	R\$ 12.887.493	R\$ 20

Fonte: Globo.com

A maior participação do torcedor está ligada aos resultados esportivos obtidos desde 2015, quando os frutos da reestruturação financeira começam a ser colhidos. O forte investimento no elenco, que se iniciou em 2015⁴⁰, refletiu na conquista da Copa do Brasil de 2015 e de dois Campeonatos Brasileiro, em 2016 e 2018, algo que até então era impensável para um clube que havia disputado a série B em 2013 e que por muito pouco não retornou a ela em 2014, escapando do rebaixamento na última rodada. O Palmeiras venceu dois dos últimos três campeonatos nacionais, foi vice em 2017 e no primeiro semestre de 2018, liderou

³⁷ Disponível em: <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2015/11/30/media-de-publico-do-palmeiras-no-brasileiro-tem-aumento-de-163-em-5-anos.htm>

³⁸ Disponível em: <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2015/index.html>

³⁹ Disponível em: <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2018/index.html>

⁴⁰ DF 2015 – Fluxo de Caixa de Investimentos

com folga o campeonato brasileiro, o que justifica essa taxa de ocupação elevada mesmo com o preço médio dos ingressos sendo o mais caro do país.

Parte da reestruturação do Palmeiras envolveu também investimentos na formação de atletas de base, algo que até então era objeto de muitas críticas ao clube. Historicamente o clube revelou poucos nomes de protagonismo no futebol em sua história, o que gerava pouca arrecadação com os jogadores da base ao mesmo tempo em que os esforços agregavam pouco ao elenco profissional. Essa realidade se alterou nos últimos anos, principalmente a partir de 2016, em que o clube passou a obter resultados expressivos nos campeonatos de base. Por mais que ainda tenha poucos atletas formados no próprio clube em seu elenco profissional, o Palmeiras a venda de jogadores passou a uma nova importante fonte de receita, tendo os exemplos de Gabriel Jesus em 2016 (Total de R\$121 milhões), e, em 2018, Fernando (R\$24 milhões) e João Pedro (R\$17,5 milhões)⁴¹, sendo estes dois últimos jogadores com até então pouco destaque esportivo no clube. Neste ano, o clube acertou a venda do lateral Luan Cândido⁴², promessa da base de 18 anos que nem estreou entre os profissionais, ao *Red Bull Leipzig* por R\$34,6 milhões e possui outros diversos atletas na mira do futebol europeu⁴³.

2.1.2 Escala, escopo e diversificação

O Palmeiras tem cerca de 90% de suas receitas advindas do futebol profissional⁴⁴ e sua marca pouco aparece no cenário nacional em outros esportes. É dono de uma moderna Arena multiuso capaz de receber diversos eventos não esportivos, principalmente shows de bandas internacionais. Entretanto, as receitas desses eventos são em sua totalidade alocadas para a gestora da Arena, a construtora WTorre⁴⁵, como forma de pagamento à reforma do estádio, conforme firmado no contrato. Assim, o Palmeiras só poderá absorver os impactos das receitas elevadas que as atividades não ligadas ao futebol oferecem num futuro distante.

⁴¹ DF 2018 – Contexto Operacional

⁴² Disponível em: <https://www.lance.com.br/palmeiras/vende-luan-candido-para-leipzig-alemanha.html>

⁴³ Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/nao-e-so-no-profissional-base-do-palmeiras-sofre-com-assedio-de-clubes-do-exterior.ghtml>

⁴⁴ DF 2018 – DRE

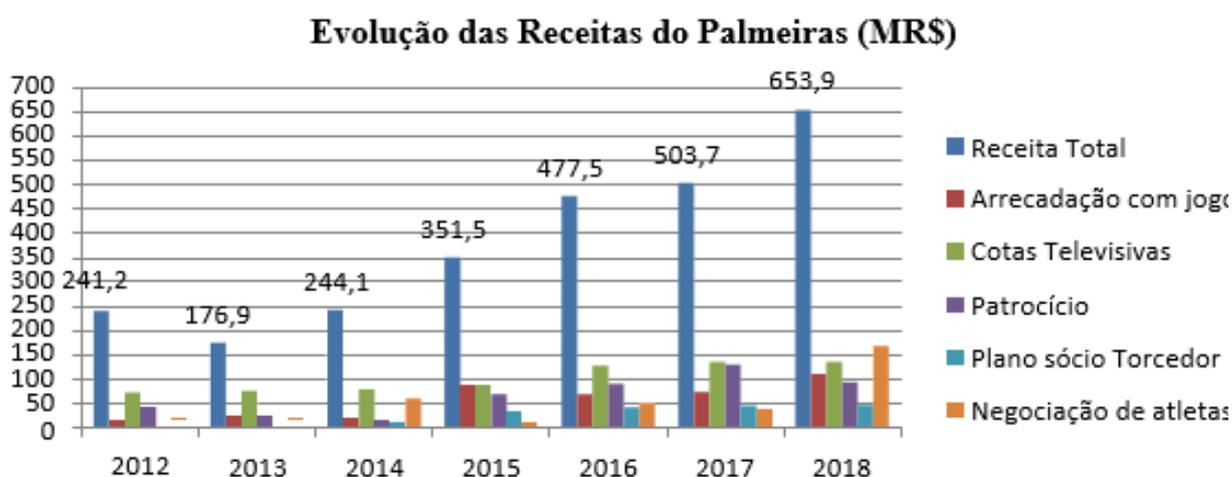
⁴⁵ DF 2018 – DRE

Outra estratégia bem sucedida utilizada pelo Palmeiras é a diversificação de suas fontes de receita a partir de a partir de 2013, ano do primeiro mandato do Presidente Paulo Nobre.

No Brasil, a maioria dos clubes ainda depende fortemente das receitas advindas com direitos de transmissão e venda de atletas, sendo esta última dependente das condições de mercado e desempenho esportivo e, portanto, com elevado grau de imprevisibilidade e risco. Essa era a situação do Palmeiras até 2014, com o adendo de que o clube historicamente pouco arrecadava com venda de atletas, ao contrário dos outros três grandes do Estado de São Paulo (São Paulo, Santos e Corinthians)⁴⁶.

Em 2015 esse panorama começa a mudar. A arrecadação dos jogos na Arena Allianz Parque ganha relevância nas receitas do clube, o Plano Sócio-torcedor se consolida garantindo uma das maiores adesões entre os clubes brasileiros após sua reestruturação nos anos de 2013 e 2014. Além disso, após dois anos sem um patrocinador máster estampado na camisa, o clube acerta uma parceria de três anos, renovada em 2019, com a CREFISA, que paga anualmente ao clube valores bem acima dos praticados no mercado esportivo.

Gráfico 1 - Evolução das Receitas do Palmeiras

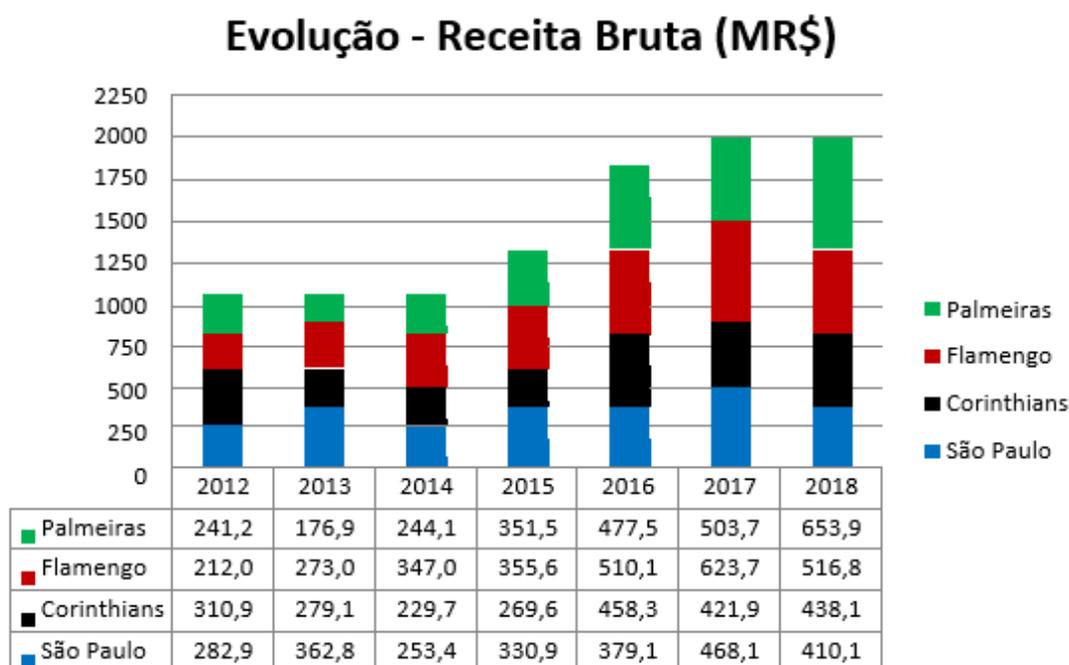


Fonte: Demonstrações financeiras 2013 - 2018

⁴⁶ Disponível em: https://www.espn.com.br/futebol/artigo/_id/4774888/o-ranking-dos-clubes-brasileiros-que-mais-ganharam-dinheiro-com-venda-de-jogadores-desde-2010

Utilizando como comparação os três clubes de maior torcida no país (Flamengo, Corinthians e São Paulo), é notável como o Palmeiras sai de uma situação com valores mais baixos de receita que os demais em 2013 para o de maior receita já registrada na história do futebol brasileiro em 2018.

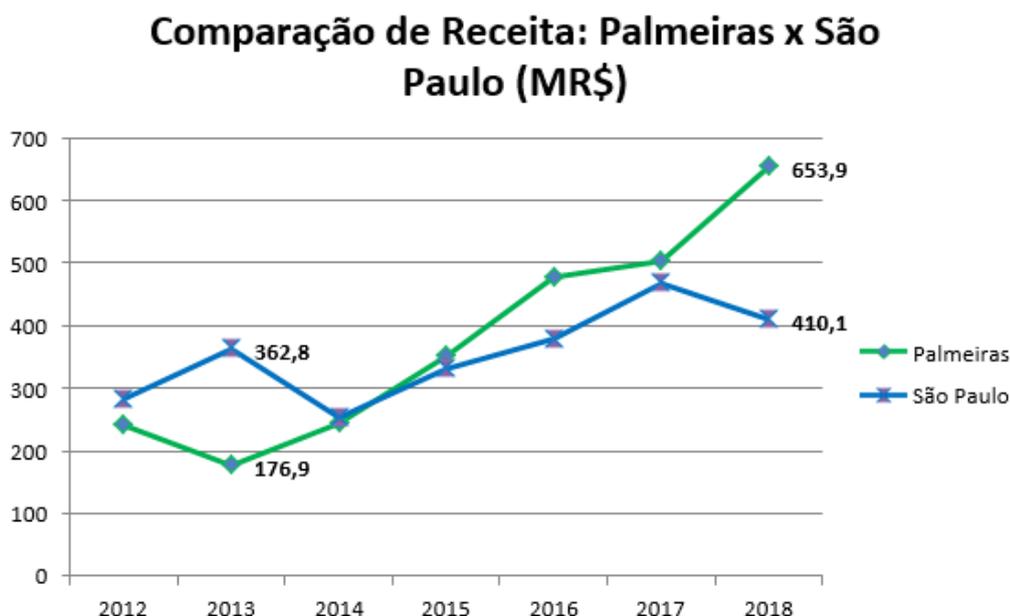
Gráfico 2 - Receita Bruta dos quatro clubes de maior torcida do país



Fonte: Demonstrações financeiras do Palmeiras, São Paulo, Corinthians e Flamengo

O São Paulo em 2013 apresentou o maior valor de receita do futebol brasileiro, alavancada pela sua capacidade histórica em negociar atletas a valores elevados para o mercado, mas nos anos seguintes não obteve êxito em diversificar suas fontes de receita, e acaba encerrando 2018 com o menor valor entre os quatro clubes de maior arrecadação no país, em um processo inverso ao visto no Palmeiras.

Gráfico 3 – Evolução da Receita Bruta: Comparação Palmeiras x São Paulo



Fonte: Demonstrações financeiras do Palmeiras, São Paulo, Corinthians e Flamengo

Já o Palmeiras, com receita alavancada por meio da diversificação, passa a investir fortemente na compra de atletas em busca do protagonismo esportivo no cenário brasileiro. O Clube consegue ser um dos que mais investe em contratações de atletas, e mesmo assim tem mantido resultados superavitários de exercício desde 2015, com geração intensiva de caixa, o que fornece as condições necessárias para a manutenção do atual elenco mais caro do país avaliado em €\$ 116 milhões⁴⁷.

Tabela 5 - Ranking de clubes brasileiros - Valor de mercado

CLUBE	PLANTEL	IDADE	VALOR DE MERCADO TOTAL	VALOR DE MERCADO
Sociedade Esportiva Palmeiras	36	27,9	115,95 M €	3,22 M €
Santos FC	39	24,9	97,95 M €	2,51 M €
Clube de Regatas do Flamengo	32	24,8	95,70 M €	2,99 M €
Grêmio Football Porto Alegrense	36	26,3	84,65 M €	2,35 M €
São Paulo Futebol Clube	37	25,7	83,85 M €	2,27 M €
Sport Club Corinthians Paulista	34	26,9	76,05 M €	2,24 M €
Fluminense Football Club	38	24,3	63,05 M €	1,66 M €
Sport Club Internacional	35	27	61,50 M €	1,76 M €
Cruzeiro Esporte Clube	33	27	51,05 M €	1,55 M €
Clube Atlético Mineiro	40	25,9	48,90 M €	1,22 M €

Fonte: Transfermarkt

⁴⁷ Ranking Transfermarkt

Quando comparado com times europeus, que costumam ter uma gestão mais profissionalizada, a discrepância entre os elencos de clubes brasileiros é clara. Isso porque o valor de mercado do elenco palmeirense, o mais caro do país, se equipara a times de pouca relevância no futebol espanhol, como Getafe (€\$ 125 milhões) e Leganés (€\$105,3)⁴⁸. Mesmo assim, numa análise voltada apenas para o futebol brasileiro, que sempre foi marcado pelo equilíbrio com ao menos cinco clubes por ano tendo condições de brigar de maneira igualitária pelas primeiras posições, o Palmeiras, desde 2016, vem sendo apontado entre diversos jornalistas esportivos como a principal força do futebol brasileiro em termos de qualidade de jogadores, sem que isso comprometa as finanças do clube.

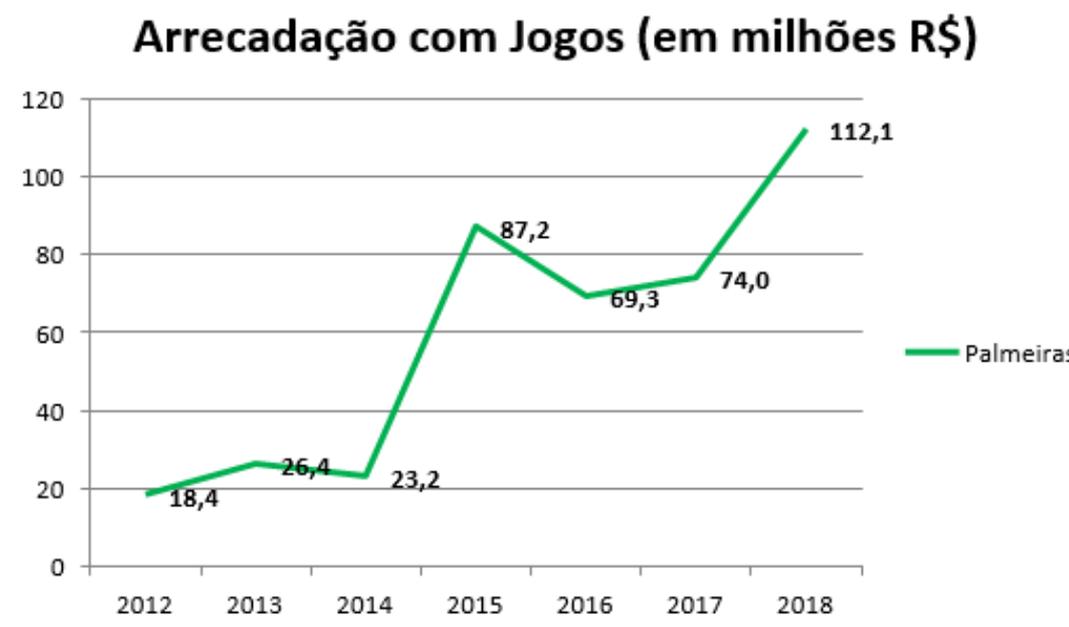
2.1.2.1 Arrecadação com jogos

Como já previamente citado, a inauguração do Allianz Parque representou uma alavancagem significativa ao Palmeiras em termos de arrecadação com jogos. Desde sua inauguração, o clube saltou de R\$ 23,2 milhões arrecadados em 2014 para uma média de R\$85,7 milhões ao ano. O clube atingiu patamar histórico em 2018 ao arrecadar R\$112 milhões com jogos, o que representou 17% do total das receitas e refletiu a boa campanha na Taça Libertadores. Neste caso, o preço cobrado pelos ingressos e a presença de público superaram as médias das demais competições. Foi um total de seis jogos no Allianz Parque na competição internacional, com taxa de ocupação média de 78% e preço médio do ingresso de R\$94 reais. Já no Brasileirão, preço médio em 2018 foi de R\$60, configurando uma receita média por partida de R\$3,2 milhões ao longo da competição.⁴⁹

⁴⁸ Transfermarkt

⁴⁹ Disponível em: <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2018/index.html>

Gráfico 4 - Arrecadação com Jogos



Fonte: Demonstrações financeiras do Clube de 2013 a 2018

O reflexo esportivo do alto grau de investimento feito pelo clube na contratação de atletas nos últimos anos permite ao Palmeiras a manutenção de altas taxas de ocupação no estádio, mesmo com a cobrança dos ingressos mais caros do país. Desde a inauguração do estádio, a taxa de ocupação média do torcedor palmeirense esteve sempre próxima a 70%, com destaque para o ano de 2018 que, com o título brasileiro e a boa campanha no torneio sul-americano, atingiu uma taxa de ocupação média de 74%⁵⁰. O clube só não liderou esses quesitos em 2015 e 2017, anos em que o Corinthians foi campeão nacional.⁵¹ Entretanto, toda a renda advinda com arrecadação de jogos do Corinthians é convertida em pagamento ao fundo responsável pelo financiamento da construção de sua Arena e, portanto, não configura uma importante fonte de receita como visto no Palmeiras.⁵² As receitas geradas até 2014, ano de conclusão da construção da Arena Itaquera, eram advindas da utilização do estádio municipal do Pacaembu.

Na comparação com os outros três clubes de maiores receitas no país, tem-se claro o diferencial que o Allianz Parque trouxe para a arrecadação do clube. O Flamengo não possui arena própria e se utiliza do Maracanã para os seus jogos, além de cobrar ingressos significativamente mais baratos do que o Palmeiras (em

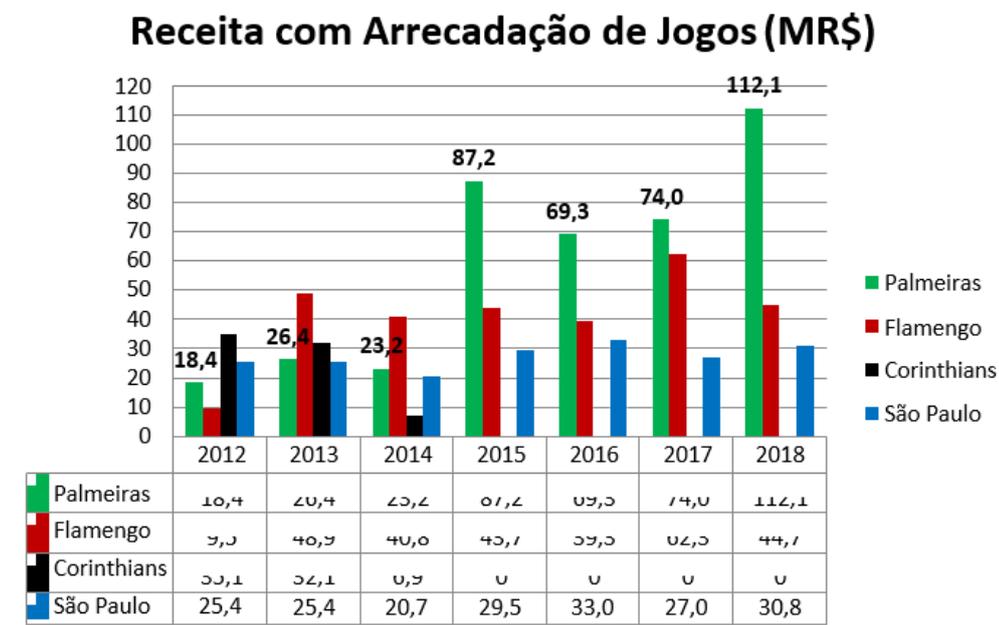
⁵⁰ Disponível em: <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2018/index.html>

⁵¹ Disponível em: <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2017/index.html>

⁵² Demonstrações Financeiras do Corinthians desde 2015.

2018, a média do ingresso no campeonato brasileiro foi de R\$33,00, metade do valor cobrado pelos jogos do Palmeiras. O São Paulo é dono do maior estádio próprio do país⁵³, mas não se adaptou ao conceito das modernas arenas multi-uso inauguradas no pós-copa, além de ter uma baixa taxa de ocupação, que é reflexo das recentes más campanhas esportivas do clube.

Gráfico 5 - Comparação das Receitas com Arrecadação de Jogos



Fonte: Demonstrações financeiras do Clube de 2013 a 2018

2.1.2.2 Plano Sócio Torcedor AVANTI

Após reformulação do plano sócio torcedor, em 2014 o Palmeiras passou a contar com mais uma fonte de receita, e ainda pouco explorada pela maioria dos clubes brasileiros. Ao virar sócio torcedor, o associado paga uma mensalidade em troca de desconto em ingressos e em alguns produtos oficiais da marca. No caso do Palmeiras, os planos variam entre R\$17,99 até R\$779,99⁵⁴, e, desde 2015, é uma fonte de receita recorrente e segura ao clube. O Palmeiras se tornou um dos clube que mais gera receita com sócios em 2018, atrás apenas de Internacional (R\$64 milhões) e Grêmio (R\$80 milhões), dois dos clubes pioneiros na estruturação do

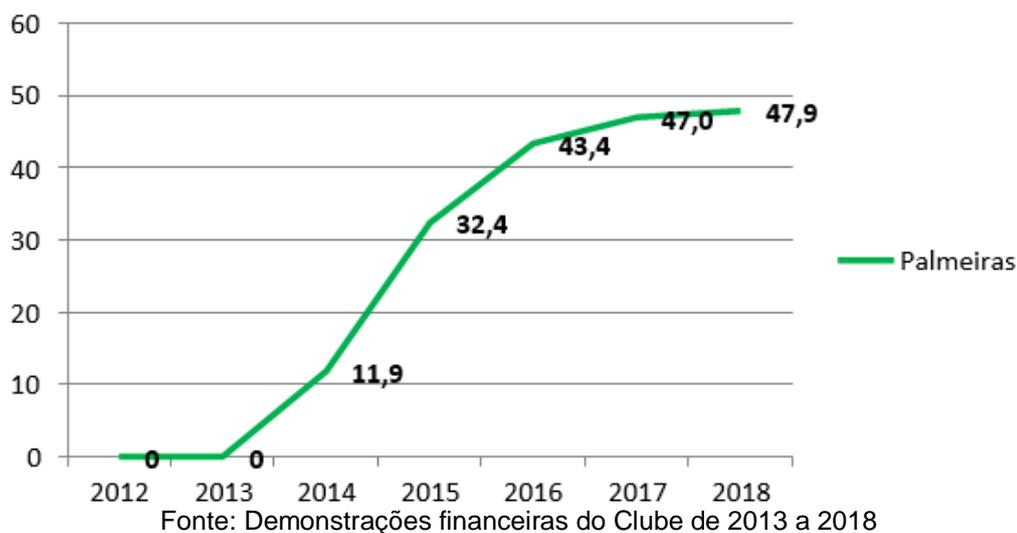
⁵³ Disponível em: <https://www.saopaulo.com.br/morumbi-casa-sao-paulo-f-c-maior-estadio-particular-do-brasil/>

⁵⁴ Disponível em: https://socio-palmeiras.futebolcard.com/plans?qclid=Cj0KCCQjwo7foBRD8ARIsAHTy2wmx_ctjaf6946ApNL9fZ5TnN6gewyVxfMcohTRaDjCdTGwYq3TTEaAqoBEALw_wcB

sócio torcedor no Brasil, e se equiparando ao Flamengo, clube de maior torcida no país, ambos com R\$48 milhões.⁵⁵

Gráfico 6 - Evolução das Receitas com Sócio Torcedor Avanti

Receita com AVANTI (em milhões R\$)



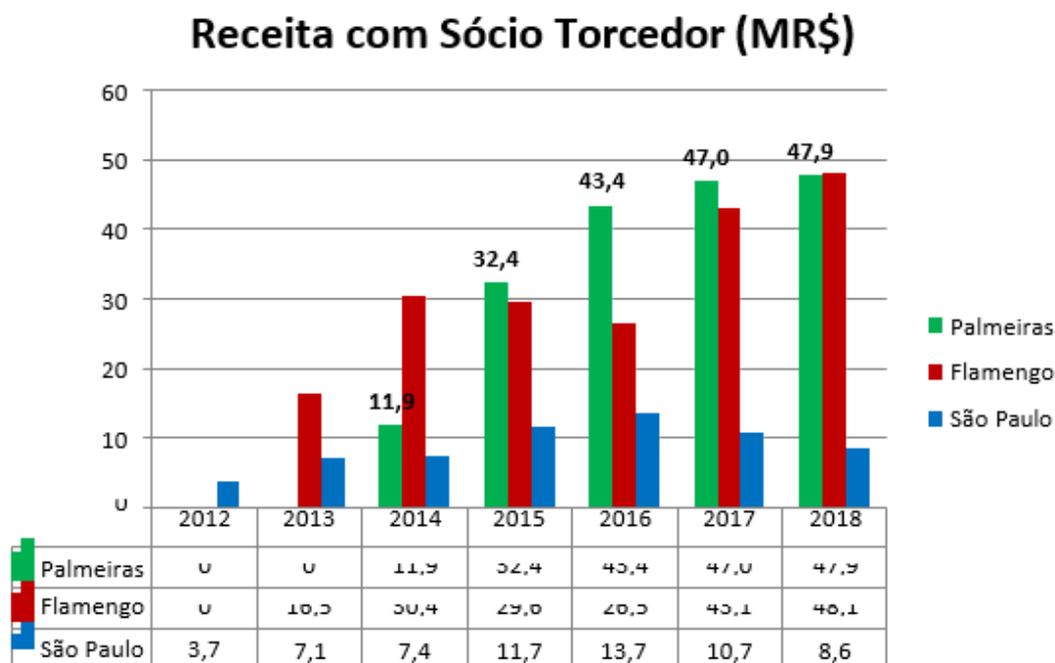
Pelo gráfico nota-se que o crescimento da receita tem conexão com a inauguração da Arena, pois ingressos mais caros sustentam a busca por descontos que os planos oferecem. Paralelamente, as boas campanhas desde 2015 também influenciam na receita. Conforme já citado anteriormente, times competitivos, que oferecem as condições para conquistas de títulos, tendem a atrair cada vez mais torcedores aos estádios e à adesão ao plano sócio torcedor.

Dos times utilizados na comparação, apenas o Flamengo conseguiu usufruir de uma fonte de receita significativa e recorrente como o Palmeiras. O São Paulo formulou o plano até com certo pioneirismo, mas não foi capaz de estruturá-lo de maneira a equiparar as receitas com as do Palmeiras, também reflexo dos maus resultados esportivos nos últimos anos, que reflete em um afastamento na relação clube-torcedor, como já visto no quesito de arrecadação com jogos. No caso corinthiano, não há abertura de receita para o Plano Fiel-torcedor, por isso não será utilizado nessa comparação, mas sabe-se que os valores gerados estão próximos

⁵⁵ Disponível em: <https://www.lance.com.br/futebol-nacional/quem-quer-dinheiro-estudo-divulga-ranking-dos-clubes-com-maiores-receitas-brasil.html>

aos do São Paulo, mesmo sendo um dos clubes com o maior número de associados no Brasil⁵⁶.

Gráfico 7 - Comparação da Receita com Sócio Torcedor



Fonte: Demonstrações financeiras do Flamengo e São Paulo

2.1.2.3 Patrocínio

Muitos jornalistas esportivos atribuem o sucesso financeiro do Palmeiras exclusivamente ao seu patrocinador máster. É fato que a CREFISA se consolidou como principal fonte de receita do clube nos últimos anos, representando 20% do total das receitas geradas entre 2015 e 2018, mas as receitas não são suficientes pra justificar o argumento de que o Palmeiras depende da patrocinadora financeiramente.⁵⁷

Em 2013 e 2014, a falta de um patrocinador máster era uma das principais críticas à gestão de Paulo Nobre. Sob a justificativa de que as propostas recebidas não atendiam os parâmetros solicitados pelo clube, o Palmeiras deixou de receber nestes dois anos uma fonte de receitas significativa⁵⁸. Se em 2012, com o patrocínio máster da Kia Motors, o clube arrecadou cerca de R\$44,2 milhões, em 2013 esse

⁵⁶ Disponível em: <https://www.meutimao.com.br/forum-do-corinthians/bate-papo-da-torcida/147186/fiel-torcedor-receita-do-programa>

⁵⁷ DF's 2013-2018

⁵⁸ Disponível em: <http://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/2015/01/palmeiras-vence-concorrenca-do-sao-paulo-e-fecha-com-patrocinador.html>

valor caiu para R\$24,5 milhões e, no ano seguinte, para R\$17,5 milhões, integralizado em sua maior parte pelos valores de contrato com seu fornecedor de material esportivo até então, a Adidas.⁵⁹

Em 2015, o cenário se altera completamente com o acordo com a CREFISA como patrocinador máster e exclusivo na camisa do clube, por valores fixos inicialmente acordados em R\$23 milhões ao ano⁶⁰, subindo para R\$66 milhões em 2016⁶¹ e renovado em 2017, para R\$ 72,5 milhões anuais⁶². Após a renovação no fim de 2018, o valor do contrato supera R\$80 milhões, valor muito acima da média de mercado⁶³.

A parceira também contribuiu na contratação de jogadores importantes durante esses quatro anos de parceria, por valores que anteriormente eram contabilizados na conta de patrocínio. Entretanto, após a CREFISA ser multada pela Receita Federal, que considerou ilegal a forma como a empresa fez o aporte para contratações e exigiu uma mudança de termos no contrato, a administração do Palmeiras aprovou em 2018 aditivos nos contratos que alocaram esses valores (R\$142,7 milhões) na conta de empréstimos e financiamentos, já com os juros contabilizados. A forma como esse valor será quitado, entretanto, não representa uma pressão de liquidez ao clube, conforme trecho retirado da “Nota 8 – Empréstimos e Financiamentos” da demonstração financeira de 2018:

Com base nos aditivos contratuais celebrados em 2018 entre o Clube e sua patrocinadora máster, CREFISA S/A - Crédito, Financiamento e Investimentos, determinadas transações realizadas originalmente como patrocínios foram alteradas para empréstimos vinculados à aquisição de determinados atletas do futebol profissional.

Com isso foi reconhecido nesta rubrica o saldo da obrigação a pagar acrescido de encargos financeiros (CDI) devidos até a data do

⁵⁹ Demonstrações Financeiras 2013 – 2018.

⁶⁰ Disponível em: <http://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/2015/01/palmeiras-vence-concorrenca-do-sao-paulo-e-fecha-com-patrocinador.html>

⁶¹ Disponível em: <https://www.terra.com.br/esportes/lance/CREFISA-representou-19-das-receitas-do-palmeiras-em-2016-veja-a-relacao,84d63cc8fa5fad82475cb9fd14ad456dntkpfh0k.html>

⁶² Disponível em: <http://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/2017/02/palmeiras-oficializa-renovacao-com-CREFISA-por-mais-dois-anos.html>

⁶³ Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/renovacao-com-CREFISA-dara-ao-palmeiras-cerca-de-r-81-milhoes-em-patrocinio-por-ano.ghtml>

balanço. A liquidação desta dívida ocorrerá nas seguintes condições e prazos previstos nos correspondentes aditivos contratuais:

a) Em caso de venda do atleta: restituição do saldo devedor (principal e juros) será realizada após o recebimento deste pelo Clube. Caso o valor do recebimento seja menor que o saldo da dívida, o Clube deverá efetuar o pagamento da diferença em até 24 meses;

b) Em caso de término definitivo do vínculo trabalhista: O saldo devedor (principal e juros) será liquidado em até 02 anos contados da data do término definitivo do vínculo trabalhista entre Clube e atleta.

Devido à liquidação estar condicionada ao término do contrato de trabalho ou quando da venda do atleta, o Clube reconheceu o saldo do empréstimo no passivo não circulante.

Como o clube zerou suas dívidas bancárias em 2016⁶⁴ e amortizou o total de suas obrigações com o fundo que geria os empréstimos feitos pelo presidente Paulo Nobre, o valor devido à CREFISA passou a ser a única obrigação que o clube possui na conta de financiamentos, com juros bem abaixo do que os praticados por entidades financeiras e vencimentos que não sugerem uma pressão em cima da geração de caixa do clube. Mesmo em caso de não venda do atleta e consequente necessidade de arcar com o valor integral ao pago pela CREFISA no momento da contratação, o clube já demonstrou capacidade de angariar fundos significativos com receitas não recorrentes, como a venda de atletas feita em 2018, que atingiram valor líquido de quase R\$170 milhões. Apenas uma dessas vendas teve impacto em termos de qualificação do elenco, caso do zagueiro Yerry Mina, que era titular, enquanto as demais vendas eram de jogadores oriundos da base, com pouco espaço no time profissional, ou que atuavam por empréstimos em outros clubes brasileiros.

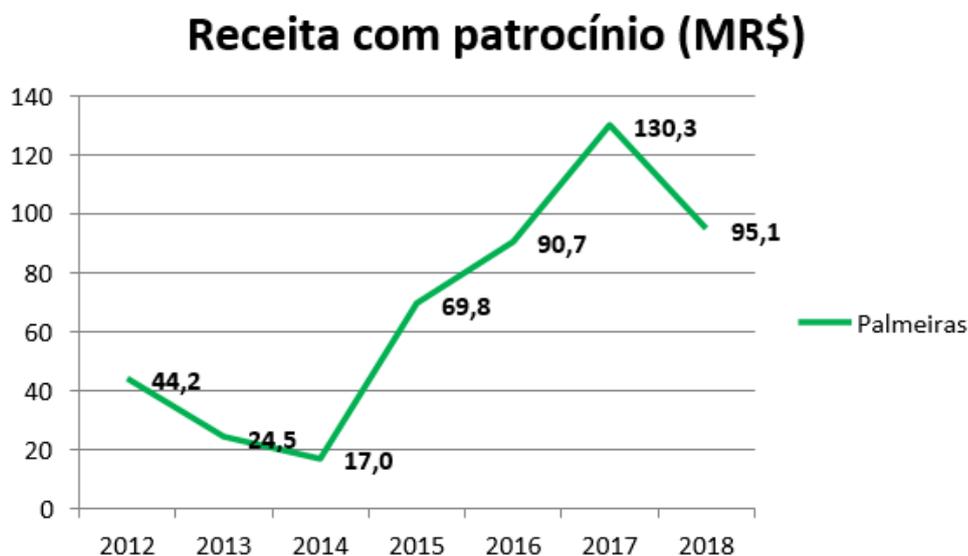
O clube contabiliza em seu ativo intangível o valor de R\$279,3 entre atletas base e profissionais⁶⁵. Mesmo se tratando de ativos difíceis de mensurar, já que seu valor pode sofrer alterações rapidamente por conta da dinâmica do esporte e das condições de mercado, ainda é possível assumir que o Palmeiras dispõe de uma fonte segura de receita para cobrir possíveis necessidades de curto prazo.

⁶⁴ DF's 2016

⁶⁵ DF's 2018

Como já citado anteriormente, o clube renovou no fim de 2018 o contrato com a CREFISA por mais três anos, com valores anuais fixos de R\$80 milhões, com a adição de R\$ 15 milhões de luvas e ainda R\$6,8 milhões em “propriedades de marketing” (que inclui salários de jogadores), o que totaliza R\$102,8 milhões⁶⁶. Disparado o patrocínio mais vantajoso do país, esse valor se equipara ao recebido por clubes europeus: se aplicarmos uma taxa cambial média de R\$4,3 reais para o euro, o valor resultante de €24 milhões é inferior apenas aos recebidos pelos gigantes espanhóis (Barcelona e Real Madrid), da potência alemã (Bayern de Munique), do novo rico francês (Paris Saint-Germain) e do top seis times ingleses (Liverpool, Manchester City, Manchester United, Arsenal, Chelsea e Tottenham).⁶⁶

Gráfico 8 - Evolução da Receita com Patrocínio



Fonte: Demonstrações financeiras do Palmeiras

No futebol brasileiro, apenas o Flamengo consegue chegar a valores próximos com patrocínio e publicidade, pelos seguintes motivos:

- i. ser o clube de maior torcida no país,
- ii. receber crescentes e elevados investimentos no futebol,

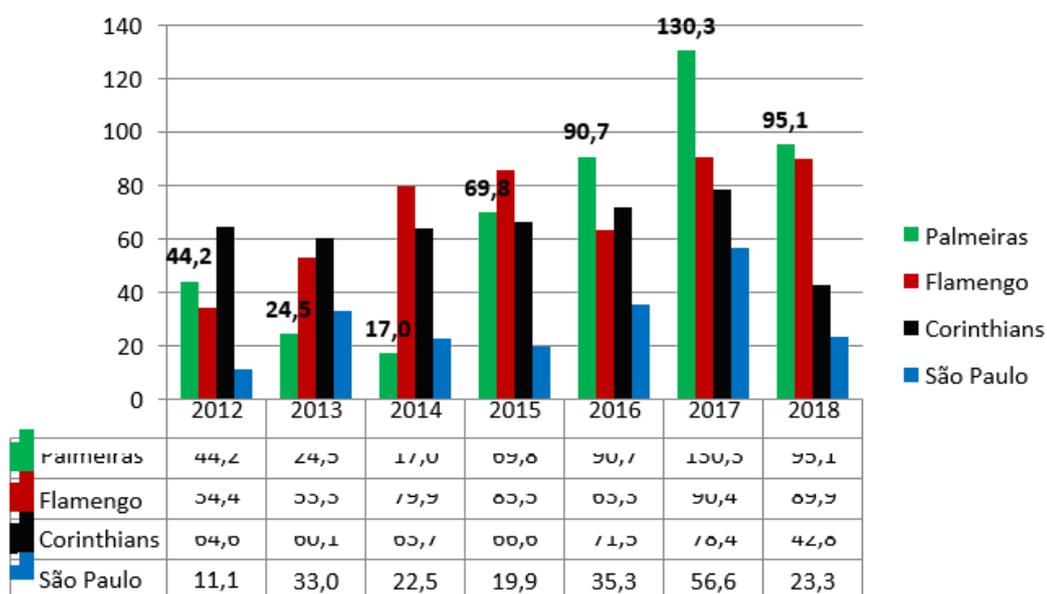
⁶⁶ Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/renovacao-com-CREFISA-dara-ao-palmeiras-cerca-de-r-81-milhoes-em-patrocínio-por-ano.ghtml>

- iii. figurar nos últimos anos entre as primeiras colocações no campeonato brasileiro, mesmo que isso ainda não tenha se traduzido em títulos de expressão nacional⁶⁷.

O Corinthians já há alguns anos também tem recebido valores elevados com patrocínio, com o reflexo do sucesso esportivo com diversos títulos de expressão nos últimos 10 anos, entre eles três Campeonatos Brasileiros, uma Libertadores e um Mundial de Clubes da FIFA. Entretanto, em 2018 o clube fechou o ano sem um patrocinador máster, o que refletiu em uma queda significativa nessa fonte de receita no ano⁶⁸.

Gráfico 9 - Comparação de receitas com Patrocínio

Receita com Publicidade e Patrocínio (MR\$)



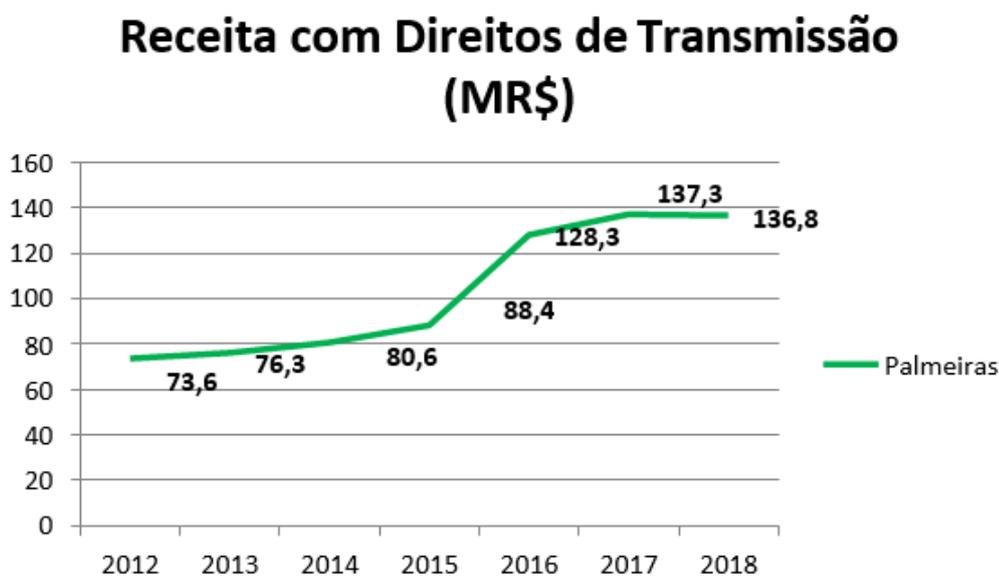
Fonte: Demonstrações financeiras do Palmeiras

⁶⁷ DF's Flamengo

⁶⁸ DF's 2018 Corinthians

2.1.2.4 Direitos de Transmissão

Gráfico 10 - Receita com Direitos de Transmissão



Fonte: Demonstrações financeiras do Palmeiras

Com relação aos direitos de transmissão, em 2018 o Palmeiras só ficou atrás de Corinthians e Flamengo que, por possuírem as duas maiores torcidas do país (37,5 milhões e 29 milhões respectivamente, enquanto o Palmeiras é o quarto no quesito com 12,5 milhões)⁶⁹, sempre desfrutaram de maior prestígio com a dona dos direitos de transmissão do futebol brasileiro em TV Aberta e sistema *Pay Per View*, o Grupo Globo, tendo arrecadado, em 2018 R\$197,8 milhões e R\$222,5 milhões respectivamente. Até a renovação de contrato em 2019, o Palmeiras mantinha valores em patamares semelhantes aos, recebidos pelo São Paulo, mesmo que este possua também uma torcida quantitativamente maior.

Ao negociar a renovação com a Rede Globo, o Palmeiras⁷⁰ se aproveitou do maior poder de barganha que possuía, por conta dos resultados esportivos obtidos nos últimos anos e por liderar no primeiro semestre do ano o campeonato brasileiro. Além disso, a estrutura financeira consolidada do clube reduz sua dependência com relação à receita por direitos de transmissão. Dessa forma, após uma negociação que se arrastou por meses, o clube acertou valores anuais de R\$95 milhões pela transmissão do campeonato brasileiro, entre luvas e valor garantido do *Pay Per*

⁶⁹ IBGE

⁷⁰ Disponível em: <https://veja.abril.com.br/placar/acordo-com-globo-faz-palmeiras-ter-terceiro-maior-contrato-de-pay-per-view/>

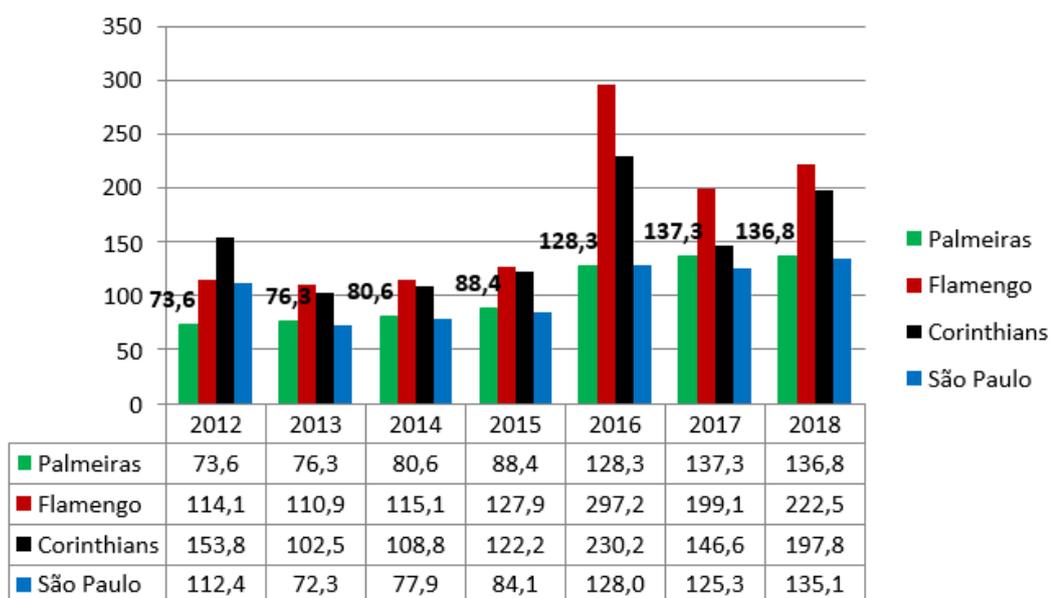
View, enquanto Flamengo e Corinthians recebem cerca de R\$120 milhões cada⁷¹. Todos os valores podem aumentar dependendo da posição na tabela do clube.

Com relação à transmissão em TV fechada, o clube já havia firmado acordo com o Grupo Turner para as transmissões do campeonato brasileiro e recebeu cerca de R\$100 milhões só em luvas pela assinatura⁷². Não foi possível acessar os valores contratuais acordados para a transmissão dos jogos do clube, mas estima-se que o valor total a ser arrecadado em 2019 na conta de direitos de transmissão deva superar o de 2018, tendo em vista a renovação com a Globo e a expectativa de que o clube atinja resultados esportivos expressivos no ano.

Mesmo com isso em mente, neste ponto de geração de receita, Corinthians e Flamengo sempre terão vantagem com relação aos demais, até por isso é importante para o Palmeiras (e demais clubes) conseguir outras fontes de receita capazes de mitigar esse efeito histórico e que ainda deva permanecer durante muitos anos.

Gráfico 11 - Comparação da Receita com Direitos de Transmissão

Receita com Direitos de Transmissão (MR\$)



Fonte: Demonstrações financeiras do Palmeiras

⁷¹ Disponível em: <http://chuteirafc.cartacapital.com.br/entenda-acordo-palmeiras-e-globo-no-contrato-fechado-de-transmissao-do-brasileirao-ate-2024/>

⁷² DF's 2016.

2.1.2.5 Negociação de atletas

Por se tratar de fontes de receita não recorrentes, mas que podem socorrer o clube em momentos de necessidade de geração de caixa em um curto prazo, esse ponto também será tratado como parte da diversificação das receitas.

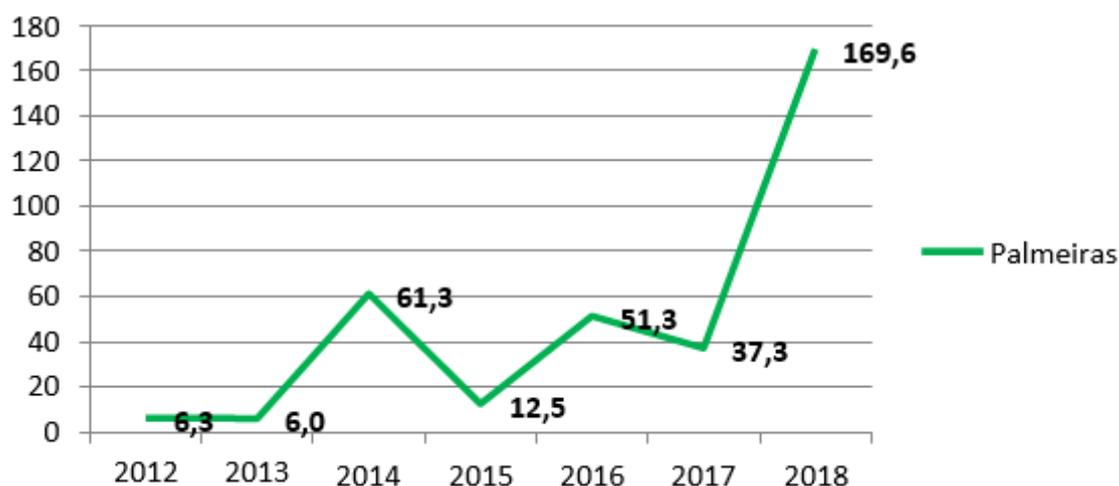
No Brasil, a negociação de atletas historicamente tem sido, junto com os direitos de transmissão, a principal fonte de receita com o futebol. A discrepância econômica do país com os clubes europeus tornam os atletas que atuam no futebol nacional uma ótima opção de mercado, a preços relativamente baixos, para os clubes que atuam nas principais ligas mundiais e que movimentam receitas significativamente maiores que as vistas no cenário brasileiro. Por isso, clubes brasileiros que sempre se destacaram nesse quesito, como o São Paulo Futebol Clube e o Santos Futebol Clube⁷³, foram capazes de manter-se em níveis de protagonismo num período em que as receitas do futebol brasileiro eram pouco diversificadas.

Entretanto, como cada vez mais se elevam as cifras envolvidas no esporte, tal geração de receita passou a ser insuficiente para manutenção de uma estrutura competitiva, como vemos claramente o caso do SPFC, que continua gerando recursos elevados com vendas, mas que há anos não consegue emplacar bons resultados esportivos. Ou seja, mesmo que ainda tratemos como uma fonte importante de receita, principalmente quando a venda envolve atletas que custaram relativamente pouco ao clube, como é o caso daqueles formados na base, é importante que esta não possua peso extremamente significativo na receita total gerada pelo clube.

⁷³ Disponível em: https://www.espn.com.br/futebol/artigo/_id/4774888/o-ranking-dos-clubes-brasileiros-que-mais-ganharam-dinheiro-com-venda-de-jogadores-desde-2010

Gráfico 12 - Receita com negociações de atletas

Receita com venda de atletas (em milhões R\$)



Fonte: Demonstrações financeiras do Palmeiras

O Palmeiras historicamente era pouco notabilizado por sua capacidade de gerar receitas elevadas a partir da venda de atletas. Contudo, parte da reestruturação do clube passou por maiores investimentos nos times de base, oferecendo melhores condições de treino e preparação, como a construção do centro de treinamento em Guarulhos e com profissionais atuando no mundo inteiro na busca por revelações que se encaixem no padrão buscado pelo clube. O resultado dos times de base atingiram um novo patamar, com títulos conquistados em diversas categorias, sendo o mais recente o bicampeonato mundial da categoria sub-17⁷⁴.

Investimentos na base se constituíram em novas receitas para o clube. Apenas em 2018, três jogadores da categoria foram vendidos para o futebol europeu pelo valor bruto de 10 milhões de euros. Em 2019, o clube já acertou a venda do lateral Luan Candido, figura constante nas convocações das seleções de base, por 8 milhões de euro e ainda possui diversas sondagens por outros jovens talentos, já

⁷⁴ Disponível em: <http://www.palmeiras.com.br/news/2019/06/15/sub-17-do-palmeiras-conquista-o-bicampeonato-do-mundial-de-clubes-na-espanha.shtml>

que teve mais quatro jovens convocados para a disputa do último sul-americano sub 20 disputado⁷⁵.

A base de jogadores do clube constitui um elemento importante numa análise de crédito para clubes de futebol, pois tende a garantir sustentação financeira e esportiva por prazos mais longos, como é facilmente observado no Santos, clube com capacidade de investimento muito menor que o Palmeiras, mas que consegue se manter competitivo por conta de suas revelações, como Neymar e Robinho, por exemplo. Em 2018, o jogador Rodrygo foi vendido ao Real Madrid por 45 milhões de euros (cerca de R\$193 milhões considerando a taxa de câmbio no período da venda), antes mesmo de completar 18 anos⁷⁶. Por mais que o Palmeiras utilize pouco de seus jogadores revelados no elenco profissional, até por possuir o elenco mais valioso do país, o clube pode usufruir da formação de atletas para repor possíveis necessidades de caixa e também possíveis lacunas no elenco que podem ser geradas a partir de vendas de atletas profissionais.

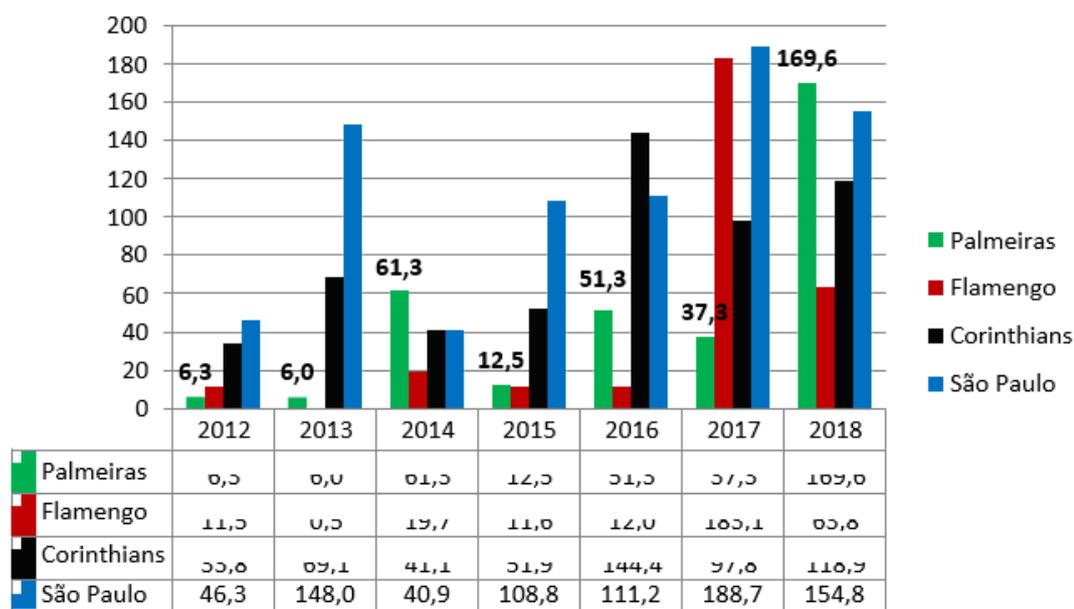
No gráfico de comparação abaixo, podemos ver como tal receita pode variar significativamente de um ano para o outro, e como o São Paulo conseguiu sempre manter patamar elevado de arrecadação, mesmo com o atual mau momento vivido pelo clube.

⁷⁵ Disponível em: <http://www.palmeiras.com.br/news/2018/12/14/convocados-ao-sul-americano-sub-20-do-verdao-comemoram-chance-na-selecao-brasileira.shtml>

⁷⁶ Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/sp/santos-e-regiao/futebol/times/santos/noticia/rodrygo-do-santos-assina-contrato-com-o-real-madrid-ate-2025.ghtml>

Gráfico 13 – Comparação de receita com negociação de atletas

Receita com Negociação de Atletas (MR\$)



Fonte: Demonstrações financeiras do Palmeiras

O percentual que esta fonte representa no total de receitas geradas pelo clube também é um fator importante da análise, já que mostra o grau de dependência que o clube tem com as receitas advindas de um fator com certo grau de imprevisibilidade e que pode afetar diretamente nos resultados esportivos de um clube. Isso porque pode representar uma perda significativa em termos de qualidade de elenco no futebol, como é o caso do São Paulo nos últimos anos. Também é o caso do Corinthians, em 2016, que negociou seus principais jogadores da conquista do Brasileiro de 2015, permitindo uma arrecadação de R\$144 milhões⁷⁷, mas que resultou em fraco desempenho esportivo no ano, encerrando o campeonato brasileiro na sétima colocação. Por isso, não se classificou para a Taça Libertadores da América no ano seguinte.

Tendo isso em vista, um ponto que se destaca no Palmeiras foi o fato de ter arrecadado quase R\$170 milhões na venda de atletas em 2018⁷⁸, sem prejuízo qualitativo no elenco, que se sagrou campeão brasileiro naquele ano. Em 2019, o clube ainda tem conseguido superar o assédio do exterior, principalmente do futebol

⁷⁷ DF's Corinthians 2016.

⁷⁸ DF's Palmeiras 2018

chinês, e manteve todos os jogadores importantes campeões do ano anterior⁷⁹. Aproveitando-se da sua sólida estrutura financeira, o clube superou, dessa forma, uma tendência histórica no Brasil, onde times que obtinham resultados esportivos expressivos eram desmantelados no ano seguinte por conta do assédio financeiro de clubes da Europa e, mais recentemente, da China.

2.1.2.6 Eficiência operacional

Neste ponto avalia-se as relações entre receitas, custos e resultado esportivo com os gastos feitos no futebol, tendo em vista que o esporte é imprevisível e muitas vezes o melhor time, com maior investimento, obtém resultados inferiores a clubes com investimentos significativamente menores. Além disso, analisa-se o perfil de atração do clube para com patrocinadores e mídia, permitindo-lhe maior poder de barganha na negociação de contratos com duas das principais fontes de receitas no meio futebolístico.

Outra questão importante é ocupação média do estádio e preço dos ingressos, de forma a avaliar o fator lealdade do torcedor mesmo em situações nas quais os resultados esportivos ficam aquém do esperado ou quando os preços dos ingressos estão acima do que o espetáculo oferece e do que a grande maioria da população tem condições de arcar.

Como já citado, o Palmeiras mantém elevadas médias de ocupação de seu estádio durante os jogos, tem obtido resultados esportivos em linha com os altos investimentos realizados e a elevada e diversificada geração de receita tem sido capaz de sustentar os altos custos envolvidos na manutenção do elenco mais valioso do país.

Com o maior valor recebido por patrocínio do país, terceira maior receita com direitos de transmissão, maior arrecadador com jogos, plano sócio torcedor estruturado que gera a terceira maior renda do país, conclui-se que o clube tem uma estrutura sólida e estável de geração de receita, sem necessidades imediatas de venda de atletas para arcar com obrigações. Nos últimos quatro anos, o clube gerou

⁷⁹ Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/palmeiras-supera-assedio-a-jogadores-e-constroi-elenco-com-contratos-a-longo-prazo.ghtml>

uma média superior a R\$ 200 milhões por ano⁸⁰ de caixa a partir de suas operações, comparável a nível nacional apenas com o Flamengo, demonstrando uma estrutura operacional eficiente e capaz de arcar com os elevados custos com o futebol e com as obrigações de curto prazo do clube.

2.1.3 Rentabilidade

De acordo com a demonstração financeira do Palmeiras, o clube apresentou as seguintes receitas e despesas operacionais em 2018:

Tabela 6 - DRE 2018

	Notas	Futebol profissional	Futebol amador	Clube social e esportes amadores	Total
Receitas operacionais					
Direitos de transmissão de TV		136.724	-	-	136.724
Publicidade e patrocínio		95.123	-	353	95.476
Arrecadação de jogos		112.127	381	3.925	116.433
Negociação de atletas		169.585	-	-	169.585
Sócio torcedor Avanti		47.870	-	-	47.870
Timemania e outros		2.052	-	-	2.052
Premiações		33.104	-	-	33.104
Arrecadação social		-	-	37.529	37.529
Licenciamentos da marca e franquias		5.250	-	27	5.277
Departamentos amadores		-	-	38	38
Rendas diversas		152	84	9.526	9.762
		601.987	465	51.398	653.850
Despesas operacionais					
Pessoal e encargos sociais		(174.956)	(4.220)	(31.277)	(210.453)
Despesas com direito de imagem		(79.681)	-	(28)	(79.709)
Despesas com jogos		(31.919)	(682)	(101)	(32.702)
Despesas sócio torcedor Avanti		(30.635)	-	-	(30.635)
Despesas gerais e administrativas	13	(98.413)	(1.287)	(28.731)	(128.431)
Depreciação e amortização		(978)	(79)	(4.997)	(6.054)
Amortização - direitos com jogadores		(80.660)	(291)	-	(80.951)
Baixa de gastos com atletas		(19.724)	(12.146)	-	(31.870)
		(516.966)	(18.705)	(65.134)	(600.805)

Excluindo da conta de despesas operacionais as depreciações e amortizações, que no ano somaram cerca de R\$87 milhões, o EBITDA (Receitas operacionais – Despesas operacionais) foi de R\$140,1 milhões, com margem EBITDA de 21,4%, o que equivale à escala “Average”.

Com relação ao valor concreto de margem EBITDA utilizado na análise do nível de rentabilidade, utilizar-se-á a média para os cinco anos de análise conforme tabela abaixo:

⁸⁰ DF's Palmeiras 2013 - 2018

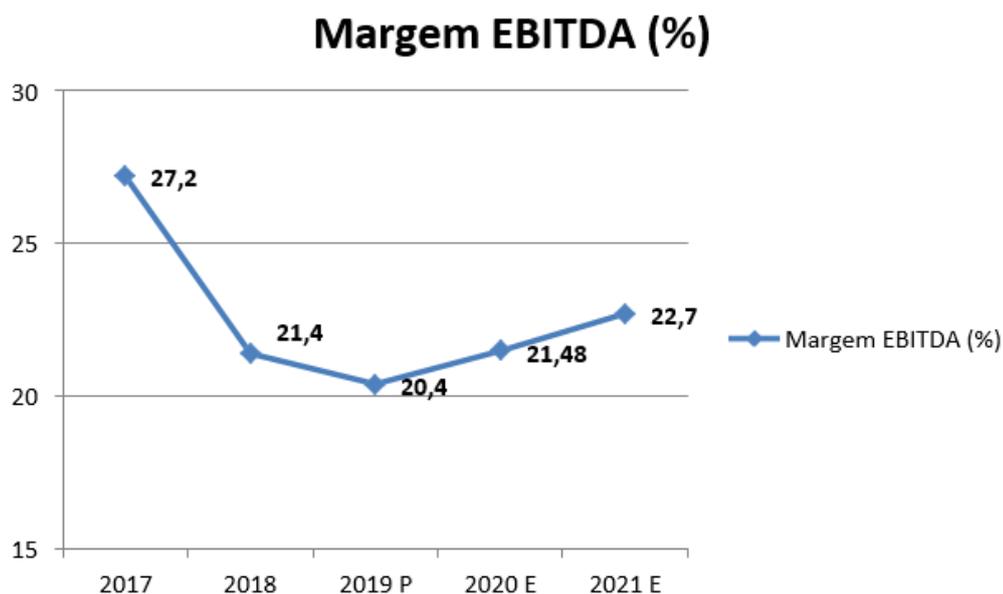
Tabela 7 - EBITDA

	2017	2018	2019 P	2020 E	2021 E	Média do período
Receita líquida	503,7	653,9	620,9	641,37	663,41	616,7
EBITDA Ajustado	137,1	140,1	126,4	137,8	150,3	138,3
Margem EBITDA (%)	27,2	21,4	20,4	21,48	22,7	22,6

Os valores de EBITDA da projeção foram gerados e descritos durante a análise do Perfil de Risco Financeiro, com a descrição de todo o processo de projeção realizado pelo estudo.

O valor médio de 22,6%, para os dois últimos resultados anuais realizados, combinado com as projeções para o ano atual e os dois próximos em sequência, sustenta a avaliação de nível de rentabilidade na média para o setor.

Gráfico 14 - Margem EBITDA (%)



A rentabilidade média dos últimos sete anos, avaliada pela métrica de margem EBITDA, sustenta a classificação final da rentabilidade como “Average”.

2.2 Perfil do risco financeiro

2.2.1 Panorama Geral da Reestruturação

2.2.1.1 Reconstrução Financeira do Palmeiras – “Primeiros tijolos”

A reconstrução financeira do clube tem início em 2013, com a eleição para o primeiro mandato do Paulo Nobre, um milionário com reconhecimento no mercado financeiro⁸¹. A situação econômica e esportiva do clube no momento em que o novo presidente assume era delicada: recém-rebaixado para série B, com 90% das receitas para o ano previamente antecipadas por gestões anteriores⁸² e com dívidas bancárias que atingiam o valor de R\$ 67,5 milhões, sendo R\$46,3 milhões com vencimentos de curto prazo e juros elevados, por conta dos riscos inerentes atribuídos ao futebol que aumentam o retorno sobre um empréstimo junto a um banco⁸³. No ano fiscal de 2012, o clube pagou cerca de R\$ 18,5 milhões só em juros de dívida.

Dívidas bancárias em 2012⁸⁴:

⁸¹ Disponível em: <https://www.terra.com.br/esportes/palmeiras/empresario-e-piloto-de-rali-conheca-novo-presidente-do-palmeiras,3b55b7969706c310VgnVCM20000099cceb0aRCRD.html>

⁸² Disponível em: https://www.vice.com/pt_br/article/9a9ja3/como-o-palmeiras-saiu-da-lama-para-se-tornar-uma-potencia-esportiva-e-financeira

⁸³ DF's 2013

⁸⁴ DF's 2013

Tabela 8 - Dívidas bancárias

Instiruição Financeira	Taxa	Garantia	Modalidade	Valor (em milhares de reais)
BMG S.A.	(CDI + 0,68%, (1,95%), (1,83%) e (1,92% ao mês)	Avalistas, Antecipação de recebíveis	Capital de Giro	35.823
BANIF S.A.	(CDI + 0,75%) e (1,5% + CDI) ao mês	Contrato de Patrocínio	Capital de Giro	22.252
Bradesco S.A.	CDI + 0,82% ao mês	Antecipação de recebíveis	Capital de Giro	6,157
Bradesco S.A.	1,90% ao mês	Antecipação de recebíveis	Conta garantida	70
Bradesco S.A.	2,50% ao mês	O próprio bem	Leasing	15
Bradesco S.A.			Conta corrente negativa	377
Mercedes Benz	2,50% ao mês	O próprio bem	Leasing	29
Banco ABC do Brasil S/A	1,60% ao mês	Antecipação de recebíveis	Capital de Giro	2.824
TOTAL				67.547

Para aliviar a carga financeira referente a empréstimos junto aos bancos, Paulo Nobre tomou uma medida pouco usual no meio futebolístico: emprestou cerca de R\$70 milhões do próprio bolso, a uma taxa entre 9% e 12% ao ano (bem abaixo das praticadas por entidades financeiras), e obteve sucesso na renegociação com demais credores, aliviando o saldo de curto prazo.

Dessa forma, o Palmeiras reduziu seu saldo de dívida bancária quase pela metade, para R\$34,7 milhões, sendo R\$21,2 milhões com vencimentos de curto prazo. O pagamento de juros a esses empréstimos reduziu para R\$9,8 milhões, uma melhora significativa em comparação ao ano anterior⁸⁵.

Entretanto, essa melhora na qualidade da dívida no clube não refletiu em efeitos positivos no resultado financeiro com relação ao exercício encerrado em 2013, justificado pelo baixo valor de receita total, já previamente comprometida por gestões anteriores. O clube ainda dependia fortemente de receitas advindas dos direitos de transmissão e fechou o ano fiscal sem um patrocinador máster. Somado a isso, a construção da Arena multiuso “Allianz Parque” ainda não havia sido concluída e o programa sócio torcedor não estava estruturado. Neste ano, o clube somou o valor de receita total de apenas R\$176,8 milhões, conforme demonstração financeira do clube no ano.

⁸⁵ DF's 2013

O valor total de dívida do clube, que soma “Empréstimos e Financiamentos” (R\$34,7 milhões), “Partes Relacionadas” (R\$75,1 milhões), “Títulos a pagar” (R\$51,3 milhões) e “Impostos Parcelados” (R\$46,4) atingiu R\$207,5 milhões, ou seja, valor 17% maior do que o clube gerou de receita no ano⁸⁶. Para as métricas do critério, o valor de Dívida/EBITDA ficou em 5,1x, o de FFO/Dívida em 15,1% e o Palmeiras ainda consumiu caixa com suas operações, produzindo um CFO/Dívida negativo, enquadrando o clube numa avaliação “Altamente alavancado”, conforme critério da S&P.

No quesito esportivo, pode-se dizer que o principal objetivo da temporada, que era o acesso à série A, foi cumprido sem dificuldades. Entretanto, com um elenco modesto, mas suficiente para o baixo nível competitivo do campeonato em questão, era necessário investimento no futebol para competir em alto nível no ano de 2014.

No segundo ano do primeiro mandato de Paulo Nobre, houve uma reestruturação no elenco, com gastos que atingiram cerca de R\$48,8 milhões em novos jogadores durante o ano. Para financiar esse investimento, a administração aprovou uma operação junto a um Fundo de Direitos Creditórios (FIDC), o “*Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Academia Esportiva*”, administrado pela Votorantim Asset Management e cujo único acionista é o próprio presidente Paulo Nobre⁸⁷. O clube passou a ter dívida de R\$104,9 com o fundo, mas com juros muito mais baixos do que o praticado pelos bancos e este passa a atuar como credor das dívidas bancárias do clube. Neste ano, Paulo Nobre emprestou mais R\$91,4 milhões ao clube e os valores alocados em “Partes Relacionadas”, cujo saldo no início do ano era de R\$75 milhões, foram em boa parte transferidos para o fundo. O valor total da dívida do clube subiu de R\$207,5 milhões no fim de dezembro de 20/13 para R\$255,1 milhões no fim de 2014, mas os gastos com juros caíram quase pela metade e o perfil da dívida mostrou-se mais seguro.

As receitas se elevaram para R\$244 milhões, mas alavancada com vendas de jogadores, e não como reflexo de uma maior diversificação das receitas recorrentes, já que a operação do estádio teve início apenas no fim do ano, impacto

⁸⁶ DF's.

⁸⁷ DF's 2014

que poderia ser notado no ano seguinte. Além disso, o clube continuava sem um patrocínio máster e as receitas advindas do Plano Sócio torcedor ainda eram modestas. Mas a melhora já fica evidente na medida em que o clube foi capaz de gerar caixa a partir de suas atividades operacionais, no valor de R\$62,9 milhões, em contraponto ao consumo de R\$2,9 milhões no ano anterior.

Em termos de métricas do critério, o resultado final do ano ainda enquadraria o clube numa avaliação de estrutura financeira “Agressiva”, mesmo com uma piora na métrica principal de dívida/EBITDA, que atingiu 5,2, reflexo do aumento da dívida total do clube, enquanto a relação FFO/Dívida apresentou uma melhora, tendo em vista a redução no pagamento de juros caixa do clube no ano, encerrando em 17,2%. Entretanto, o Palmeiras conseguiu gerar caixa com suas operações e melhorou o nível da métrica suplementar CFO/Debt, que era negativa em 2013 e agora foi para 24,7%, que o enquadraria numa avaliação de retorno “Significativa”.

Com relação ao resultado esportivo, mesmo com a forte mudança no elenco, a qualidade com que foi feita a reformulação é questionável, já que o clube gastou cerca de R\$48 milhões em contratações e escapou do rebaixamento no Campeonato Brasileiro apenas na última rodada⁸⁸, o que significou um alívio enorme para as contas do ano seguinte. Um novo rebaixamento causaria um impacto negativo nas receitas esperadas por causa da redução nos direitos de transmissão e a pouca atratividade para um novo patrocínio, mesmo com a conclusão da Arena Allianz Parque, consideradas uma das mais modernas do país e que representaria enorme potencial de receita para o clube.

Mesmo com o fraco desempenho esportivo nos anos de 2013 e 2014, Paulo Nobre conseguiu se reeleger para mais dois anos de mandato e o clube criou as condições financeiras para uma grande virada, tanto no quesito financeiro quanto no esportivo. Nos anos seguintes, o Palmeiras voltou a ter protagonismo no cenário nacional por uma gestão eficiente e, principalmente, pelos resultados esportivos.

⁸⁸ Disponível em: <https://esportes.estadao.com.br/noticias/futebolpalmeiras-fica-no-empate-masescapa-do-rebaixamento,1603577>

2.2.1.2 O Desfrutar da Reestruturação

O ano de 2015 se inicia de maneira muito promissora para os torcedores palmeirenses. Após quase dois anos, o clube finalmente volta a ter um patrocinador máster estampado em sua camisa. A CREFISA assina um contrato de três anos prometendo recolocar o clube na briga por títulos, e passa a ser o patrocinador que repassa o maior valor a um clube no Brasil. O valor recebido por “Publicidade e Patrocínio”, que em 2014 fora de R\$16,96 milhões, atingiu em 2015 quase R\$ 70 milhões.

Além disso, a arena passa a ter seu uso em vigor e o clube alavanca cerca de R\$87 milhões com arrecadação de jogos no ano, contra apenas R\$23,2 em 2014. Tudo isso reflete uma maior participação do torcedor que, com um plano sócio torcedor mais bem estruturado desde o início da administração, passa a auferir R\$32,4 milhões em receitas com o AVANTI. Em 2014, o valor foi de R\$12 milhões.

Tento em vista o fracasso em termos de resultado esportivo no ano anterior, o Palmeiras contratou um novo gerente renomado no país para ser responsável pela contratação de jogadores e investiu quase R\$50 milhões em novos atletas⁸⁹. Mesmo com alguns questionamentos, a melhora na qualidade do elenco é nítida e o resultado é o título da Copa do Brasil daquele ano, que garante vaga na principal competição sul-americana. Financeiramente a conquista significou a possibilidade de uma nova fonte de receita com premiações para o ano seguinte, mesmo obtendo resultado ainda insatisfatório no Campeonato Brasileiro. O Palmeiras encerrou a temporada em nono lugar.

O clube manteve a política de redução das dívidas bancárias e amortizou cerca de R\$17,8 milhões, mantendo elevado o valor devido ao fundo, mas já com uma estrutura de geração de receita mais consolidada para arcar com suas obrigações. O valor total da dívida subiu para R\$264,6 milhões, entretanto, apenas R\$14,8 (cerca de 5%) eram ligadas a entidades financeiras.

Como reflexo dessa maior geração de receita, o EBITDA subiu para R\$117 milhões, a alavancagem medida pela dívida/EBITDA reduziu significativamente para

⁸⁹ Disponível em: <http://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/2015/01/bicampeao-brasileiro-alexandre-mattos-e-anunciado-pelo-palmeiras.html>

2,2x, qualificando o índice como “Intermediário”, segundo o critério. Essa melhora também é vista na relação FFO/Dívida, que ficou em 44,4%, em linha com a avaliação de “Intermediário”. Além disso, o clube gerou R\$180,4 milhões de caixa com suas operações, melhorando a métrica suplementar a nível “mínimo”, com 68,2% de CFO/Dívida.

Em 2016 o Palmeiras passa a absorver de vez os frutos de sua reestruturação financeira: com o maior patrocínio do país, maior arrecadação com jogos, um dos maiores planos de sócio torcedor consolidado no país, o clube arrecadou um total de R\$ 477,5 milhões durante o ano, investiu fortemente em contratações e assim sagrou-se campeão brasileiro após 22 anos da última conquista⁹⁰.

O pagamento para com o Fundo De Investimento em Direitos Academia Esportiva I passou a corresponder a um valor de 20% sobre determinadas receitas de direito de transmissão, patrocínio e programa sócio torcedor Avanti, tendo em vista a elevação nos valores ligados a estes. Também foi aprovado e constituído um novo Fundo “Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Academia Esportiva II, com a finalidade de repactuar as dívidas do clube, que também é administrado pela Votorantim Asset Management e cujas cotas foram integralmente subscritas e integralizadas pelo presidente Paulo Nobre com direitos creditórios existentes com o clube. O valor de R\$ 44.879, originado de parte dos saldos a pagar com “Partes Relacionadas”, será amortizado a partir parcelas fixas corrigidas mensalmente pelo CDI.

A geração de caixa a partir das atividades operacionais atingiu valor recorde de R\$225,8 milhões, sustentando o alto nível de investimento em contratações e possibilitando amortização de quase R\$80 milhões do total de dívidas, zerando assim suas dívidas bancárias, e concentrando todo o valor com o fundo, sendo ainda capaz de gerar mais de R\$20 milhões em variação líquida de caixa ao final do exercício.

O valor líquido da conta de “Empréstimos e financiamentos” referente a obrigações com o Fundo e com o Presidente Paulo Nobre atingiu R\$124,7 milhões,

90

todos às taxas de CDI mensal, ou seja, muito abaixo do valor praticado por entidades financeiras. Dessa forma, o Palmeiras passa a possuir um perfil de dívida mais seguro do que a maioria dos clubes brasileiros, que possuem ainda a maior parte de suas obrigações com bancos que praticam taxas de juros elevadas dado o risco inerente ligado ao futebol.

O clube ainda teve um faturamento importante com a venda do jogador Gabriel Jesus para o Manchester City, que proporcionou cerca de R\$46,7 milhões ao Palmeiras, tendo sido uma das transações mais caras da história do futebol brasileiro⁹¹.

Com isso, o Palmeiras encerrou o ano com alavancagem Dívida/EBITDA de 1,4x, como reflexo do aumento das receitas que geraram um EBITDA de R\$192,4 milhões. Ou seja, no último ano de mandato do presidente Paulo Nobre, o clube gerou um EBITDA superior ao valor de receita total em seu primeiro ano de mandato, que fora de R\$176,9 milhões. A relação FFO/Dívida ficou em 65,3%, enquanto a métrica suplementar de FCO/dívida fechou em 81,5%, ou seja, o Palmeiras gerou caixa com suas atividades operacionais num valor que corresponde a mais de 80% do total da dívida do clube e, assim, consolida-se no cenário nacional como potência econômica e esportiva.

2.2.1.3 Novo Presidente, mesma política administrativa

Com a eleição do Presidente Mauricio Galliotte em 2017⁹², da mesma chapa de Paulo Nobre, a administração manteve as políticas financeiras da gestão anterior e usufruiu do bom momento financeiro para investir fortemente na contratação de jogadores, na busca pelo título da Taça Libertadores da América. O valor total investido ao longo do ano em atletas superou R\$155 milhões, quase o dobro do investido no ano anterior⁹³.

Entretanto, com a saída da comissão técnica campeã brasileira e chegada de uma com pouca experiência em clubes de ponta no futebol brasileiro⁹⁴, a

⁹¹ DF's 2016

⁹² Disponível em: <http://www.palmeiras.com.br/news/2016/11/26/mauricio-galioite-e-eleito-presidente-do-palmeiras-para-o-bienio-2017-2018.shtml>

⁹³ DF's 2017

⁹⁴ Disponível em: <http://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/2016/12/palmeiras-anuncia-eduardo-baptista-como-novo-tecnico.html>

expectativa de sucesso esportivo não se confirmou e o clube chegou apenas as quartas de final da Taça Libertadores e da Copa do Brasil⁹⁵. Ainda que tenha conquistado a segunda colocação no campeonato brasileiro, se questionou o alto investimento feito, dado o perfil “resultadista” característico de torcedores e jornalistas esportivos, com o clube encerrando o ano sem nenhum título⁹⁶.

Mesmo com a ausência de títulos e investimento pesado em contratações, o clube apresentou novamente superávit no exercício de R\$57 milhões, algo raro no meio futebolístico brasileiro em que a maioria dos clubes apresenta sucessivos déficits⁹⁷. Isso demonstra que o clube é capaz de apresentar resultado financeiro positivo mesmo quando os resultados esportivos ficam aquém da expectativa. As receitas totais se elevaram a quase R\$504 milhões, valor recorde até então, e o Palmeiras ainda amortizou toda sua dívida com o FDIC II e reduziu a R\$22.113 a dívida com o FDIC I, consolidando um valor total de R\$44,4 milhões na conta “Empréstimos e financiamentos”, que era de quase R\$125 milhões no ano anterior.

Apesar dos questionamentos dos resultados esportivos, pode-se dizer que, com relação ao resultado financeiro, a administração obteve sucesso na condução do exercício, reduzindo o total de sua dívida ajustada em quase R\$50 milhões do valor do exercício anterior, mesmo elevando os já altos investimentos com Futebol e, assim, manteve as condições necessárias para competir em alto nível, no quesito esportivo, no ano seguinte.

O EBITDA ajustado do exercício encerrou em R\$137,1, bem abaixo do valor no ano anterior, refletindo elevação significativo aumento nos custos com futebol profissional, em parte correlacionado com os investimentos feitos em contratações que elevaram os gastos com salários⁹⁸. Mesmo assim, a relação Dívida/EBITDA fechou em 1,6x, tendo em vista redução no total da dívida do clube, qualificada como “Modesta” segundo o critério, com FFO/Dívida em 44,5%, qualificada como “Intermediário”. com o clube arcando com um alto valor de juros com empréstimos e financiamentos, não especificados na demonstração financeira a razão para essa

⁹⁵ Disponível em: <https://esporte.uol.com.br/futebol/campeonatos/libertadores/ultimas-noticias/2017/08/09/palmeiras-x-barcelona-egu.htm>

⁹⁶ Disponível em: <https://www.torcedores.com/noticias/2017/08/valeu-a-pena-investimento-palmeiras>

⁹⁷ Disponível em: https://brasil.elpais.com/brasil/2018/08/10/deportes/1533935291_781308.html

⁹⁸ Disponível em: <https://esportes.estadao.com.br/noticias/futebolpalmeiras-nao-consegue-a-virada-boca-e-finalista-da-libertadores.70002577972>

elevação tão significativa e fora do padrão que o clube vinha apresentando. Já o CFO/dívida fechou com incríveis 95%.

No ano de 2018, o Palmeiras mais uma vez obteve resultados positivos nos âmbitos financeiro e esportivo, com boa participação na Taça Libertadores⁹⁹ e sagrando-se mais uma vez Campeão Brasileiro com três rodadas de antecedência¹⁰⁰.

O Palmeiras alavancou suas receitas operacionais para o valor histórico de R\$653,85 milhões, com destaque para a venda de atletas, que atingiu cerca de R\$170 milhões, sem que isso prejudicasse a qualidade do elenco. As demais vendas foram todas de atletas da base com pouco espaço no profissional ou de jogadores emprestados, demonstrando a capacidade do clube em angariar fundos para cobrir possíveis pressões sem prejudicar o resultado esportivo, tendo em vista o alto valor de seu ativo intangível (atletas) mesmo daqueles que não figuram como protagonistas no elenco profissional.

Mais uma vez o Palmeiras investiu fortemente na contratação de atletas, quase R\$170 milhões, o consagrando na visão da maioria da imprensa esportiva como o elenco mais qualificado do país¹⁰¹. Além disso, amortizou toda a dívida com o Fundo referente aos empréstimos do antigo Presidente Paulo Nobre, o que poderia significar uma total amortização da conta empréstimos e financiamentos, não fosse a celebração dos novos aditivos contratuais com seu patrocinador Máster, a CREFISA. Neles, determinadas transações realizadas originalmente como patrocínios, como compra e pagamento de salários de alguns atletas do clube, foram alteradas para empréstimos e financiamentos, no valor líquido de R\$142,625 milhões. Entretanto, as condições para liquidação destas obrigações não representam um pressão em termos de liquidez para o clube, tendo em vista que ocorrerão somente na venda ou em até dois anos após o término de contrato com os atletas, sendo assim alocados na conta de Passivo não Circulante. Além disso, os

⁹⁹ Disponível em: <https://globoesporte.globo.com/blogs/completando-a-jogada/post/2018/11/26/palmeiras-e-campeao-com-campanha-historica.ghtml>

¹⁰⁰ Disponível em: <https://www.foxsports.com.br/news/348234-palmeiras-e-o-time-maiscarodaamerica-e-o-1-fora-da-europa-no-top-100-veja-lista>

¹⁰¹

encargos financeiros ligados à essas obrigações são inferiores às taxas praticadas pelo mercado.

O Palmeiras encerrou o exercício com superávit de R\$30,7 milhões, gerou quase 14,5 milhões de caixa e concentrou seu valor de empréstimos e financiamentos com seu patrocinador máster, que acaba de renovar contrato de mais três anos com o clube. O clube fechou o ano com EBITDA de R\$140,1 milhões e alavancagem medida por Dívida/EBITDA de 2,5x, ou seja, uma piora se comparada aos dois anos anteriores, qualificando na categoria “Intermediário” do critério. Isso se justifica pelo significativo aumento da dívida total para R\$354,9 milhões, refletindo não apenas a dívida assumida com a CREFISA, mas também o alto valor de “Títulos a pagar”, referente a valores a serem amortizados com atletas, clubes de futebol e representantes, alusivos a contratações realizadas no fim do ano que serão amortizadas durante 2019, no valor total de R\$146,3 milhões. A relação FFO/Dívida também foi afetada, com redução para 33,4%, mas mantendo-se na categoria atribuída como “Intermediário”. O clube manteve o padrão elevado de geração de caixa com as atividades operacionais, no valor de R\$185,3 e, mesmo que a métrica CFO/Dívida tenha reduzido para 52,2%, ainda o qualifica como “mínimo”, de acordo com o critério.

Dessa forma, o Palmeiras chegou em 2019 com estruturas financeira e esportiva sólidas e consolidadas, com a manutenção de todo o elenco campeão brasileiro, além da comissão técnica, mantendo suas obrigações em dia e sendo favorito a todas as competições que disputa. Como visto em 2017, mesmo que o resultado esportivo fique novamente aquém do esperado, nada indica que isso significará uma pressão à condição econômica do clube, tendo em vista que dificilmente este não se configurará entre os quatro primeiros no torneio nacional e, portanto, deve garantir uma classificação à Taça Libertadores pelo quinto ano consecutivo.

Além da renovação do patrocinador máster, recentemente o clube acertou com a Rede Globo de Televisão a transmissão para os jogos em TV aberta e para o *Pay Per View*, em condições muito melhores que o contrato anterior, sendo agora o terceiro clube que mais deve arrecadar com receitas de transmissão televisiva, atrás

apenas do Flamengo e Corinthians, clubes de maior torcida do país (quase o dobro da palmeirense).

Os gráficos a seguir mostram a evolução das métricas de alavancagem e fluxo de caixa do clube durante o período analisado. Os valores de dívida somam as contas de empréstimos e financiamentos, Partes relacionadas, Impostos Parcelados e Títulos a pagar, tendo em vista que todos correspondem a obrigações assumidas pelo clube.

Gráfico 15 - Dívida ajustada (MR\$ no período entre 2012 - 2018)

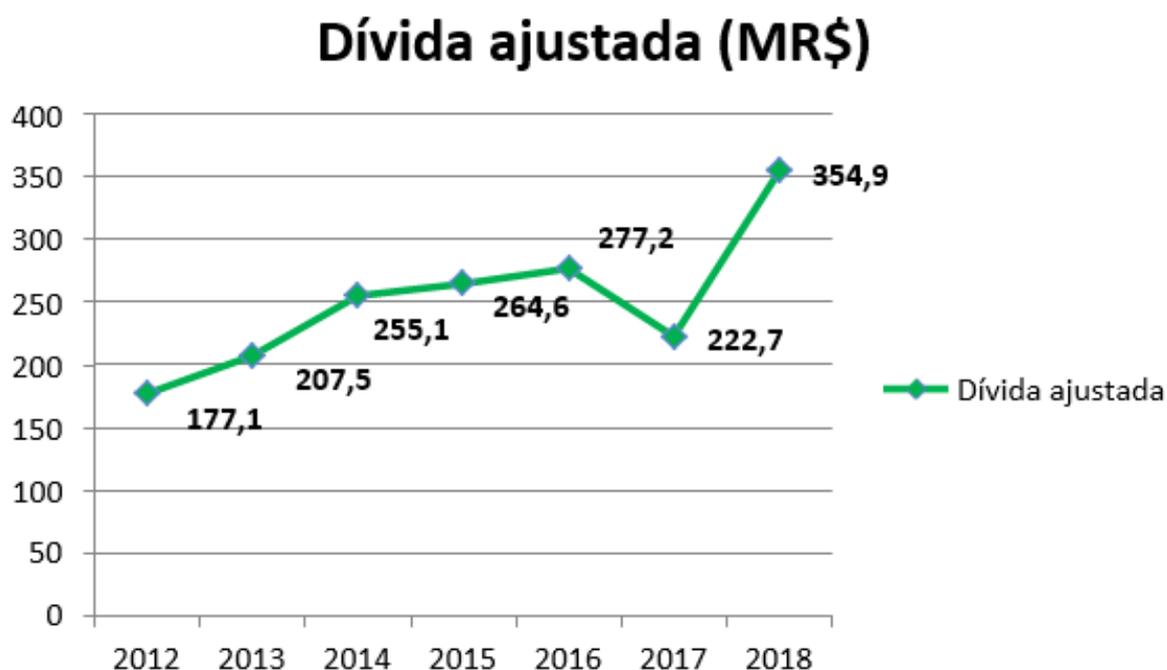


Gráfico 16 - Dívida - EBITDA (x) no período entre 2012 - 2018

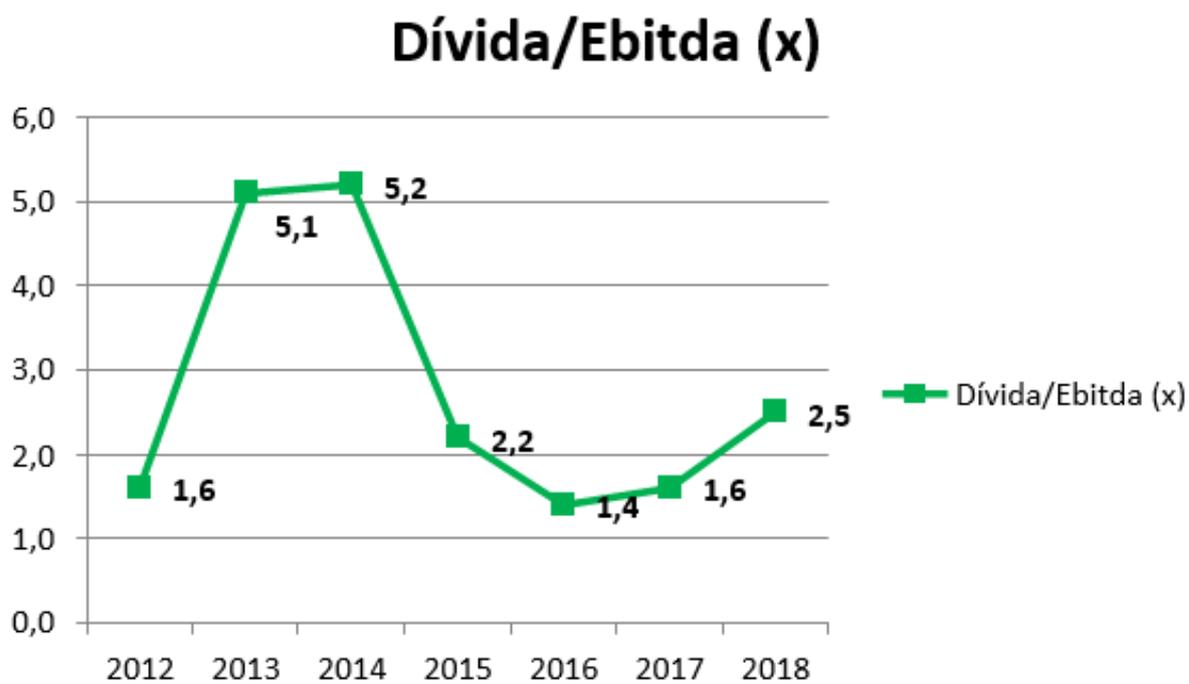


Gráfico 17 - FFP sobre dívida (%) no período entre 2012 - 2018

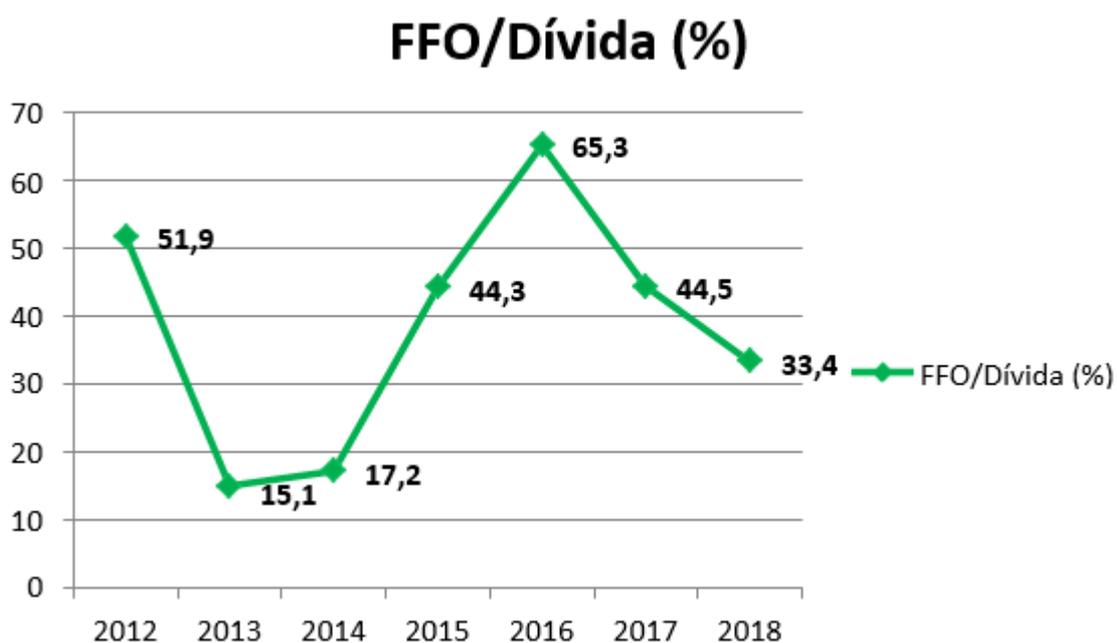
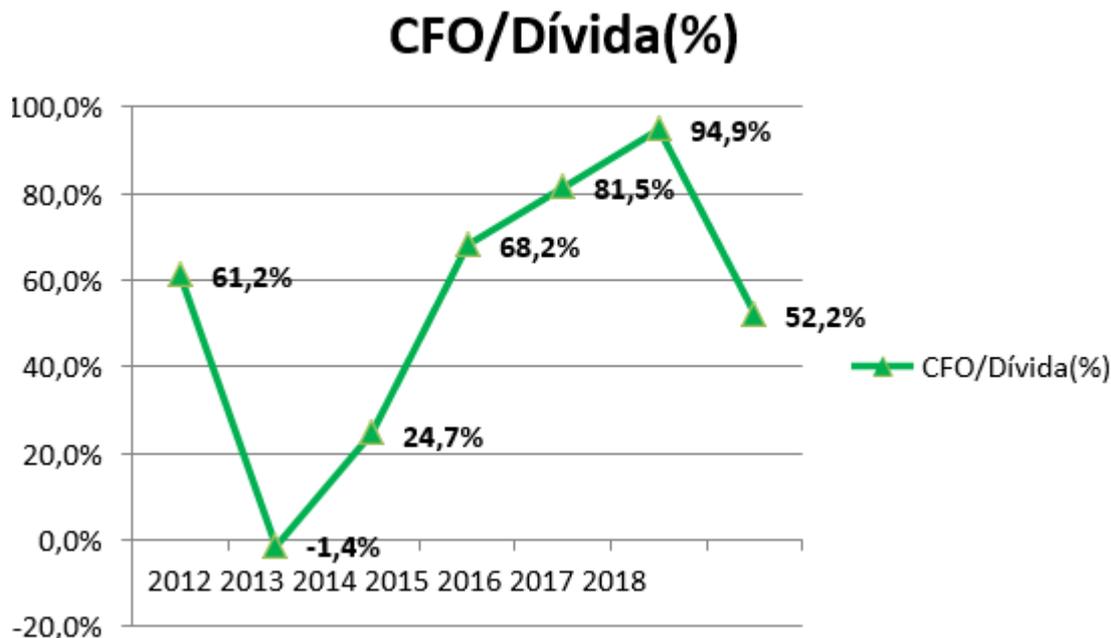


Gráfico 18 - CFO sobre dívida (%) no período entre 2012 - 2018



A seguir, veremos como as projeções de receitas e custos para o Palmeiras justificam a afirmativa de que apenas um cenário de stress excessivo e por consecutivos anos podem afetar negativamente a expectativa de manutenção do padrão elevado no resultado financeiro do clube.

2.2.2 Perfil de risco financeiro – Projeções

Depois de analisar os aspectos da reestruturação financeira do Palmeiras e com o objetivo de sustentar o argumento de perspectiva positiva (no curto e médio prazo) para as finanças do clube, que tendem a refletir na manutenção da condição de protagonista no cenário esportivo brasileiro, a análise se voltará às projeções para o resultado financeiro do clube nos próximos cinco anos.

Baseando-se em algumas premissas que serão descritas a seguir, os valores obtidos buscam apenas demonstrar uma tendência de resultados a partir do cenário construído nos últimos anos, ou seja, o resultado final pode (e deve) diferenciar-se das projeções, tanto de forma positiva quanto negativa, na medida em que o resultado esportivo fique aquém (ou além) do esperado. Além disso, diversos outros fatores não esportivos, difíceis de prever, podem afetar o resultado final, como a venda de atletas, saída de patrocinador, crise econômica (com efeito no PIB e no câmbio), entre outros.

Premissas Macroeconômicas:

As previsões utilizadas, para crescimento do PIB e da inflação no Brasil, são da própria S&P Global e podem ser descritas conforme tabela abaixo:

Tabela 9 - Economia: Previsão (S&P)

Economia - Previsão (S&P)				
Indicadores Chaves	2019 F	2020 F	2021 F	2022 F
PIB (Real, Ano x Ano%)	2.20	2.50	2.60	2.60
Inflação (Média, Ano x Ano%)	3.80	4.00	4.00	4.00

Premissas – Palmeiras:

Para que a análise não fique enviesada pelo recente sucesso esportivo do clube, tendo em vista a imprevisibilidade do esporte, partiremos de um cenário pessimista, mas totalmente factível, para as expectativas esportivas do clube no ano de 2019. Com o elevado investimento realizado em contratações nos últimos anos e os esforços feitos pela administração para a manutenção do elenco, o Palmeiras é considerado, pela maioria dos jornalistas esportivos, um dos principais favoritos a todas as competições que disputa. Mesmo em um cenário pessimista, pelo levantamento realizado espera-se que o clube não termine o ano ao menos entre os quatro primeiros no brasileiro, o que garante vaga direta à fase de grupos da Libertadores no ano seguinte.

Com relação às copas disputadas – Libertadores e Copa do Brasil – o clube já se encontra na fase de oitavas de final da primeira, sendo responsável pela melhor campanha na fase de grupos (o que lhe dá o direito de decidir todas as fases “mata-mata” em casa), e na fase de quartas de final da Copa do Brasil, onde enfrentará o Internacional, outro favorito ao título.

Vale destacar que as premiações para o Campeonato Brasileiro e Taça Libertadores serão muito mais elevadas que os valores de 2018. A CONMEBOL duplicou os valores de premiação para o torneio internacional, enquanto a CBF, em parceria com a Globo, oferecerá cerca de R\$33 milhões ao campeão, em comparação aos R\$ 18 milhões pagos em 2018.

Como premissa, utilizaremos os seguintes resultados para o Palmeiras no ano:

- a. Copa do Brasil: Semifinal (o que lhe rende premiação de R\$12,4 milhões)
- b. Taça Libertadores: Quartas de Final (o que lhe rende premiação de US\$5,25 milhões – aproximadamente R\$20,5 milhões)
- c. Campeonato Brasileiro: Terceiro Lugar (Premiação de R\$29,7 milhões)

Nas demais fontes de receita, aplicou-se o valor fixo para negociação de atletas de R\$55 milhões, conforme previsão orçamentária do clube. A receita com direitos de transmissão de TV deve aumentar por conta do novo acordo do Clube com a Globo para transmissão em TV aberta e *Pay Per View*. Para isso, além do crescimento ligado à inflação, estimou-se um acréscimo de 10% já que as condições do negócio favoreceram os interesses do Palmeiras.

As receitas advindas diretamente com o torcedor (plano sócio Avanti e arrecadação de jogos) tendem a aumentar em linha com o crescimento do PIB, já que, teoricamente, uma melhora econômica do país refletiria em um aumento da renda da população, estimulando consumo com atividades de lazer, como assistir a uma partida de futebol. Contudo, a ocupação do estádio também está, geralmente, ligada ao resultado esportivo obtido, o que justifica o elevado nível de receita obtida pelo clube em 2018 (R\$112 milhões). Como atribuímos um cenário pessimista para o ano, estipulou-se uma queda de 20% nesta fonte de receita.

Com relação às receitas de marketing, que inclui principalmente as receitas com patrocínio, o clube renovou contrato com a CREFISA por mais três anos, em um contrato de R\$80 milhões fixos ao ano, um acréscimo de R\$20 milhões com relação aos valores fixos anteriores. Além disso, assinou novo contrato para o fornecimento de material esportivo com a Puma, após 12 anos de parceria com a Adidas, no valor de R\$25 milhões anuais, contra R\$20 milhões anteriormente pagos pela Adidas. Dessa forma, além do aumento que seria previsto pelo efeito da inflação, somou-se o valor de R\$ 25 milhões como efeito desses novos contratos. Entretanto, como os valores de patrocínio em 2018 foram acrescidos de premiações, principalmente pelo título brasileiro, descontou-se 10% deste valor final, conforme cenário pessimista em que o clube termine o ano sem títulos.

Todos os custos têm seus crescimentos ligados ao efeito da inflação, mas com algumas ressalvas. Por exemplo, para a conta de salário, seria atribuído o mesmo valor que o ano de 2018, tendo em vista que o contrato com atletas são feitos com prazos alongados. Entretanto, estimou-se um aumento de 5% devido às renovações feitas pelo clube para manutenção do elenco campeão brasileiro, como nos casos de Dudu e Bruno Henrique, que receberam valorizações significativas.

Outra ressalva é com relação a “Outros”, que contabiliza principalmente as contas de “Despesas gerais e administrativas”, no qual o efeito da inflação será sobre o resultado anterior com a exclusão valor de ajustes contratuais, de R\$40,3 milhões, referente aos aditivos contratuais celebrados com a CREFISA, que caracteriza uma despesa não recorrente e, por isso, não contabilizada no ano fiscal de 2019.

Por último, a conta “amortização – Direitos com jogadores”, foi contabilizada em cima da inflação acumulada na comparação com 2017, tendo em vista que o valor de 2018 é altamente alavancado em função do elevado nível de receita com a venda de jogadores. Dessa forma, o valor de 2017 se configura mais em linha com o projetado pelo clube para negociação de atletas.

Além disso, não estimamos novas emissões, considerando que a saúde financeira do clube sugere a não necessidade de emitir dívida, já que têm sido capaz de arcar com os gastos elevados que o futebol envolve a partir de suas operações. Como o clube não possui pressões líquidas para amortização da dívida com a CREFISA, será estimado a amortização no valor de R\$10 milhões, referente à contratação do jogador Guerra, cujo contrato encerra-se no fim de 2019. Portanto, o jogador não deve ser negociado, sendo então o clube responsável pelo pagamento integral do valor gasto em sua contratação. Estima-se também o valor de R\$100 milhões, que foi a média dos últimos quatro anos para o ajuste de dívida da conta “Títulos a pagar”.

Dada às premissas, vejamos como ficaram as projeções para os próximos cinco anos:

Tabela 10 - Projeção de receitas

Premissas Básicas	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Receitas	503,68	653,85	620,89	641,37	663,41	685,64	709,32
Crescimento (%)		29,81%	-5,04%	3,30%	3,44%	3,35%	3,45%
Futebol	448,78	601,99	546,79	564,04	582,70	601,40	621,38
Negociação de atletas	36,07	169,59	55,00	55,00	55,00	55,00	55,00
Direitos de transmissão de TV	137,31	136,72	156,11	162,36	168,85	175,60	182,63
Sócio Torcedor Avanti	47,01	47,87	48,92	50,15	51,45	52,79	54,16
Premiações	16,74	33,10	63,61	66,15	68,80	71,55	74,41
Marketing	137,61	102,58	131,47	136,73	142,20	147,89	153,81
Arrecadação de jogos	74,05	112,13	91,68	93,97	96,41	98,92	101,49
Social e amador	54,90	51,86	53,00	55,12	57,33	59,62	62,01
Arrecadação social	33,96	37,53	38,35	39,89	41,48	43,14	44,87
Clube Social e esportes amadores	20,94	14,33	14,65	15,24	15,84	16,48	17,14
Custos	367,055	513,800	494,531	503,617	513,067	522,895	533,116
Futebol	339,88	516,97	474,72	483,01	491,64	500,61	509,94
Salários	190,75	254,64	267,37	267,37	267,37	267,37	267,37
Sócio Torcedor	24,97	30,64	31,80	33,07	34,39	35,77	37,20
Jogos	23,97	31,92	33,13	34,46	35,84	37,27	38,76
Amortização - direitos com jogadores	56,40	80,66	60,63	63,05	65,57	68,20	70,92
Depreciação e amortização	0,79	0,98	1,02	1,06	1,10	1,14	1,19
Outros	43,00	118,14	80,78	84,01	87,37	90,86	94,50
Social e amador	88,95	83,84	87,02	90,51	94,13	97,89	101,81
Salários	37,46	35,53	36,87	38,35	39,88	41,48	43,14
Outros	46,91	42,95	44,58	46,36	48,22	50,15	52,15
Depreciação e amortização	4,59	5,37	5,57	5,79	6,03	6,27	6,52
Lucro operacional	74,85	53,04	59,15	67,85	77,65	87,14	97,58
Ajuste EBITDA - bens baixados	0,50	0,02					
EBITDA	137,12	140,07	126,36	137,75	150,34	162,75	176,21
Margem EBITDA	27,22%	21,42%	20,35%	21,48%	22,66%	23,74%	24,84%

Nota-se que o cenário pessimista permite um resultado do exercício em linha com o realizado em 2017, ano em que o Palmeiras também obteve resultados esportivos aquém do esperado, mas manteve resultados financeiros consistentes. Isso demonstra que o clube possui uma estrutura sólida que permite um resultado financeiro positivo, mesmo que isso não se traduza na conquista de títulos, principal objetivo de um clube de futebol.

Para os anos seguintes, prevendo crescimentos ligados apenas à inflação e crescimento do PIB, o clube apresenta perspectiva positiva para o resultado financeiro, mesmo estimando ausência de títulos por todo o período analisado. Entretanto, a pressão por resultados, característico no meio futebolístico, dificulta a previsão de um cenário em um prazo mais longo, já que historicamente as administrações tendem a cometer “loucuras” em períodos de escassez de títulos, como contratações impactantes, geralmente caras e que em muitos casos têm sua relação custo-benefício questionada, prejudicando as contas do clube sem que isso se traduza em melhores resultados esportivos.

Além disso, em 2022 o clube passará por novas eleições e, atualmente, a favorita ao cargo e que deve ter apoio da chapa atual, é a conselheira e presidente

da CREFISA, Leila Pereira. Ou seja, o ano de 2022 pode representar uma mudança significativa para as contas do clube, tendo em vista que uma possível derrota da chapa de Leila pode levar a saída do patrocinador e, conseqüentemente, a uma queda significativa nas rendas advindas deste, já que é notável que os valores atuais superam consideravelmente os padrões de mercado.

Segundo o critério da empresa, a análise de alavancagem se dá pelas métricas obtidas nos dois últimos anos fiscais, mais a projeção para os próximos três anos fiscais. Ou seja, a incógnita quanto à disputa presidencial em 2022, não impacta na análise do perfil de risco financeiro do clube. Para a projeção de Fluxo de caixa das operações, estimou-se valores fixos de ajustes em cima da média dos últimos dois anos para o DFC e para alterações no capital de giro, gerando a seguinte previsão:

Tabela 11 - Fluxo de caixa esperado pelas projeções

BRL Millions - Dec. 31	2017A	2018A	2019P	2020E	2021E	2022E	2023E
Income from continuing operations	57,0	30,7	35,2	42,3	50,2	60,8	74,6
D&A, impairment & valuation charges	61,8	87,0	67,2	69,9	72,7	75,6	78,6
Stock compensation expense	-	-	-	-	-	-	-
Non-cash interests	-	-	-	-	-	-	-
Equity method earnings (net dividends received)	-	-	-	-	-	-	-
Deferred Tax/Non-cash Tax	-	-	-	-	-	-	-
Others (other adjustments to CFO less other non-operating income)	34,8	79,3	58,7	58,7	58,7	58,7	58,7
Cash flow from operations before ch. in WC	153,6	197,0	161,1	170,9	181,6	195,1	212,0
Decrease (increase) in receivables	10,0	(13,4)	-	-	-	-	-
Decrease (increase) in inventories	-	-	-	-	-	-	-
Decrease (increase) in other current assets	-	-	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Increase (decrease) in account payables/creditors	29,1	46,7	-	-	-	-	-
Increase (decrease) in other current liabilities	18,7	(45,1)	-	-	-	-	-
Change in working capital	57,8	(11,7)	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Cash flow from operations (CFO)	211,3	185,3	181,1	190,9	201,6	215,1	232,0

As métricas finais de para análise do Perfil de Risco Financeiro, conforme o critério da S&P, são calculadas a partir dos dois últimos anos fiscais realizados mais as projeções para os próximos três anos, sendo estes com peso relativo maior que os realizados.

O resultado final é dado conforme tabela abaixo:

Tabela 12 - Métricas

Métricas	Ano Fiscal	Dívida/Ebitda (x)	FFO/Dívida (%)	CFO/Dívida (%)	Peso
2017 A	2017 A	1,6	44,5%	94,9%	10%
2018 A	2018 A	2,5	33,4%	52,2%	15%
2019 P	2019 P	2,4	36,3%	59,7%	25%
2020 P	2020 P	2,3	38,4%	60,7%	25%
2021 P	2021 P	2,1	42,0%	64,0%	25%
	Média final	2,24	38,6%	63,4%	

A classificação de risco financeiro é feita conforme tabela extraída diretamente do critério:

Tabela 13 - Índices de análise Fluxo de Caixa/Alavancagem - S&P Global

ÍNDICES DE ANÁLISE DO FLUXO DE CAIXA/ALAVANCAGEM – VOLATILIDADE-PADRÃO							
	-- Índices principais--		-- Índices de cobertura suplementares--		-- Índices de retorno suplementares--		
	FFO/dívida (%)	Dívida/EBITDA (x)	FFO/juros caixa (x)	EBITDA/juros (x)	CFO/dívida (%)	FOCF/dívida (%)	DCF/dívida (%)
Mínimo	60+	Inferior a 1.5	Superior a 13	Superior a 15	Superior a 50	40+	25+
Modesto	45-60	1.5-2	9-13	10-15	35-50	25-40	15-25
Intermediário	30-45	2-3	6-9	6-10	25-35	15-25	10-15
Significativo	20-30	3-4	4-6	3-6	15-25	10-15	5-10
Agressivo	12-20	4-5	2-4	2-3	10-15	5-10	2-5
Altamente alavancado	Inferior a 12	Superior a 5	Inferior a 2	Inferior a 2	Inferior a 10	Inferior a 5	Inferior a 2

Dessa forma, o risco financeiro do Palmeiras seria atribuído como “Intermediário”, conforme métrica principal de alavancagem Dívida/EBITDA. Entretanto, fazendo uso da métrica suplementar de CFO/Dívida, no qual é atribuído o risco “mínimo”, a combinação entre ambas aplicaria um perfil de risco financeiro final de “Modesto”, o que pode ser considerado muito bom para um clube de futebol, no qual geralmente possui métricas financeiras bem mais alavancadas.

As métricas por si só demonstram que o clube tem gerado, a partir de suas operações, caixa suficiente para arcar com os elevados investimentos efetuados na composição do atual elenco mais cara do país e, ao mesmo tempo, arcar com suas obrigações, tendo em vista que em 2016 encerrou-se toda a dívida bancária que o clube possuía e, em 2018, toda a dívida relativa aos empréstimos feitos pelo presidente Paulo Nobre.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Toda a análise sobre a reestruturação financeira do Palmeiras, evolução de suas fontes de receitas (mais elevadas e diversificadas), mudança no perfil da dívida com menor custo de financiamento, alto nível de geração de caixa com suas operações nos últimos anos, capazes de absorver elevados investimentos na contratação de jogadores e a não necessidade de recorrer à venda de jogadores para geração imediata de caixa nos permite prospectar a manutenção do clube como protagonista no cenário futebolístico nacional nos próximos anos.

Essa saúde financeira do clube, capaz de manter a estrutura esportiva competitiva, gera um ciclo virtuoso que permite uma análise prospectiva positiva para os resultados do clube nos próximos anos. Elenco forte atrai mais torcedores aos jogos e favorece a adesão ao plano sócio torcedor, mantendo em níveis elevados suas fontes de arrecadação. Resultados esportivos favoráveis tendem a elevar a geração de receita com premiações, direitos de transmissão e patrocínio. Por sua vez, essa elevação de receitas permite maior investimento direto no futebol, complementando um círculo virtuoso de competitividade esportiva e saúde financeira.

Conforme as projeções realizadas, mesmo um cenário pessimista de resultados com o futebol, como o visto em 2017, não representa uma ameaça à saúde financeira do Palmeiras, nem implicaria uma mudança significativa no orçamento para o ano seguinte, mantendo assim sua estrutura competitiva.

O Palmeiras, no cenário nacional, pode ser visto como um dos clubes mais seguros numa perspectiva creditícia, capaz de arcar com suas obrigações e com a manutenção de um elenco competitivo através da própria geração interna de caixa. Conseguiu amenizar os riscos com a dinâmica do esporte e do país através de consecutivas gestões administrativas eficientes e, somente um cenário de stress extremo ou seguidas administrações desastrosas seriam capazes de alterar esse cenário positivo para o clube nos próximos anos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Blogosfera. Disponível em: <https://pvc.blogosfera.uol.com.br/2019/01/26/os-patrocinios-dos-grandes-clubes-do-brasil/>

Campeões do futebol. Disponível em: https://www.campeoesdofutebol.com.br/brasileiros_na_libertadores.html

Carta Capital. Disponível em: <http://chuteirafc.cartacapital.com.br/entenda-acordo-palmeiras-e-globo-no-contrato-fechado-de-transmissao-do-brasileirao-ate-2024/>

_____ <http://chuteirafc.cartacapital.com.br/entenda-acordo-palmeiras-e-globo-no-contrato-fechado-de-transmissao-do-brasileirao-ate-2024/>

Corinthians. Demonstrações Financeiras. 2013 - 2018

Critério Geral: ***Metodologia e Premissas de Avaliação Risco-País***

Cruzeiro. Demonstrações Financeiras. 2014 e 2015

EM. Disponível em: https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2018/09/04/internas_economia,985860/club-es-de-futebol-brasileiros-faturam-r-5-bilhoes-mas-divida-e-maior.shtml

ESPN. Disponível em: https://www.espn.com.br/futebol/artigo/_/id/4774888/o-ranking-dos-clubes-brasileiros-que-mais-ganharam-dinheiro-com-venda-de-jogadores-desde-2010

_____ https://www.espn.com.br/futebol/artigo/_/id/5560977/palmeirasbalan%C3%A7o-de-2018-mostra-menos-depend%C3%Aancia-da-crefisa-e-aumento-nos-gastos-com-futebol

Flamengo. Demonstrações Financeiras. 2013 - 2018

Futebolstats. Disponível em: <https://www.futebolstats.com.br/brasil-os-maiores-campeoes-nacionais-943/>

Globo Esporte. Disponível em: <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2015/index.html>

_____ <http://app.globoesporte.globo.com/futebol/publico-no-brasil/2018/index.html>

_____ <http://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/2015/01/palmeiras-vence-concorrencia-do-sao-paulo-e-fecha-com-patrocinador.html>

_____ <http://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/2017/02/palmeiras-oficializa-renovacao-com-crefisa-por-mais-dois-anos.html>.

_____ <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/palmeiras-e-puma-iniciam-parceria-em-virada-do-ano-estrela-da-camisa-sera-em-3-de-janeiro.ghtml>

_____ <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/palmeiras-sobra-no-brasil-e-atinge-patamar-europeu-com-patrocinio-da-crefisa.ghtml>

_____ <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/renovacao-com-crefisa-dara-ao-palmeiras-cerca-de-r-81-milhoes-em-patrocinio-por-ano.ghtml>

_____ <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/renovacao-com-crefisa-dara-ao-palmeiras-cerca-de-r-81-milhoes-em-patrocinio-por-ano.ghtml>

_____ <https://globoesporte.globo.com/futebol/times/palmeiras/noticia/renovacao-com-crefisa-dara-ao-palmeiras-cerca-de-r-81-milhoes-em-patrocinio-por-ano.ghtml>

Key Credit Factors for the Leisure and Sports Industry

Lance. Disponível em: [https:// www.lance.com.br/palmeiras/aprova-linha-puma-anima-com-exclusividade-parceria.html](https://www.lance.com.br/palmeiras/aprova-linha-puma-anima-com-exclusividade-parceria.html)

_____ <https://www.lance.com.br/futebol-nacional/quem-quer-dinheiro-estudo-divulga-ranking-dos-clubes-com-maiores-receitas-brasil.html>

Metodologia para Ratings Corporativos, 2014

Meu timão. Disponível em: https://www.meutimao.com.br/forum-do-corinthians/bate-papo-da-torcida/147186/fiel_torcedor_receita_do_programa

O Globo. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/esportes/cofres-cheios-cruzeiro-fatura-80-milhoes-com-vendas-em-2015-15154562>

Palmeiras. Demonstrações Financeiras. 2013 - 2018

_____ <http://www.palmeiras.com.br/news/2019/06/15/sub-17-do-palmeiras-conquista-o-bicampeonato-do-mundial-de-clubes-na-espanha.shtml>

Princípios dos Ratings de Crédito

São Paulo. Demonstrações Financeiras. 2013 - 2018

_____ <https://www.saopaulo.com.br/morumbi-casa-sao-paulo-f-c-maior-estadio-particular-do-brasil/>

Sócio Palmeiras. Disponível em: https://socio-palmeiras.futebolcard.com/plans?gclid=Cj0KCQjwo7foBRD8ARIsAHTy2wm-5x_ctjaf6946ApNL9fZ5TnN6gwyVxfMcohTRaDjCdTGwYg3TTEaAqoBEALw_wcB

Terra. Disponível em: <https://www.terra.com.br/esportes/lance/crefisa-representou-19-das-receitas-do-palmeiras-em-2016-veja-a-relacao,84d63cc8fa5fad82475cb9fd14ad456dntkpfh0k.html>

Transfermarkt

UOL. Disponível em: <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2014/01/13/sem-patrocinio-ha-oito-meses-palmeiras-preve-r-25mi-com-camisa-em-2014.htm>

_____ <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2015/11/30/media-de-publico-do-palmeiras-no-brasileiro-tem-aumento-de-163-em-5-anos.htm>

_____ <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2015/11/30/media-de-publico-do-palmeiras-no-brasileiro-tem-aumento-de-163-em-5-anos.htm>

_____ <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2019/02/04/rico-e-estavel-palmeiras-mostra-forca-para-afastar-investidas-da-china.htm>

_____ <https://esporte.uol.com.br/futebol/ultimas-noticias/2019/05/23/palmeiras-cola-em-flamengo-e-corinthians-em-cotas-de-tv-e-se-isola-de-sp.htm>

Veja. Disponível em: [https://veja.abril.com.br/placar/acordo-com-globo-faz-palmeiras-ter-terceiro-maior-contrato-de-pay-per-view/.](https://veja.abril.com.br/placar/acordo-com-globo-faz-palmeiras-ter-terceiro-maior-contrato-de-pay-per-view/)