



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Análise Financeira da BlackRock, Inc.

Catarina Vitorino Carvalho dos Santos

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Orientador(a):

Phd. Professor João Francisco Sobral do Rosário, professor
assistente, ISCTE – Escola de Ciências Sociais e Humanas

Setembro, 2025

Departamento de Economia Política

Análise Financeira da BlackRock, Inc.

Catarina Vitorino Carvalho dos Santos

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Orientador(a):

Phd. Professor João Francisco Sobral do Rosário, professor
assistente, ISCTE – Escola de Ciências Sociais e Humanas

Setembro, 2025

Agradecimentos

A realização desta dissertação representou um percurso exigente, que apenas foi possível graças ao apoio e incentivo de várias pessoas, a quem desejo expressar a minha sincera gratidão.

Em primeiro lugar, agradeço profundamente à minha família, pelo apoio incondicional, pela compreensão nos momentos de maior dedicação durante este trabalho e pela motivação constante ao longo de toda a minha formação académica.

Dirijo igualmente um agradecimento especial ao meu orientador, professor João Rosário, pela orientação científica, pela disponibilidade demonstrada e pelas sugestões que enriqueceram a qualidade deste estudo.

Por fim, estendo o meu reconhecimento a todos aqueles que, de forma direta ou indireta, contribuíram para a concretização deste projeto.

Resumo

A presente dissertação teve como objetivo a avaliação da empresa BlackRock, Inc., com o intuito de determinar se as suas ações se encontram sobreavaliadas ou subavaliadas. Para tal, foram aplicados três métodos de avaliação distintos: o *Discounted Cash Flow* (DCF), o *Dividend Discount Model* (DDM) e o Método dos Múltiplos.

No âmbito do DCF, os resultados obtidos apontaram para um preço por ação de 1.670,23 dólares, segundo a abordagem do *Free Cash Flow to Firm (SOTP)*, e de 1.327,06 dólares, através da abordagem do *Free Cash Flow to the Firm (empresa como um todo)*. Já a aplicação do DDM conduziu a uma conclusão diferente, com uma valorização significativamente inferior, fixando o preço da ação em 222,71 dólares. Por fim, no método dos múltiplos, foram utilizados os rácios PER, EV/EBITDA, EV/AUM e EV/Revenue, permitindo uma análise comparativa adicional.

Com base nos resultados dos diferentes modelos de avaliação, conclui-se que as ações da BlackRock apresentam potencial de valorização. Assim, a recomendação resultante deste estudo é a de compra das ações da empresa, sustentada pela expectativa de crescimento e apreciação futura do seu valor de mercado.

Palavras-chave: BlackRock, Inc., Indústria de gestão de ativos, Discounted Cash Flow, Sum of the Parts, Discounted Dividend Model

Classificação (JEL): G24 Investment Banking / Venture Capital/Brokerage / Ratings and Ratings Agencies; D53 Financial Markets

Abstract

The objective of this dissertation was to evaluate BlackRock, Inc. in order to determine whether its shares are overvalued or undervalued. To this end, three different valuation methods were applied: Discounted Cash Flow (DCF), Dividend Discount Model (DDM), and the Multiples Method.

Under the DCF, the results obtained pointed to a share price of \$1,670.23, according to the Free Cash Flow to Firm (SOTP) approach, and \$1,327.06, using the Free Cash Flow to the Firm (company as a whole) approach. The application of the DDM led to a different conclusion, with a significantly lower valuation, setting the share price at \$222.71. Finally, in the multiples method, the PER, EV/EBITDA, EV/AUM, and EV/Revenue ratios were used, allowing for additional comparative analysis.

Based on the results of the different valuation models, it is concluded that BlackRock shares have potential for appreciation. Thus, the recommendation resulting from this study is to buy the company's shares, supported by the expectation of growth and future appreciation of its market value.

Keywords: BlackRock, Inc., Asset management industry, Discounted Cash Flow, Sum of the Parts, Discounted Dividend Model

Classificação (JEL): G24 Investment Banking / Venture Capital/Brokerage / Ratings and Ratings Agencies; D53 Financial Markets

Índice

1	<i>Introdução</i>	1
2	<i>Revisão de Literatura</i>	2
2.1	Enquadramento Teórico	2
2.2	Métodos de avaliação	3
2.2.1	Valor Patrimonial	3
2.2.2	Fluxos de Caixa Descontados	4
2.2.3	Opções	12
2.2.4	Múltiplos	13
2.2.5	Sum of the Parts	17
3	<i>Contextualização do setor e da empresa</i>	19
3.1	História da Empresa	19
3.2	Princípios e Valores	21
3.3	Segmentos de Negócio.....	21
3.4	Análise Geográfica	23
3.5	Contextualização do setor.....	25
3.6	Empresas Concorrentes.....	27
3.7	Análise SWOT	28
4	<i>Avaliação Financeira</i>	31
4.1	Discounted Cash Flow – DCF	31
4.1.1	FCFF	32
4.1.2	WACC	33
4.1.3	Valor Terminal.....	35
4.2	Dividend Discount Model – DDM	36
4.3	Múltiplos – Avaliação Relativa	37
4.3.1	Múltiplos Baseados em Ativos Sob Gestão (EV/AUM)	37
4.3.2	Múltiplos Operacionais (EV/EBITDA e EV/Revenue)	38
4.3.3	Múltiplos de Lucro (P/E ou PER)	39
4.4	Análise de Sensibilidade	40
4.5	Recomendações Finais	42

5	<i>Conclusão</i>	43
6	<i>Referências</i>	45
7	<i>Anexos</i>	47

Índice de Tabelas

Tabela 3.1 - - Peso de cada setor face às receitas totais	23
Tabela 3.2 - Indústrias determinadas por Damodaran equivalentes aos setores da BlackRock	23
Tabela 4.1 - Valor da empresa pelos setores, pelo SOTP e da empresa como um todo	31
Tabela 4.2 - Valores passados e valores previstos para a rubrica da Dep & Am	32
Tabela 4.3 - Capex e o seu peso face às receitas.....	32
Tabela 4.4 - Working Capital	33
Tabela 4.5 - WACC	33
Tabela 4.6 - Custo do Capital Próprio.....	33
Tabela 4.7 - Betas por setor	35
Tabela 4.8 - Terminal Value	36
Tabela 4.9 - Valor por ação - DDM.....	36
Tabela 4.10 - Múltiplo EV/AUM.....	37
Tabela 4.11 - Múltiplo EV/EBITDA	38
Tabela 4.12 - Múltiplo EV/REVENUE	38
Tabela 4.13 - PER	39
Tabela 4.14 - Variáveis para aplicação da simulação de MonteCarlo.....	40

Índice de Gráficos

Gráfico 3.1 - VAB do setor financeiro vs PIB ao longo dos anos	26
Gráfico 4.1 - Evolução dos dividendos pagos por ação.....	36

Abreviatura

CAPEX - Capital Expenditures

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CapEx – Capital Expenditure

CB – Capitalização Bolsista

CF_t – Cash Flow do período t

D – Dívida

DCF – Discounted Cash Flow

DPS – Dividends per Share

D&A – Depreciações e Amortizações

E – Equity/Capital Próprio

EBITDA – Earnings before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations

EBIT – Earnings Before Interests and Taxes

EBT – Earnings before Taxes

E (R_m) – Rendibilidade de Mercado Esperada

FCF - Free Cash Flow

FCFE – Free Cash Flow to Firm

FCFF – Free Cash Flow to Equity

g – Taxa de crescimento

NOPLAT - Net Operating Profit Less Adjusted Taxes

PER – Price to Earnings Ratio

K_d – Custo da Dívida

K_e – Custo do Capital Próprio

R_f – Taxa de juro sem risco

R – Taxa de desconto

RL – Resultado Líquido

SOTP – Sum of the Parts

t – Taxa de imposto efetiva

VT – Valor Terminal

VE – Valor da empresa

WACC – Weighted Average Cost of Capital

β - Beta

1 Introdução

O sistema financeiro global passou, nas últimas décadas, por transformações significativas que ampliaram a complexidade da gestão de ativos e a relevância de instituições que atuam nesse segmento. Nesse cenário, a BlackRock, destaca-se como a maior gestora de investimentos do mundo, gerindo milhões de milhões de dólares em ativos e exercendo influência direta sobre os mercados financeiros internacionais, as políticas de investimento sustentável e a gestão corporativa de inúmeras empresas.

Apesar da vasta disponibilidade de informação sobre a empresa em relatórios anuais, demonstrações financeiras e publicações de mercado, existe a necessidade de uma abordagem sistematizada que aplique diferentes modelos de avaliação financeira à realidade da BlackRock, de forma a comparar metodologias e aferir a consistência dos resultados obtidos.

O desenvolvimento deste estudo centra-se em obter a resposta para a seguinte pergunta “A 31 de Dezembro de 2024, as ações da BlackRock encontravam-se subavaliadas ou sobreavaliadas face ao seu valor fundamental?”, sendo que, segundo a Bloomberg o mercado fechou com o preço a 1025,11 \$ por ação. Para além de produzir resultados quantitativos relevantes, este trabalho contribui para o alargamento e aprofundamento dos estudos existentes sobre empresas inseridas no setor da gestão de ativos.

A estrutura desta dissertação organiza-se em quatro capítulos, além da introdução. O Capítulo 2 corresponde à revisão da literatura, onde são apresentados os principais modelos de avaliação financeira e os contributos teóricos que suportam a análise. O Capítulo 3 dedica-se ao enquadramento da BlackRock e do setor da gestão de ativos, contextualizando o ambiente competitivo em que a empresa se insere. O Capítulo 4 procede à aplicação prática dos modelos de avaliação financeira à BlackRock, explorando os pressupostos adotados e os cálculos realizados, e ainda, apresenta a avaliação obtida, discute os resultados face ao valor de mercado e conclui quanto à eventual subavaliação ou sobreavaliação das ações da empresa.

2 Revisão de Literatura

2.1 Enquadramento Teórico

O processo cujo objetivo é determinar o valor de qualquer tipo de entidade que possua atividade económica, segundo (Neves, 2002) é designado como avaliação de empresas, que pode ser realizada de diferentes formas dependendo da finalidade que lhe está associada.

No contexto da gestão ativa de carteiras e da análise de investimentos, os analistas argumentam que o valor de uma empresa está ligado às suas perspetivas de crescimento, ao nível de risco e aos fluxos de caixa. O seu objetivo é identificar empresas cujas ações estão a ser transacionadas por um preço inferior ao seu valor real, com a expectativa de obter ganhos financeiros (Damodaran, 2002).

Para gestores, através da ótica das finanças corporativa, cujo objetivo é maximizarem o valor da empresa, a avaliação de empresas é realizada para perceber o impacto das suas decisões no valor da mesma (Damodaran, 2002).

Em processos de falência, a avaliação de empresas tem como finalidade perceber o valor dos ativos para que seja possível proceder à sua alienação.

Segundo (Fernandez, 2013) no caso de uma empresa que esteja a iniciar o processo de fusão ou aquisição de outra, o valor máximo que o comprador está disposto a pagar e o valor mínimo que o vendedor está disposto a receber é calculado através dos modelos de avaliação de empresas.

Para (Damodaran, 2002) o facto de existirem inúmeros modelos de avaliação torna o processo mais dificultado, cabendo ao avaliador selecionar o mais adequado às características específicas de cada uma, com o intuito de estimar o seu valor da forma mais precisa possível.

Nos próximos capítulos, serão explorados alguns desses métodos, bem como as suas vantagens e limitações.

2.2 Métodos de avaliação

Ao abordar os métodos de avaliação existem dois modelos base que se multiplicam de forma a gerar os modelos específicos, ou seja, existem os Modelos de Avaliação absoluta e os Modelos de Avaliação Relativa.

Os Modelos de Avaliação Absoluta comparam o valor intrínseco de um ativo com o seu preço de mercado, enquanto os Modelos de Avaliação Relativa estimam o valor de um ativo em relação ao valor de outro ativo, sendo que existe a premissa associada ao modelo de que ativos semelhantes devem ser vendidos a preços semelhante (Pinto, 2010).

Desdobrando os modelos anteriormente definidos surgem os que são para (Damodaran, 2002) os quatro principais modelos de avaliação utilizados, ou seja, o Método de Avaliação Patrimonial, o Método de Avaliação pelos Fluxos de Caixa Descontados (DCF), o Método das Opções e o Método pelos Múltiplos, que por sua vez se multiplicam nos métodos mais específicos.

2.2.1 Valor Patrimonial

A Avaliação Patrimonial está dividida em quatro perspetivas diferentes, ou seja, pode ser considerado o valor contabilístico, que é determinado através da diferença entre o total dos ativos e o total dos passivos da empresa, detalhando corresponde ao excedente dos bens e direitos da empresa em relação às dívidas a terceiros (Fernandez, 2013).

A segunda perspetiva é pelo valor contabilístico ajustado, neste modelo o valor dos ativos e passivos do balanço da empresa encontra-se ajustado ao valor de mercado.

Quando o avaliador recorre ao modelo do valor substancial significa que segue a ideia de que a empresa vale o montante que seria necessário investir para reconstruir o património nela utilizada, no estado atual. Este método é útil para avaliar empresas cujos ativos físicos desempenham um papel crucial na geração de valor.

Por último a empresa pode ser avaliada pelo valor de liquidação que representa o valor da empresa depois da venda de todos os ativos e liquidação das respetivas obrigações.

De acordo com o modelo de avaliação patrimonial, os ativos da empresa são registados com base nos seus custos históricos de aquisição, sem ajustes ou atualizações monetárias. No entanto, esses valores podem não corresponder ao valor real de mercado,

que é influenciado por fatores como inflação, desgaste e liquidez reduzida. Ao adotar o custo histórico como referência, assume-se que os preços permaneceram inalterados desde a compra até ao momento da avaliação, um cenário que demonstra ser pouco provável (Martins, 2001).

Embora este modelo seja de fácil aplicação, baseia-se principalmente no balanço patrimonial para determinar o valor da empresa, não tendo em conta o seu potencial de crescimento futuro ou o efeito do valor temporal do dinheiro (Fernandez, 2013).

2.2.2 Fluxos de Caixa Descontados

Apesar dos diversos métodos que existem e dos diferentes pontos de vista, o método que é aprovado pela maioria é o Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados, (Šperanda, 2012)

O Método dos Fluxos de Caixa Descontados está dividido em três modelos de avaliação, que diferem na metodologia de cálculo do fluxo de caixa, que são o Modelo de Avaliação do Capital, Modelo de Avaliação da Empresa e Modelo do Valor Atual Ajustado. Para que a avaliação seja considerada consistente, não pode ser utilizado apenas um modelo de forma isolada, pois não existe nenhum que seja exatamente completo (Damodaran, 2007)

As limitações que (Luehrman, 1997) apresenta sobre o modelo apresentado estão direcionadas para empresas que possuam uma estrutura de capital, estratégia de angariação de fundos e posição fiscal complexa, pois o número de erros efetuados durante a avaliação da mesma pode ser superior ao esperado.

Para obter o valor da empresa atualiza-se o cash-flow do período (CF_t) a uma taxa de desconto que representa o risco associado (r) e para evitar que a estimativa dos fluxos de caixa anuais vá para além do razoável, calcula-se o valor residual (VT), que tem em conta um cenário estável de crescimento (g) da empresa, geralmente inferior à taxa de crescimento da economia (Damodaran, 2002).

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=0}^t \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{VT_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

$$VT = \frac{CF_t * (1+g)}{(r-g)} \quad (2)$$

2.2.2.1 Modelo de Avaliação de Capital

O *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) e o *Dividend Discount Model* (DDM) são duas abordagens fundamentais para a avaliação do valor do capital próprio de uma empresa, sendo amplamente utilizadas na análise financeira e na tomada de decisões de investimento, na ótica do acionista.

O FCFE representa o fluxo de caixa disponível para os acionistas após o pagamento de todas as despesas operacionais, investimentos em capital e obrigações financeiras, refletindo a capacidade da empresa de gerar valor para os investidores (Damodaran, 2012). Por outro lado, o DDM é baseado na premissa de que o valor de uma ação é igual ao valor presente dos dividendos futuros esperados, é especialmente relevante para empresas que possuem uma política de dividendos estável e previsível (Gordon, 1959).

A diferença fundamental entre o DDM e o modelo FCFE está na noção dos fluxos de caixa. Para o DDM, os *cash flows to equity* são os dividendos esperados das ações, enquanto para o modelo FCFE são os *cash flows* residuais depois de cumpridas todas as obrigações financeiras e necessidades de investimento. A diferença entre o valor obtido através do modelo do FCFE e o valor calculado pelo DDM pode ser vista como um componente do valor de controle de uma empresa, refletindo a influência da política de dividendos. Nos casos menos frequentes em que o valor do DDM excede o do FCFE, essa discrepância tem um menor significado económico, mas pode servir como um alerta sobre a sustentabilidade dos dividendos esperados (Damodaran, 2012).

Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Fernandez (2013) define o FCFE como o fluxo de caixa remanescente da empresa após cobertas as despesas de investimento em ativos fixos, necessidades de fundo de maneio e após o pagamento do capital e dos custos financeiros em dívida.

$$FCFE = RL_t + D\&A_t - Capex_t - \Delta WC_t - (DE_t - DA_t) \quad (3)$$

Tal que,

$$Working\ Capital\ (WC) = Necessidades\ de\ Exploração - Recursos\ de\ Exploração \quad (4)$$

Onde,

RL_t – Resultado Líquido da empresa no período t

$D\&A_t$ – Depreciações e Amortizações no período t

$Capex_t$ – Investimento realizado no período t

ΔWC_t – Variação do *Working Capital* no período t

DE_t – Dívida emitida no período t

DA_t – Dívida Amortizada no período t

O resultado representa o capital gerado pela empresa que está potencialmente disponível para os próprios acionistas após todas as necessidades operacionais e financeiras terem sido satisfeitas, representando o fluxo de caixa que pode ser distribuído sem comprometer a sustentabilidade do negócio.

O WC indica a liquidez disponível para financiar as operações do dia a dia e fazer face às obrigações de curto prazo. Um valor de *working capital* positivo sugere que a empresa tem fundos suficientes para cobrir as suas dívidas de curto prazo, enquanto um valor negativo pode indicar dificuldades financeiras.

A aplicação do modelo demonstra maior robustez e fiabilidade em empresas que exibem um crescimento estável e previsível, tipicamente inseridas em setores não cíclicos, caracterizadas por fluxos de caixa mais consistentes e de fácil projeção a longo prazo (Damodaran, 2012). Adicionalmente, empresas com níveis de endividamento relativamente baixos e estáveis beneficiam de uma aplicação mais simplificada do FCFE, uma vez que a consideração dos fluxos de caixa relacionados com a dívida torna-se menos complexa e as projeções menos vulneráveis a alterações significativas na estrutura de capital (Hull, 2018). Por fim, setores com menores necessidades de investimento em bens de capital (CapEx), como empresas de serviços, telecomunicações em fases maduras e tecnologia com modelos de negócio digitais, são particularmente adequados, pois uma maior percentagem do resultado líquido transforma-se em fluxo de caixa “livre” para os acionistas, e a menor variabilidade nos investimentos contribui para projeções do FCFE mais seguras (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015).

2.2.2.2 *Dividend Discount Models (DDM)*

O modelo do *Dividend Discount Model* é uma abordagem fundamental na avaliação de ações, baseando-se no princípio de que o valor de uma ação é igual ao valor

presente dos dividendos futuros esperados. Este modelo, apesar de ser considerado tradicional, continua a ser amplamente utilizado, especialmente na avaliação de empresas do setor financeiro, onde a estimativa de fluxos de caixa pode ser mais desafiante (Damodaran, 2009)

O DDM tem como pressuposto que os investidores tenham como objetivo receberem dois tipos de rendimentos/fluxos de caixa: os dividendos durante o período que detiverem a ação e o valor da sua realização após a venda (Damodaran, 2006).

Considerando o pressuposto que o capital de uma empresa cotada em bolsa tem um período de vida infinito, podemos afirmar que o valor da ação se obtém através da seguinte formula:

$$\text{Valor por Ação} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{DPS_t}{(1+K_e)^t} \quad (5)$$

Onde,

DPS_t – Valor esperado dos dividendos por ação

K_e – Custo de Capital

Se a taxa de crescimentos (g) esperada for contante, podemos assumir o Modelo de Gordon para chegarmos ao valor da ação.

$$\text{Valor por Ação} = \frac{DPS_{t+1}}{K_e - g} \quad (6)$$

Em situações mais adaptadas à realidade devemos considerar um período de crescimentos extraordinário que se segue de um período estável em termos de crescimento dos dividendos para podermos calcular o valor por ação.

$$\text{Valor por ação} = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1+K_{e,c})^t} + \frac{DPS_{t+1}}{(K_{e,s} - g_n)(1+K_{e,s})^n} \quad (7)$$

g_n – Taxa de crescimento esperada após o período de crescimento

K_{e,c} – Custo de capital durante o período de crescimentos

K_{e,s} – Custo de capital durante o período estável

2.2.2.3 Modelo de Avaliação da Empresa

Free Cash Flow to Firm (FCFF)

O FCFF visa avaliar o desempenho operacional da empresa, medindo a sua capacidade de gerar fluxos de caixa a partir das suas atividades principais, sem ser considerada a sua estrutura de financiamento. O FCFF é mais versátil do que o FCFE, pois pode ser aplicado independentemente da estrutura de capital.

Este tipo de informação é essencial para determinar o valor global da empresa e entender se a mesma consegue gerar valor de forma consistente na ótica de quem investiu, quer seja através de financiamentos concedidos ou aquisição de ações.

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (8)$$

Tal que,

$$FCFF = EBIT(1 - t) + D\&A_t - Capex_t - \Delta WC_t \quad (9)$$

Onde,

FCFF – Cash flow esperado da empresa no período *t*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital* – Custo Médio Ponderado do Capital

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes* – Resultado Operacional

t – Taxa de Imposto Efetiva

Numa situação em que a empresa após *n* anos de crescimento irregular atinge um período de crescimento estável, o cálculo do seu valor (VE) pode ser feito da seguinte maneira:

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_{hg})^t} + \frac{\text{Valor Terminal}_n}{(1+WACC)^n} \quad (10)$$

Tal que,

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCFF_n * (1+g)}{(WACC-g)} \quad (11)$$

O Custo Médio Ponderado do Capital surge como a taxa de desconto adequada para o FCFF, pois este método representa o fluxo de caixa operacional total gerado pela empresa, disponível para remunerar todos os seus financiadores.

$$WACC_t = K_e \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_d \left(\frac{D}{E+D} \right) (1 - t) \quad (12)$$

Onde,

K_e – Custo do Capital Próprio

K_d – Custo da Dívida

E – Valor de mercado do Capital Próprio

D – Valor de mercado da Dívida

t – Taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas

Em termos de análise financeira, um WACC reduzido tipicamente reflete um menor custo associado à obtenção de financiamento, o que, por sua vez, favorece a viabilidade de novos projetos de investimento e contribui para a valorização global da empresa. Em contraste, um WACC elevado sinaliza um maior nível de risco inerente à atividade da empresa ou à sua estrutura de financiamento, implicando a necessidade de retornos mais expressivos para compensar adequadamente os investidores pelo capital investido.

Custo de Capital Próprio (K_e)

Para compensar o risco de financeiro e o risco de negócio, os acionistas exigem uma rentabilidade mínima, que se define como o custo do capital próprio, ou seja, esta variável reflete o custo de oportunidade dos acionistas, ou por outras palavras, o retorno que os mesmos poderiam obter em investimentos alternativos com um nível de risco semelhante.

$$K_e = R_f + \beta_i * (R_m - R_f) \quad (13)$$

Custo da Dívida (K_d)

O custo da dívida, numa perspetiva de avaliação financeira, representa a taxa de retorno exigida pelos credores para fornecer financiamento através de dívida (Correia et al., 2019). Este custo é usualmente expresso como a taxa de juro efetiva que a empresa paga sobre os seus empréstimos e outras formas de endividamento, sendo uma componente fundamental no cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital.

Taxa de Juro sem Risco (R_f)

Caso o ativo em questão não apresente nenhum nível de risco, quer de incumprimentos quer de reinvestimento, a rentabilidade obtida é igual à rentabilidade esperada, esta rentabilidade é espelhada através da taxa de juro sem risco.

Beta dos Capitais Próprios (β_i)

No contexto do CAPM, o beta é crucial para determinar o retorno esperado de um ativo, ajustando o prémio de risco de mercado pelo risco específico do ativo em relação ao mercado. Um beta mais elevado implica um maior risco sistemático e, consequentemente, um maior retorno esperado para compensar os investidores por esse risco adicional (Damodaran, 2012).

$$\beta_i = \beta_u * (1 + \frac{D*(1-t)}{E}) \quad (14)$$

Onde,

β_u – Beta da empresa não alavancada

D – Valor da Dívida

E – Valor dos Capitais Próprios

t – Taxe de imposto aplicada

Um beta superior a 1 indica maior volatilidade do mercado, um beta inferior a 1 indica menor volatilidade, e um beta igual a 1 sugere que o ativo se move no mesmo sentido do respetivo mercado.

Prémio Risco de Mercado ($R_m - R_f$)

O prémio de risco de mercado, no contexto do CAPM, representa a compensação adicional que os investidores exigem por investirem no mercado de ações como um todo, em comparação com um investimento isento de risco.

Para (Damodaran, 2012) a magnitude do prémio de risco de mercado pode variar ao longo do tempo, pois é influenciada por fatores macroeconómicos, expectativas de crescimento, inflação e o sentimento geral dos investidores.

Valor da Dívida (D) e Valor do Capital Próprio (E)

O valor da dívida representa o montante total de fundos que uma empresa obteve através de empréstimos ou outras formas de financiamento de terceiros e que tem a obrigação de reembolsar no futuro. Este valor inclui diversas modalidades de dívida, como empréstimos bancários, emissão de obrigações, financiamentos de longo prazo e, por vezes, obrigações de arrendamento financeiro.

Por outro lado, o valor de mercado do capital próprio obtém-se, geralmente, através da multiplicação do número de ações em circulação pelo preço atual da ação.

2.2.2.4 Valor Atual Ajustado

O modelo APV tem como objetivo determinar o valor global de uma empresa, através das seguintes fases determinadas por (Damodaran, 2006). Inicialmente é necessário estimar o valor da empresa supondo que é financiada na sua totalidade por capitais próprio, isto é, sem alavancagem (V_u), na segunda fase consideram-se os benefícios fiscais gerados pela dívida, e por últimos é necessário avaliar o efeito da dívida na probabilidade de incumprimento e estimar os respetivos custos associados em caso de falência.

$$APV = V_u + VAL_{BF} - VAL_{ECF} \quad (15)$$

Tal que,

$$V_u = \frac{FCFF_0 * (1+g)}{r_u - g} \quad (16)$$

$$VAL_{BF} = Taxa \text{ de Imposto} * Dívida \quad (17)$$

$$VAL_{ECF} = Probabilidade\ de\ falência * VAL\ dos\ custos\ de\ falência \quad (18)$$

Onde,

V_u – Valor da empresa não alavancada

$FCFF_0$ – Cash Flow Operacional Esperado

g- Taxa de crescimento esperado

VAL_{BF} – Valor Atual dos Benefícios Fiscais

VAL_{ECF} – Valor Atual dos Custos de Falência esperados

O Modelo de Valor Atual Ajustado oferece uma abordagem flexível para a avaliação, particularmente útil em empresas com estruturas de capital dinâmicas ou com efeitos de financiamento significativos (Damodaran, 2012). Uma das principais vantagens reside na sua capacidade de separar o valor das operações da empresa do valor dos benefícios, ou custos, associados ao financiamento, como o benefício fiscal proporcionado pela dívida.

Por outro lado, a precisão do APV depende fortemente da correta identificação e quantificação dos efeitos do financiamento, o que pode ser desafiador na prática. Em situações onde a estrutura de capital da empresa é relativamente estável e os benefícios do financiamento são bem definidos e incorporados no WACC, a complexidade adicional do APV pode não justificar ganhos significativos em termos de precisão da avaliação (Brealey, 2003).

2.2.3 Opções

O modelo de opções, originalmente concebido para a avaliação de opções financeiras negociadas em mercados organizados, expandiu o seu alcance para a análise de opções reais incorporadas em decisões de investimento empresariais.

As opções reais representam uma abordagem inovadora na avaliação de investimentos, permitindo que as empresas incorporem flexibilidade na tomada de decisões estratégicas. Ao contrário das opções financeiras, cujo ativo subjacente são instrumentos negociados nos mercados financeiros, as opções reais baseiam-se em ativos tangíveis ou intangíveis de um negócio, como projetos de expansão, inovação tecnológica

ou entrada em novos mercados. Estas opções surgem do facto de o valor dos projetos de investimento depender tanto dos ativos existentes como das oportunidades de crescimento, sendo estas últimas comparáveis a opções cujo exercício depende das condições futuras do mercado. Assim, os fluxos de caixa futuros esperados de um investimento podem ser vistos como os ativos subjacentes de uma opção real, conferindo à empresa a possibilidade de adiar (opção de diferimento), expandir (opção de expansão) ou abandonar (opção de abandono) um projeto conforme as circunstâncias económicas e estratégicas (Philippe, 2005).

Em contrapartida uma opção financeira representa um contrato que confere ao comprador o direito, mas não a obrigação, de transacionar um ativo subjacente a um preço fixo (preço de exercício) até uma data de expiração definida (Lopes, Costa, A., & Saurin, 2013). No caso de uma opção de compra ("*call*"), o titular tem a prerrogativa de adquirir o ativo, enquanto numa opção de venda ("*put*"), detém a faculdade de o vender (Alleman, 2002). Adicionalmente, as opções distinguem-se temporalmente: as opções europeias só podem ser exercidas no vencimento, ao passo que as opções americanas oferecem a flexibilidade de serem exercidas a qualquer momento antes do seu termo (Lopes, Costa, A., & Saurin, 2013).

2.2.4 Múltiplos

A metodologia de avaliação por múltiplos complementa intrinsecamente a abordagem do Fluxo de Caixa Descontado (DCF). Enquanto o DCF concentra-se na estimativa do valor fundamental de um ativo através da análise dos seus futuros fluxos de caixa, a avaliação por múltiplos adota uma perspetiva comparativa, examinando os preços de transações recentes de ativos análogos no mercado. Assumindo a eficiência do mercado, ambas as técnicas de avaliação devem, em última instância, convergir para resultados de valorização consistentes.

Para Damodaran existem duas tarefas iniciais para que seja possível aplicar o método de avaliação por múltiplos, e que de certa forma descrevem os pressupostos que devem ser seguidos, que são:

- 1- Definir um conjunto de empresas com características semelhantes (setor, níveis de cash flow, estrutura de capital, risco e expectativas de crescimento), de forma que possam ser comparáveis com a empresa que se pretende analisar.

- 2- A valorização dos ativos tem de ser com base nos preços semelhantes, ou seja, é necessário converter os preços em múltiplos de forma a padronizá-los.

Para (Fernandez, 2013) os diversos rácios associados aos múltiplos podem estar inseridos nos seguintes grupos: Múltiplos baseados na capitalização; Múltiplos baseados no valor da empresa; Múltiplos de Crescimento.

2.2.4.1 Múltiplos baseados na Capitalização

$$\text{Price Earnings Ratio (PER)} = \frac{\text{Capitalização Bolsista}}{\text{Lucro Líquido}} = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Lucro Líquido por Ação}} \quad (19)$$

O múltiplo Preço/Lucro, ou rácio preço-lucro, estabelece uma relação entre o valor de mercado de uma empresa, representado pela sua capitalização bolsista, e os seus resultados financeiros, nomeadamente os lucros. Desta forma, este indicador relativo permite comparar o quanto os investidores estão dispostos a pagar por cada unidade de lucro gerado pela empresa.

Em situações onde os restantes indicadores se mantêm constantes, (Damodaran, 2011) defende que as empresas com maior crescimento apresentam um PER superior, assim como empresas que apresentem menor necessidade de reinvestimento, enquanto as empresas cujo risco é maior o seu PER tende a ser menor.

$$\text{Price to Cash Earnings} \left(\frac{P}{CE} \right) = \frac{CB}{EBDA} \quad (20)$$

Onde,

CB – Capitalização Bolsista

EBDA – Earnings Before Depreciation and Amortization– Lucro Líquido Antes de Depreciações e Amortizações

O rácio Preço/Ganhos de Caixa (P/CE) compara o valor de mercado da empresa (capitalização bolsista) com o seu lucro líquido antes da consideração de depreciações e amortizações. Ao excluir estes elementos contabilísticos não monetários, este indicador possibilita uma análise do valor da empresa mais focada na sua capacidade de gerar caixa operacional, eliminando o impacto das políticas de depreciação e amortização adotadas.

$$Price\ to\ Levered\ Free\ Cash\ Flow = \frac{CB}{FCFE} \quad (21)$$

Tal que,

$$FCFE = RL + Dep\&Am + \Delta WC - Capex - \Delta Divida \quad (22)$$

$$\Delta Divida = DE_t - DA_t \quad (23)$$

Onde,

FCFE – Free Cash Flow to Equity

RL – Resultado Líquido

DE - Divida Emitida

DA - Divida Amortizada

O rácio Preço/FCFE indica quanto os investidores pagam por cada unidade de fluxo de caixa livre disponível para os acionistas. Um rácio baixo pode sugerir subvalorização, enquanto um rácio alto pode indicar sobrevalorização.

$$Price\ to\ Book\ Value\ \left(\frac{P}{BV}\right) = \frac{CB}{Capital\ Próprio} = \frac{Preço\ da\ Ação}{Valor\ da\ Ação} \quad (24)$$

O rácio P/BV compara o preço de mercado por ação com o valor contabilístico dos ativos líquidos por ação, sugerindo potencial subvalorização se inferior a 1 e possível sobrevalorização se superior, embora a sua relevância varie consoante o setor e a importância dos ativos intangíveis.

$$Market\ Capitalization\ to\ AUM = \frac{CB}{AUM} \quad (25)$$

O indicador Capitalização Bolsista/Ativos Sob Gestão (AUM) estabelece uma relação entre a avaliação bolsista de uma sociedade gestora de ativos e o volume total de recursos financeiros que administra para terceiros; a magnitude deste rácio reflete a perceção do mercado relativamente à capacidade da empresa em gerar valor a partir dos seus ativos sob gestão, sendo que valores superiores podem denotar elevadas expectativas de crescimento e rentabilidade, enquanto valores inferiores poderão indiciar menor otimismo ou uma possível subavaliação.

2.2.4.2 Múltiplos baseados no Valor das Empresas

$$\text{Enterprise Value to EBITDA} \left(\frac{EV}{EBITDA} \right) = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA} \quad (26)$$

Tal que,

$$EV = \text{Cap. Bolsista} + \text{Dívida} - \text{Ativos extraexploração}$$

Onde,

EV – Enterprise Value

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

O rácio Valor da Empresa/EBITDA (EV/EBITDA) compara o valor total da empresa (incluindo dívida e capital próprio) com o seu lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, indicando quantos anos de EBITDA seriam necessários para pagar o valor da empresa, sendo um rácio mais baixo geralmente considerado mais atrativo.

$$\text{Enterprise Value to Levered Free Cash Flow} = \frac{EV}{UFCF} \quad (27)$$

Tal que,

$$UFCF = EBIT(1 - t) - \text{Dep\&Am} - \Delta WC - \text{Capex}$$

O EV/UFCF indica quantos anos de fluxo de caixa operacional não alavancado a empresa precisaria para pagar o seu valor total, sendo um rácio menor geralmente mais atrativo.

2.2.4.3 Múltiplos de Crescimentos

$$\text{PEG ou PER to EPS Growth} \left(\frac{PER}{g} \right) = \frac{PER}{\text{Crescimento dos lucros por ação}} \quad (28)$$

Onde,

PER – Price Earnings Ratio

g – Taxa de crescimentos

Este múltiplo é bastante utilizado na avaliação de empresas em que é expectável grande crescimento nos próximos anos, um valor abaixo de 1 pode sugerir subvalorização considerando o crescimento.

$$\text{Enterprise Value to EBITDA} \left(\frac{EV}{EG} \right) = \frac{\frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA}}{\text{Crescimento expectável do EBITDA}} \quad (29)$$

Neste rácio o EBITDA a considerar-se é o EBITDA histórico, ao aplicar o respetivo rácio é possível avaliar se o valor pago pela empresa, em termos de EBITDA, é justificado pelo seu potencial de crescimento futuro, um rácio mais baixo pode indicar uma melhor relação entre valorização e crescimento.

2.2.5 Sum of the Parts

O modelo *Sum of the Parts* (SOTP), configura-se como uma metodologia de avaliação financeira especificamente utilizada na estimação do valor intrínseco de entidades empresariais de elevada complexidade. Em contraste com a avaliação da empresa enquanto totalidade indivisível através de um único método, o SOTP preconiza a sua decomposição nos seus elementos constituintes mais relevantes. Cada uma destas partes é subsequentemente avaliada de forma autónoma, sendo os valores assim obtidos agregados para a determinação do valor global da empresa.

A implementação do modelo SOTP desenvolve-se através de um conjunto de etapas sequenciais e interligadas. Inicialmente, torna-se imperativo proceder à identificação clara e à segmentação das diversas unidades de negócio, subsidiárias, divisões operacionais ou ativos significativos que integram a estrutura da empresa.

Numa fase seguinte, para cada segmento ou ativo previamente identificado, seleciona-se o método de avaliação que melhor se adequa às suas características particulares e ao seu perfil de risco e retorno. A aplicação do método ou dos métodos eleitos é então efetuada a cada segmento ou ativo, utilizando os dados financeiros pertinentes e disponíveis.

Após a avaliação individual de cada componente, procede-se à soma dos valores assim determinados, obtendo-se uma estimativa do valor total da empresa antes da consideração de quaisquer ajustes ao nível da estrutura da “empresa mãe”.

Finalmente, numa etapa de refinamento da avaliação, efetuam-se ajustes com o propósito de incorporar elementos que não foram diretamente contemplados na avaliação isolada dos segmentos. Estes ajustes podem incluir a consideração da dívida líquida detida ao nível da *holding*, a avaliação de ativos não operacionais e a contabilização de passivos não operacionais.

A adoção do modelo SOTP apresenta diversas vantagens significativas, particularmente no contexto de empresas complexas. Em primeiro lugar, oferece uma

avaliação mais detalhada e, potencialmente, mais precisa, atendendo à diversidade dos perfis de negócio que podem coexistir numa mesma entidade. Adicionalmente, promove a transparência e a compreensão de como o valor de cada parte individual contribui para a formação do valor total da empresa. Por último, o modelo SOTP constitui um instrumento valioso no suporte a decisões estratégicas cruciais, como a alienação de ativos, a implementação de reestruturações organizacionais ou a otimização da alocação de capital entre os diferentes segmentos de negócio.

Durante a aplicação prática dos modelos de avaliação, e após uma análise das metodologias de avaliação financeira disponíveis, conclui-se que os métodos mais pertinentes e adequados para a avaliação da BlackRock, enquanto entidade de natureza financeira, são o *Cash Flow to Firm*, devido à dificuldade que existiu em atribuir a dívida emitida e a dívida paga a cada setor, assim como a sua projeção para os anos seguintes, o *Dividend Discount Model*, e o modelo de avaliação por Múltiplos.

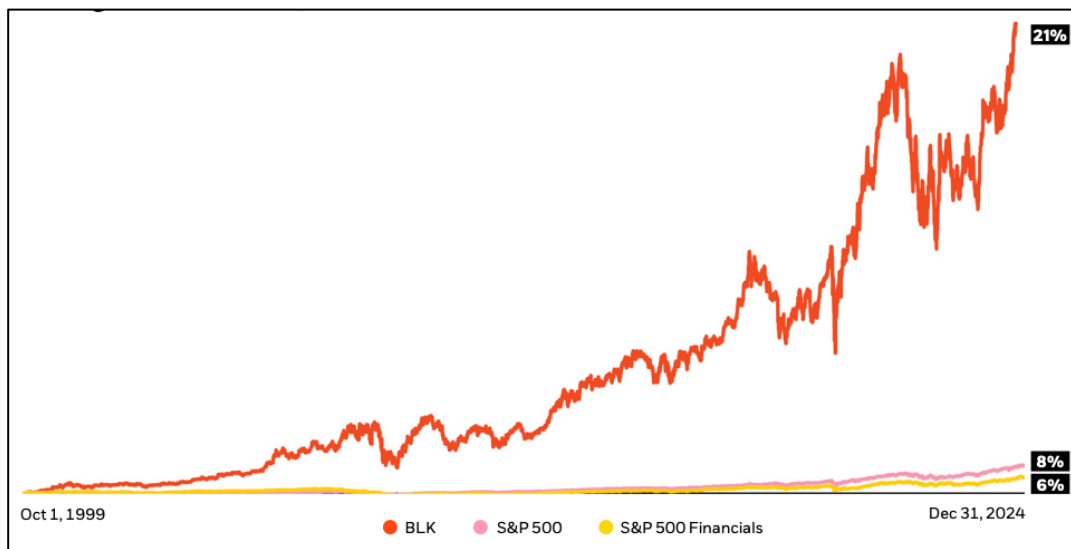
3 Contextualização do setor e da empresa

3.1 História da Empresa

A história da BlackRock é um testemunho da ambição, da inovação e da capacidade de adaptação no mundo da gestão de ativos. Fundada em 1988 por oito profissionais. Os fundadores, impulsionados pela paixão por compreender e gerir o risco, acreditavam que podiam oferecer uma abordagem superior na gestão de ativos, um princípio que continua a guiar a empresa até hoje.

Em 1999, a BlackRock reconheceu a oportunidade de levar transparência, escala e inovação à gestão de riscos para um público mais vasto. Assim, começou a comercializar a sua própria tecnologia, o Aladdin. Nesse mesmo ano, a BlackRock abriu o seu capital na Bolsa de Valores de Nova Iorque, com ações a 14 dólares. No final do ano, já geria 165 mil milhões de dólares em ativos, impulsionada pelas fortes relações com instituições globais.

Figura 3.1 - Evolução do valor das ações da BlackRock desde a sua IPO



O ano de 2000 marcou o nascimento da BlackRock Solutions, tendo a tecnologia Aladdin como base do negócio, este passo assinalou o início do papel da BlackRock como fornecedora de tecnologia. Em 2006, a aquisição da Merrill Lynch Investment Management expandiu a presença da empresa no mercado retalhista e internacional.

Durante a crise financeira de 2008, a BlackRock desempenhou um papel crucial. O Banco da Reserva Federal de Nova Iorque solicitou à empresa que analisasse os ativos de títulos hipotecários da Bear Stearns e determinassem o seu valor.

Em 2009, a aquisição da Barclays Global Investors (BGI) transformou a BlackRock na maior gestora de ativos do mundo, esta aquisição representou uma aplicação da estratégia que oferecia uma gama mais ampla de soluções aos clientes. Seguindo o mesmo mote em 2012, a BlackRock lançou o iShares Core, proporcionando aos investidores acesso a uma ampla exposição ao mercado de ações e obrigações, a custos baixos e com eficiência fiscal. Em 2016, face à evolução do panorama da gestão de património, a BlackRock concentrou-se na especialização da criação de portfólios aos consultores financeiros, utilizando a sua plataforma de diversas formas.

No ano de 2017, a BlackRock reforçou o seu compromisso com a Gestão de Investimentos, enfatizando a importância do propósito para a rentabilidade a longo prazo e em 2018, a BlackRock inaugurou o seu primeiro Laboratório de IA em Palo Alto, para acelerar a utilização de inteligência artificial e componentes associadas de forma a melhorar os resultados e impulsionar o progresso para os investidores, os clientes e para a própria empresa.

Em 2019, a BlackRock intensificou o seu foco na crise das reformas, lançando o BlackRock Retirement Solutions Group. Com dois terços dos ativos sob gestão relacionados com a reforma. Nesse mesmo ano, a BlackRock adquiriu a eFront, líder mundial em software e soluções de gestão de investimentos alternativos, acelerando a sua ambição de tornar os investimentos alternativos menos alternativos e possibilitar uma abordagem de portfólio completa.

A estratégia de crescimento da empresa em 2024 ficou reforçada com os anúncios de aquisição da Global Infrastructure Partners, Prequin e HPS Investment Partners, numa clara aposta no reforço das suas competências no setor dos mercados privados e na inteligência de dados.

A história da BlackRock é, portanto, uma narrativa de crescimento estratégico, inovação tecnológica e compromisso com os clientes, consolidando a sua posição como líder global na gestão de ativos.

3.2 Princípios e Valores

A BlackRock, enquanto figura proeminente no panorama global, define-se por um propósito central: ajudar um número cada vez maior de pessoas a alcançar o bem-estar financeiro. Os seguintes princípios, mais do que meras diretrizes, representam os valores fundamentais, as aspirações e a linguagem cultural da BlackRock.

No centro da identidade da BlackRock residem os interesses dos clientes. Os interesses dos clientes são colocados em primeiro plano, numa demonstração de integridade e na oferta de aconselhamento imparcial. A empresa rege-se pelo princípio "*One BlackRock*", que visa criar os melhores resultados para os clientes, para a própria empresa e para as comunidades onde opera. A plataforma Aladdin assume um papel unificador, proporcionando uma linguagem comum para interpretar o mundo, os mercados e as necessidades dos clientes, assim como, uma prova do interesse que a empresa apresenta sobre como procura inovar e destacar-se dos próprios concorrente, de forma a cumprirem a responsabilidade que carregam relativamente ao compromisso feito com o futuro dos clientes que recorrem à empresa.

A BlackRock adota uma perspetiva de longo prazo e gere o seu negócio de forma sustentável e responsável. Nas empresas onde investe em nome dos seus clientes, a BlackRock defende práticas empresariais sustentáveis e responsáveis, que impulsionem o seu valor a longo prazo.

3.3 Segmentos de Negócio

Segundo a Bloomberg, a BlackRock tem como segmento de negócio a gestão de ativos, mas após a análise da empresa é possível afirmar que possui uma vasta gama de segmentos de negócio, classificando-se como um agente multifacetado no panorama financeiro internacional. Para que fosse possível aplicar o modelo SOTP analisámos a empresa consoante os segmentos de negócio que a própria considera.

Investment Advisory, Administration Fees and Securities Lendings Revenue

Este segmento constitui o pilar fundamental da receita da BlackRock. A rubrica é composta principalmente pelas comissões de gestão e de administração, que são

calculadas com base nos ativos sob gestão. Por serem diretamente proporcionais ao valor do AUM, estas receitas são previsíveis e representam a principal fonte de rendimento recorrente da empresa. Adicionalmente, a BlackRock gera receita com o empréstimo de títulos, uma prática na qual empresta títulos de carteiras de clientes a investidores.

Investment Advisory Performance Fees

As taxas de desempenho são uma fonte de receita mais volátil e dependente do desempenho do mercado. A BlackRock cobra uma comissão adicional quando um dos seus fundos de investimento supera um determinado índice de referência ou a meta de retorno anteriormente estipulada. Esta receita recompensa a excelência na gestão de portfólios, mas, devido à sua natureza, é menos previsível e mais suscetível a flutuações de mercado do que as taxas de gestão.

Technology Services Revenue

O segmento de serviços de tecnologia é uma área de crescimento estratégico para a BlackRock, refletindo a sua aposta na diversificação de receitas e na liderança tecnológica. A principal fonte de rendimento desta rubrica é a plataforma Aladdin, um software de gestão de investimentos que fornece ferramentas para análise de risco, gestão de portfólio e operações de *back-office*. A receita gerada por subscrições e licenças do Aladdin por outras instituições financeiras e investidores é altamente lucrativa e confere à BlackRock uma vantagem competitiva no setor, ao monetizar a sua própria tecnologia.

Distribution Fees

As receitas de distribuição estão relacionadas com a colocação e venda de produtos de investimento. A BlackRock paga comissões a intermediários, como consultores financeiros e bancos, para distribuir os seus fundos a investidores, e as receitas geradas a partir destas atividades compõem este segmento.

Advisory and Other Revenue

Esta categoria abrange uma variedade de receitas que não se enquadram nas categorias principais, como serviços de consultoria financeira e receitas não recorrentes. Por ser uma rubrica de "outros", a sua composição pode variar de ano para ano e, geralmente, representa uma porção menor da receita total da empresa.

No quadro seguinte é possível identificar percentualmente o peso que a receita de cada segmento tem relativamente à receita total, este peso é de elevada importância pois foi utilizado para distribuir diversas rubricas por cada segmento de forma a calcular o seu valor individual.

Tabela 3.1 - - Peso de cada setor face às receitas totais

	2024
Investment advisory, administration fees and securities lending revenue	78,89%
Investment advisory performance fees	5,91%
Technology services revenue	7,86%
Distribution fees	6,24%
Advisory and other revenue	1,10%
Total revenue	100,00%

Em alguns indicadores sentiu-se a necessidade de atribuir uma indústria, determinada por Damodaran, a cada um dos segmentos, tendo sido feita a seguinte atribuição:

Tabela 3.2 - Indústrias determinadas por Damodaran equivalentes aos setores da BlackRock

Segmento de Negócio BlackRock	Investments advisory, administration fees and securities lendings revenue	Investment advisory performance fees	Technology services revenue	Distribution Fees	Advisory and other revenue
Indústria Damodaran	Brokerage & Investment Banking	Investments & Asset Management	Software (System & Application)	Brokerage & Investment Banking	Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)

3.4 Análise Geográfica

A BlackRock mantém uma presença consolidada nas regiões do continente americano, EMEA (Europa, Médio Oriente e África) e pacífico-asiática, através de relações estratégicas com intermediários e de uma oferta de investimento global adaptada às especificidades regulamentares e necessidades locais. No final de 2024, o total de

ativos sob gestão da empresa ascendia a 11 600 milhões de milhões de dólares, distribuídos de forma significativamente desigual entre as regiões analisadas.

A região das Américas concentra a maior parte do AUM, com 7 860 milhões de milhões de dólares, representando aproximadamente 68% do total global. Este valor resulta, em grande medida, de subscrições líquidas (*net inflows*) no valor de 406 mil milhões de dólares, impulsionadas por investimentos em ações, obrigações, produtos de tesouraria, multiativos e produtos de criptomoeda. A presença da BlackRock nesta região estende-se por mercados estratégicos como os Estados Unidos, México, Canadá, Brasil, Colômbia, Chile, República Dominicana e Peru.

A região EMEA registou, no mesmo período, um AUM de 2 820 milhões de milhões de dólares de dólares, o que corresponde a 24% do total da BlackRock. Este crescimento deveu-se a subscrições líquidas no valor de 207 mil milhões de dólares. A presença da empresa nesta região concretiza-se através de intermediários de investimento sediados no Reino Unido, Luxemburgo e Dublin, bem como os ETFs listados em bolsas europeias e soluções para investidores institucionais.

Já a região pacífico-asiática apresentava um AUM de 870 mil milhões de dólares, equivalente a 8% do total global. As entradas líquidas nesta região somaram 28 mil milhões de dólares. A região inclui mercados como Índia, Singapura, Hong Kong, Japão, Austrália, China, Taiwan, Coreia do Sul e Nova Zelândia.

Em 2024, a BlackRock registou um total de 20 407 milhões de dólares em receitas, representando um crescimento face aos 17 859 milhões de 2023 e aos 17 873 milhões de 2022. A região americana manteve-se como a principal fonte de receitas, contribuindo com 13 411 milhões de dólares, aproximadamente 66% do total, seguida da Europa, com 6 137 milhões, e da região pacífico-asiática, com 859 milhões.

Verifica-se um aumento consistente nas três regiões face ao ano anterior, evidenciando a expansão sustentada da empresa a nível global, com destaque particular para o crescimento expressivo no mercado europeu.

3.5 Contextualização do setor

O sistema financeiro abrange o conjunto de instituições financeiras que desempenham, fundamentalmente, a função de canalizar a poupança para o subsequente investimento nos mercados financeiros, concretizado através da compra e venda de produtos financeiros.

As instituições financeiras, que incluem bancos comerciais, seguradoras, sociedades financeiras e cooperativas de crédito, distinguem-se dos mercados financeiros, que engloba as ações, as obrigações, o câmbio e *commodities*. No que diz respeito à sua tipologia, as instituições financeiras podem ser categorizadas como bancárias ou não bancárias, sendo as empresas de gestão de ativos, como a BlackRock, incluídas nesta segunda categoria.

O sistema financeiro europeu vivenciou transformações consideráveis entre 1996 e 2021, espelhando os desafios e as alterações verificadas na economia global e nas políticas regulatórias. Ao longo deste período, foram implementadas diversas reformas com o objetivo de fomentar a estabilidade financeira, consolidar a integração dos mercados financeiros e aperfeiçoar a supervisão e a governação das instituições financeiras.

Não obstante a existência de diversas teorias sobre o tema, Goldsmith (1969) defendia que o sistema financeiro constitui um componente fulcral para o desenvolvimento económico de um país. O autor sustentava que um sistema financeiro eficiente e bem desenvolvido possui a capacidade de mobilizar a poupança interna, direcionando recursos para investimentos produtivos suscetíveis de impulsionar o crescimento económico.

O gráfico apresentado ilustra a evolução do Produto Interno Bruto (PIB) e do Valor Acrescentado Bruto (VAB) das empresas financeiras e de seguros em Portugal desde o início do século XXI. A seguinte análise das duas curvas revela uma tendência geral de crescimento para ambos os indicadores ao longo deste período, embora marcada por flutuações significativas que representam a dinâmica da economia a nível nacional e global.

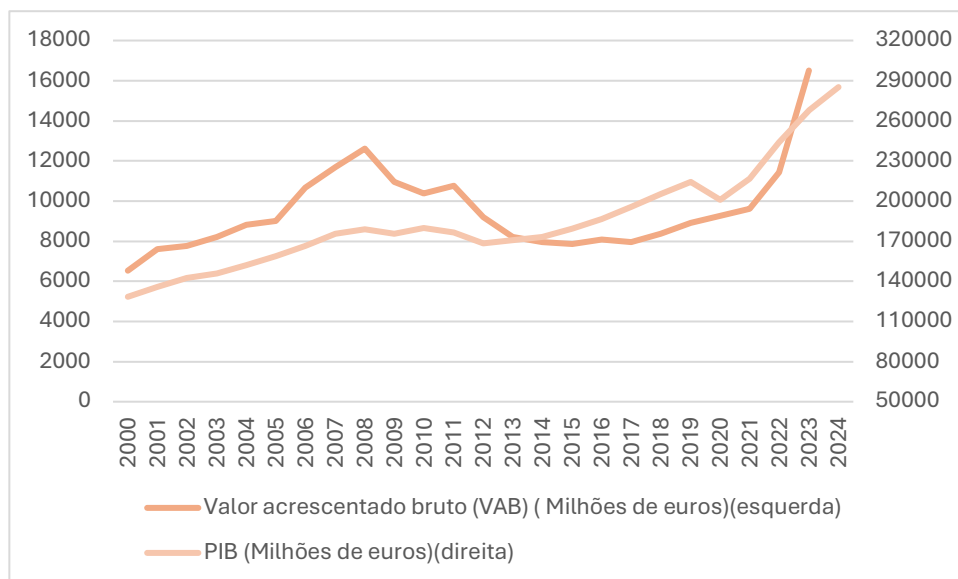
No período compreendido entre 2000 e 2008, ambos os indicadores exibiram um crescimento sustentado, refletindo a expansão económica que antecedeu a crise financeira global. Durante este período, o VAB do setor financeiro e de seguros parece ter evoluído

em paralelo com o crescimento do PIB. Contudo, a crise financeira de 2008 e a subsequente crise da dívida soberana europeia entre 2008 e 2014 tiveram um impacto notório, resultando numa desaceleração e, em alguns momentos, numa contração de ambas as variáveis. É importante salientar que o VAB do setor financeiro e de seguros demonstrou uma maior sensibilidade a estas turbulências económicas, com quedas mais acentuadas em certos momentos.

Após o período de crise, entre 2014 e 2019, observou-se uma recuperação gradual e lenta tanto do PIB quanto do VAB do setor financeiro e de seguros. No entanto, a recuperação do VAB deste setor parece ter sido mais hesitante em comparação com a do PIB. O ano de 2020 representou um choque significativo para a economia portuguesa, com a pandemia de COVID-19 a provocar uma queda abrupta em ambos os indicadores devido às medidas de confinamento e à paralisação da atividade económica.

Nos anos subsequentes, 2021 a 2024, verificou-se uma recuperação vigorosa de ambos os indicadores. Notavelmente, o VAB do setor financeiro e de seguros apresentou um crescimento robusto, em alguns momentos superando o crescimento do PIB. Este desempenho recente pode ser atribuído a fatores como a retoma da atividade económica, a recuperação do crédito e a evolução positiva dos mercados financeiros e de seguros.

Gráfico 3.1 - VAB do setor financeiro vs PIB ao longo dos anos



Fonte: I - Autor

3.6 Empresas Concorrentes

Apesar da sua posição dominante no setor, a BlackRock enfrenta uma concorrência acentuada por parte de outras grandes entidades gestoras de ativos a nível global. Entre os seus principais concorrentes, destacam-se:

A Morgan Stanley através da sua divisão de gestão de investimentos, a Morgan Stanley Investment Management, disponibiliza uma variedade de estratégias de investimento para clientes institucionais e particulares. Em dezembro de 2024, os ativos sob gestão e administração da Morgan Stanley totalizaram 1 666 000 milhões de dólares, o valor de capitalização de mercado rondava os 200 mil milhões de dólares e o seu retorno sobre os capitais próprios foi de 13,83%.

A Invesco, como uma das principais gestoras de ativos, apresentou no final de 2024 um volume significativo de ativos sob gestão (AUM) no valor de 1 846 000 milhões de dólares. A empresa, que tinha um valor de mercado de 19 451 milhões de euros, demonstra uma posição relevante na indústria, mas enfrenta desafios em termos de rentabilidade para os acionistas. O seu Retorno sobre o Capital Próprio de 3,9% indica que a empresa gera um lucro líquido relativamente baixo em relação ao capital investido pelos seus acionistas.

A T. Rowe Price é uma empresa global de gestão de investimentos, fundada em 1937 e com sede em Baltimore, nos Estados Unidos. Reconhecida pela sua abordagem baseada em investigação fundamental e pela orientação para o longo prazo, disponibiliza uma vasta gama de soluções financeiras, incluindo fundos de investimento, planos de reforma, estratégias de gestão ativa e serviços de consultoria destinados a investidores individuais, institucionais e intermediários. Presentemente, apresenta um *Return on Equity* de aproximadamente 19,4% e administra cerca de 1 606 600 milhões de dólares **norte-americanos** em ativos sob gestão. A sua capitalização bolsista reflete igualmente o elevado reconhecimento do mercado, consolidando a sua posição de relevo no setor da gestão de ativos.

A Goldman Sachs é uma instituição financeira de âmbito global, fundada em 1869 e sediada em Nova Iorque, cuja atividade se centra na prestação de serviços de banca de investimento, gestão de ativos e consultoria financeira de elevada complexidade. A sua operação estrutura-se em quatro áreas principais: *Investment Banking*, que abrange a

assessoria em fusões, aquisições e operações de mercados de capitais; *Global Markets*, responsável pela intermediação, negociação e gestão de riscos em diversos instrumentos financeiros; *Asset & Wealth Management*, vocacionada para a gestão de patrimónios e ativos de clientes institucionais e individuais de elevado valor; e Platform Solutions, segmento mais recente que integra soluções tecnológicas e de financiamento. Atualmente, a instituição regista um *ROE* de aproximadamente 13,7%, indicador que reforça a sua solidez financeira.

A Franklin Templeton é uma gestora de investimentos de dimensão global, com presença em mais de 30 países. A sua atividade centra-se na gestão de ativos e patrimónios, disponibilizando uma ampla gama de soluções de investimento que incluem fundos de ações, obrigações, multiativos, alternativos e estratégias personalizadas para clientes institucionais e individuais, refletindo um desempenho mais moderado face a alguns dos seus pares no setor, a Franklin Templeton apresenta um Retorno sobre os Capitais Próprios de aproximadamente 2,8%.

3.7 Análise SWOT

A análise SWOT constitui uma ferramenta fundamental para avaliar a posição estratégica de uma organização, identificando os seus pontos fortes (*strengths*), pontos fracos (*weaknesses*), oportunidades (*opportunities*) e ameaças (*threats*). No caso da BlackRock, esta análise permite compreender de forma holística os fatores internos e externos que moldam a sua competitividade e perspetivas de crescimento.

Pontos Fortes

A BlackRock distingue-se, em primeiro lugar, pela sua liderança global e pela escala incomparável que alcançou. Esta dimensão confere-lhe vantagens significativas em termos de economias de escala, eficiência operacional e capacidade de negociação, consolidando a sua posição dominante na indústria de gestão de ativos. A diversificação da sua oferta de produtos é outro pilar da sua força competitiva, englobando desde ETFs, com destaque para a marca iShares, até fundos mútuos, *private equity* e soluções de gestão

de património, o que lhe permite responder a diferentes perfis de investidores e mitigar riscos de concentração.

Um dos ativos estratégicos mais relevantes é a plataforma tecnológica Aladdin, um sistema avançado de gestão de risco e análise de investimentos, utilizado internamente e licenciado a instituições financeiras em todo o mundo. Esta plataforma não só gera receitas estáveis como cria uma dependência tecnológica por parte dos clientes, reforçando a fidelização. O reconhecimento da marca BlackRock, associada a estabilidade, inovação e confiança, constitui igualmente um ativo intangível de grande valor, fortalecendo a sua competitividade global. Por fim, a liderança na promoção do investimento sustentável e em fatores ESG confere-lhe não apenas atratividade junto de investidores institucionais e particulares, mas também capacidade de influência sobre empresas e mercados.

Pontos Fracos

Apesar dos seus pontos fortes, a BlackRock enfrenta limitações internas que decorrem da sua própria estrutura. A dependência excessiva da plataforma Aladdin, embora seja um ativo diferenciador, pode transformar-se em risco caso surjam concorrentes tecnológicos de grande escala capazes de oferecer soluções alternativas. Além disso, a dimensão e a complexidade organizacional da empresa tornam mais difícil a agilidade na tomada de decisões e a rápida adaptação a oportunidades emergentes, particularmente em nichos de mercado mais inovadores.

O risco reputacional é outro fator crítico, como líder de mercado, a BlackRock está permanentemente sob escrutínio de reguladores, governos, investidores e da opinião pública, sendo especialmente vulnerável a críticas relacionadas com práticas de investimento ou posições assumidas em temas sociais e ambientais.

Oportunidades

O contexto global oferece diversas oportunidades de expansão para a BlackRock. A entrada e consolidação em mercados emergentes, particularmente na Ásia e na América Latina, representam uma via importante para diversificação geográfica e crescimento, dada a crescente procura por produtos de investimento nestas regiões.

A inovação tecnológica constitui igualmente uma oportunidade estratégica, com potencial para explorar áreas como ativos digitais baseados em blockchain, inteligência artificial aplicada à análise de dados e consultoria financeira automatizada através de *robo-advisors*.

A expansão da oferta de produtos alternativos, incluindo *private equity*, crédito privado e infraestruturas, surge como outra oportunidade, dado que estes produtos apresentam margens de lucro superiores e crescente procura por parte de investidores institucionais que têm como objetivo a diversificação e rentabilidade. Por fim, a mudança demográfica global, marcada pelo envelhecimento da população, cria uma procura estrutural por produtos de poupança e reforma de longo prazo, um segmento onde a BlackRock pode desempenhar um papel de liderança.

Ameaças

A BlackRock encontra-se igualmente exposta a ameaças externas significativas. A mais evidente é a pressão crescente sobre as taxas de gestão, decorrente da forte concorrência no setor dos ETFs e fundos passivos, que desencadeou uma guerra de preços e ameaça as margens de lucro. O ambiente regulatório rigoroso constitui outra ameaça relevante, na medida em que novas exigências de conformidade aumentam custos e podem limitar a flexibilidade operacional da empresa em determinadas jurisdições.

A concorrência, tanto de rivais consolidados como a Vanguard e a State Street, como de novos *players* tecnológicos e gestoras especializadas, representa igualmente um desafio constante, obrigando a BlackRock a inovar continuamente para preservar a sua vantagem competitiva. Finalmente, a volatilidade dos mercados financeiros constitui uma vulnerabilidade estrutural, uma vez que quedas generalizadas nos preços dos ativos reduzem automaticamente os ativos sob gestão e, consequentemente, as receitas provenientes de comissões.

É possível concluir com a análise SWOT que a BlackRock combina uma forte posição de liderança e um vasto conjunto de vantagens competitivas com desafios internos e externos que não podem ser ignorados. O equilíbrio entre a exploração das oportunidades de crescimento e a mitigação dos riscos associados às suas fraquezas e ameaças será determinante para a manutenção do seu estatuto como maior e mais influente gestora de ativos do mundo.

4 Avaliação Financeira

4.1 Discounted Cash Flow – DCF

O valor financeiro da BlackRock, avaliado no final de 2024, requer uma análise multifacetada e robusta.

De acordo com os Relatórios Financeiros da empresa, o valor obtido através da metodologia SOTP (*Sum of the Parts*) atingiu os 202 061,46 milhões de dólares, enquanto o valor da empresa como um todo, utilizando abordagens mais holísticas, foi de 142 248,58 milhões de dólares.

Tabela 4.1 - Valor da empresa pelos setores, pelo SOTP e da empresa como um todo

(em milhões)							
	Investments advisory, administration fees and securities tendings revenue	Investment advisory performance fees	Technology services revenue	Distribution Fees	Advisory and other revenue	SUM OF THE PARTS	TOTAL
VE	\$ 160 656,93	\$ 15 469,59	\$ 13 766,45	\$ 10 074,91	\$ 2 093,58	\$ 202 061,46	\$ 142 248,58

Esta avaliação, que abrange o período de 2024 a 2030, foi calculada com base no Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF), permitindo uma estimativa do seu valor intrínseco. Adicionalmente, foi utilizado um método de Avaliação Relativa comparativo com concorrentes diretos, por meio da análise de Múltiplos, para validar e ajustar as projeções financeiras.

Para que fosse possível calcular uma estimativa das rubricas para os próximos anos fiável, recorri ao relatório “*Global Private Markets Report 2025: Private equity emerging from the fog*” publicado pela McKinsey & Company, para perceber qual a valorização que os setores dos Serviços Financeiros e da Tecnologia tinham tido até 2024, e projetar na BlackRock através da atribuição dos seus setores pelas indústrias referidas anteriormente. Com esta análise, o resultado da taxa de crescimento prevista para os próximos anos é de 11,1% até 2029, após esse ano considerou-se a taxa de previsão do PIB dos EUA para 2030, ou seja 2,12%, que representa uma taxa de crescimento mais confiável a longo prazo, uma vez que representa o crescimento nominal da economia do país onde a empresa atua.

4.1.1 FCFF

Dep & Am

Sendo a BlackRock uma empresa de gestão de ativos é expectável que possua um maior número de ativos intangíveis, que vão originar amortizações, do que ativos tangíveis que originam depreciações.

No Relatório Anual da empresa é facultado a previsão dos valores da amortização para os seguintes anos 2025/2030.

Tabela 4.2 - Valores passados e valores previstos para a rubrica da Dep & Am

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Depreciation and Amortization	358	415	418	427	529	429	457	384	283	271	260

Capex

A rubrica "*Purchase of property and equipment*" é de extrema relevância, pois representa o *Capital Expenditure* (CAPEX), um indicador fundamental de investimento da empresa em ativos de longo prazo que suportam o seu crescimento e eficiência operacional futura.

De forma a obter uma previsão para os anos seguintes foi aplicada a taxa média do rácio Capex pela Receita Total às receitas dos anos posteriores a 2024.

Tabela 4.3 - Capex e o seu peso face às receitas

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Purchase of property and equipment	(194)	(341)	(533)	(344)	(255)						
Capex	(194)	(341)	(533)	(344)	(255)	(399)	(443)	(493)	(547)	(608)	(621)
Capex / Receita Total	-1,20%	-1,76%	-2,98%	-1,93%	-1,25%	-1,76%	-1,76%	-1,76%	-1,76%	-1,76%	-1,76%

Working Capital

O *Working Capital* (WC) é a diferença entre os seus ativos e passivos correntes, o facto de o valor do WC ser positivo e estar crescimento, ano após anos, é um indicador de solidez financeira, demonstrando que a empresa possui liquidez suficiente para cobrir as suas obrigações de curto prazo e financiar o seu crescimento, o que é crucial para garantir a sustentabilidade e a flexibilidade operacional a longo prazo.

Tabela 4.4 - Working Capital

	Current Assets	Current Liabilities	WC	CHANGE WC
2023	16 500,00	12 873,00	3 627,00	-
2024	20 662,00	13 897,00	6 765,00	3 138,00
2025	22 955,04	15 439,27	7 515,77	750,77
2026	25 502,57	17 152,71	8 349,86	834,09
2027	28 332,81	19 056,29	9 276,52	926,66
2028	31 477,16	21 171,14	10 306,02	1 029,50
2029	34 970,45	23 520,69	11 449,77	1 143,75
2030	35 711,83	24 019,32	11 692,50	242,74

4.1.2 WACC

O Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) é a taxa utilizada para descontar o Free Cash Flow to Firm (FCFF), uma vez que a sua estrutura reflete o custo total de capital da empresa, financiado tanto por dívida como por capitais próprios. Ao aplicar o WACC aos fluxos de caixa futuros do FCFF, obtém-se o valor presente da empresa, que representa o seu valor intrínseco.

Uma vez que a avaliação está a ser feita pelos diferentes segmentos da empresa, os valores dos WACC para os mesmos são os seguintes:

Tabela 4.5 - WACC

	TOTAL	Investments advisory, administration fees and securities lendings revenue	Investment advisory performance fees	Technology services revenue	Distribution Fees	Advisory and other revenue
WACC	10,55%	8,27%	6,75%	9,44%	8,27%	8,76%

Para que fosse possível obter o valor do WACC foi necessário abordar as seguintes rubricas:

Ke

Conforme mencionado na revisão da literatura, para apurar o valor do custo do capital próprio, é necessário aplicar o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), o qual é traduzido na equação abaixo.

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Tabela 4.6 - Custo do Capital Próprio

	TOTAL	Investments advisory, administration fees and securities lendings revenue	Investment advisory performance fees	Technology services revenue	Distribution Fees	Advisory and other revenue
Ke	11,14%	8,68%	7,04%	9,94%	8,68%	9,20%

Kd

O custo da dívida é o montante que a empresa paga por todos os seus empréstimos, de forma a calcular um valor o mais próximo da realidade possível, foi calculada uma média ponderada da yield das várias emissões de dívida que a empresa possui no momento da análise.

O custo da dívida para a BlackRock é 3,83%

Estrutura de Capital (E & D)

De forma a descobrir o WACC é necessário definir a estrutura de capital de uma empresa, que consiste na proporção entre os capitais próprios e os capitais alheios utilizados pela BlackRock.

O valor dos capitais próprios é calculado através da multiplicação entre o número de ações em circulação a 31/12/2024 e o seu respetivo preço. No caso da BlackRock existiam cerca de 154 947 813 ações em circulação e o preço registado, na data anteriormente mencionada, era de 1025,11\$. Com estes valores é possível concluir que o valor dos Capitais Próprios (E) é 158 838 552 584,43 \$.

Quanto ao valor da dívida da empresa, foi possível retirar do Relatório Anual publicado pela empresa, que corresponde a um valor de 12 314 000 000 \$.

Tendo em atenção o facto, da análise estar a ser realizada por cada setor, a divisão de cada uma das rubricas, Capitais Próprios e Capitais Alheios, foi atribuída consoante o peso de cada segmento face às receitas totais.

Taxa de Imposto Efetiva

A taxa efetiva de imposto de 21,9% aplicada em 2024 demonstra o encargo fiscal sobre o lucro da empresa, refletindo não apenas a taxa legal, mas também o impacto de diversos fatores, como benefícios fiscais, créditos e outras despesas não dedutíveis.

Prémio Risco de Mercado & Taxa de juro sem risco

O Prémio de Risco de Mercado é a compensação adicional que os investidores exigem para assumir o risco de investir em ativos de mercado em vez de um investimento

isento de risco, representando a diferença entre a taxa de retorno esperada do mercado e a taxa de juro sem risco.

A taxa de juro sem risco utilizada foi retirada da Bloomberg através o ticker USGG10YR, que representa o rendimento das obrigações do Tesouro Americano de 10 anos e corresponde a 3,569%.

Quanto à taxa do prémio risco de mercado o seu valor é 4,33%, a mesma foi obtida através dos ficheiros fornecidos por Damodaran, onde o próprio analisa o WACC de cada setor empresarial.

Beta

Sabendo que a seguinte formula nos permite determinar o Beta Alavancado, sentiu-se a necessidade de recorrer aos dados fornecidos por Damodaran na sua publicação sobre os betas de cada indústria para recolher a informação sobre o Beta não alavancado.

$$\beta_i = \beta_u * (1 + (1 - t) * \frac{D}{E})$$

Os valores apresentados para cada setor são os seguintes:

Tabela 4.7 - Betas por setor

	TOTAL	Investments advisory, administration fees and securities lendings revenue	Investment advisory performance fees	Technology services revenue	Distribution Fees	Advisory and other revenue
Bi	1,51	0,95	0,57	1,24	0,95	1,07
Bu	1,43	0,67	0,67	1,25	0,71	0,97

4.1.3 Valor Terminal

O Valor Terminal assume que a empresa atingirá uma fase de crescimento estável e sustentável, neste caso a partir de 2029, onde os investimentos em capital e o fundo de maneo serão suficientes para suportar o crescimento, e que a taxa de crescimento se manterá constante.

A taxa de crescimento perpétuo não pode ser superior à taxa de crescimento nominal da economia do país onde a empresa opera a longo prazo, pois isso implicaria que a empresa se tornaria maior do que a economia do país, daí ter sido utilizada a taxa de previsão do PIB para 2030, que segundo o site Statista é 2.12%

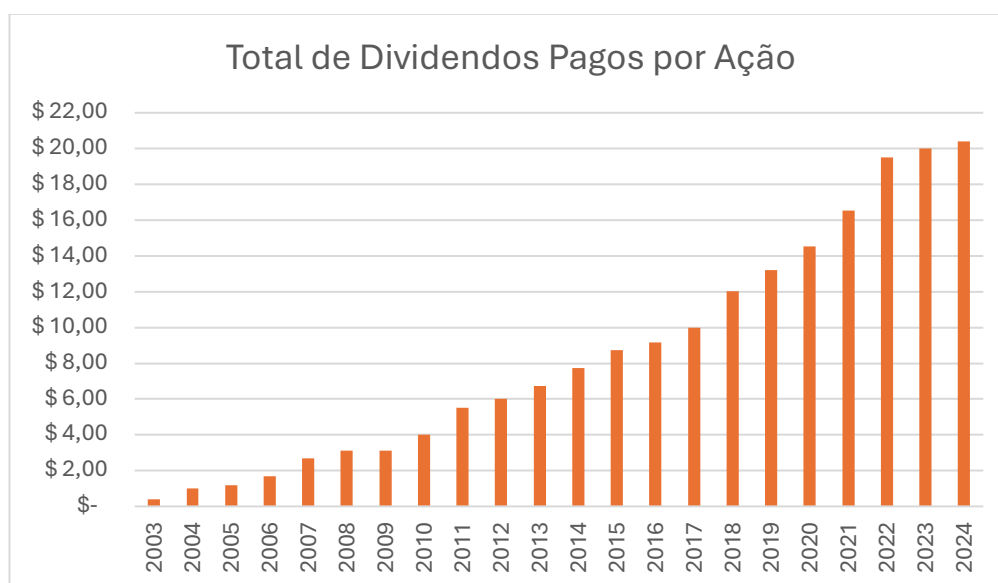
Tabela 4.8 - Terminal Value

	Investments advisory, administration fees and securities lendings revenue	Investment advisory performance fees	Technology services revenue	Distribution Fees	Advisory and other revenue	TOTAL
FCFF n+1	9 336,94	699,98	929,63	738,26	129,91	11 834,72
WACC	8,27%	6,75%	9,44%	8,27%	8,76%	10,55%
g	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%	2,12%
TV	151 740,40	15 130,74	12 702,37	11 997,86	1 957,75	140 387,67
PV TV	101 975,47	10 916,86	8 091,56	8 063,03	1 286,77	85 022,66

4.2 Dividend Discount Model – DDM

A BlackRock é uma empresa que distribui dividendos desde 2003, e desde aí o valor por ação tem crescido a um nível considerável, como é possível ver no gráfico abaixo:

Gráfico 4.1 - Evolução dos dividendos pagos por ação



Fonte: 2 Autor

De forma a conhecer o valor por ação, foi necessário fazer uma projeção dos dividendos para os anos futuros, sendo que para o ano de 2025 e 2026 o valor apresentado representa a estimativa oferecida pela Bloomberg e nos anos seguintes foi aplicada uma taxa de crescimento de 2,5%.

Tabela 4.9 - Valor por ação - DDM

Ano	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Dividendos pagos por ação	\$ 14,52	\$ 16,52	\$ 19,52	\$ 20,00	\$ 20,40	\$ 21,00	\$ 22,90	\$ 23,47	\$ 24,06	\$ 24,66	\$ 25,28
TV	233,71 \$										
PV TV	137,85 \$										
Valor por Ação	222,71 \$										

Foi possível apurar um valor por ação de 222,71 \$ através do modelo em questão, o que representa ser uma diferença muito significativa relativamente ao valor da ação a 31/12/2024, assim como, com o valor da ação calculado pelo modelo do *Discounted Cash Flow*.

4.3 Múltiplos – Avaliação Relativa

A análise de múltiplos é uma ferramenta fundamental para avaliar empresas, pois permite comparar a valorização de um ativo com a de concorrentes diretos. A seguinte análise inclui empresas como a Morgan Stanley, Goldman Sachs, a Franklin Templeton, a Invesco e a T. Row Price.

4.3.1 Múltiplos Baseados em Ativos Sob Gestão (EV/AUM)

O múltiplo EV/AUM (*Enterprise Value / Assets Under Management*) é a métrica mais específica para este setor, pois indica o valor que o mercado atribui a cada euro sob gestão.

Tabela 4.10 - Múltiplo EV/AUM

	EV	AUM	EV/AUM
Morgan Stanley	360 691,50	1 666 000	0,217
Invesco	19 499,80	1 846 000	0,011
T. Row Price	23 948,80	1 606 600	0,015
Goldman Sachs	434 910,50	3 137 000	0,139
Franklin T.	15 620,30	1 678 600	0,009
BlackRock	162 158,60	11 551 251	0,014
		Média	0,014

A Morgan Stanley e a Goldman Sachs apresentam múltiplos EV/AUM consideravelmente mais altos do que a média do grupo, o que reflete a natureza diversificada de seus modelos de negócio, ambas são grandes bancos de investimento que oferecem uma gama completa de serviços, onde a gestão de ativos é apenas uma das vertentes. A alta valorização de seus AUM pode estar relacionada à sinergia com outras áreas que apresentem um valor significativo, como banca de investimento. Em contrapartida, empresas como a BlackRock, a Invesco, T. Row Price e a Franklin

Templeton, que são focadas primariamente em gestão de ativos, possuem múltiplos EV/AUM muito mais baixos e alinhados com a média do setor.

4.3.2 Múltiplos Operacionais (EV/EBITDA e EV/Revenue)

Estes múltiplos avaliam a empresa com base na sua capacidade de gerar receita e lucro operacional, sem a influência de despesas de capital ou impostos.

Tabela 4.11 - Múltiplo EV/EBITDA

	EV	EBITDA	EV/EBITDA
Morgan Stanley	360 691,50	69 192,00	5,213
Invesco	19 499,80	1 165,10	16,737
T. Row Price	23 948,80	2 879,70	8,316
Goldman Sachs	434 910,50	94 130,00	4,620
Francklin T.	15 620,30	924,30	16,900
BlackRock	162 158,60	8 595,00	18,867
		Média	12,53

A BlackRock e a Franklin Templeton destacam-se com o EV/EBITDA mais elevado, 18.867 e 16.9, respetivamente. O alto valor do EV/EBITDA da BlackRock, apesar de seu AUM ser menos valorizado, sugere que o mercado a considera uma empresa mais eficiente em transformar ativos em lucro, ou com uma qualidade de lucros superior e um potencial de crescimento mais robusto.

Tabela 4.12 - Múltiplo EV/REVENUE

	EV	REVENUE	EV/REVENUE
Morgan Stanley	360 691,50	61 761,00	5,840
Invesco	19 499,80	6 067,00	3,214
T. Row Price	23 948,80	7 093,60	3,376
Goldman Sachs	434 910,50	53 512,00	8,127
Francklin T.	15 620,30	8 478,00	1,842
BlackRock	162 158,60	20 407,00	7,946
		Média	4,61

Para o múltiplo relacionado com a receita EV/Revenue, a BlackRock e a Goldman Sachs apresentam valores mais elevados, enquanto a Franklin Templeton e a Invesco

estão significativamente abaixo da média. A alta valorização das receitas da BlackRock sugere que os investidores veem essas receitas como mais sustentáveis e com margens de lucro elevadas.

4.3.3 Múltiplos de Lucro (P/E ou PER)

O PER é um dos múltiplos mais tradicionais, comparando o preço da ação com o lucro líquido por ação e refletindo as expectativas do mercado em relação ao crescimento futuro dos lucros.

Tabela 4.13 - PER

	P/E
Morgan Stanley	15,78
Invesco	13,64
T. Row Price	12,22
Goldman Sachs	13,99
Francklin T.	9,7
BlackRock	25,23
Média	13,640

A BlackRock e a Franklin Templeton apresentam os PERs mais altos do grupo, bem acima da média de 13,77. A Invesco e a T. Row Price têm os PERs mais baixos, indicando uma visão menos otimista do mercado sobre seu potencial de crescimento de lucros.

O alto PER da BlackRock, em particular, indica que o mercado está disposto a pagar um prêmio considerável por cada ação, refletindo a confiança na sua liderança de mercado, poder de mercado e potencial de crescimento de lucros futuros, especialmente em áreas como os ETFs, onde é líder global.

Ou seja, análise dos múltiplos revela que as empresas de gestão de ativos não são avaliadas de forma uniforme. Embora o EV/AUM possa fornecer um ponto de partida, o múltiplo não capta as diferenças fundamentais nos modelos de negócio e no potencial de crescimento. A valorização premium da BlackRock, como é evidenciado pelo valor dos seus múltiplos de EV/EBITDA, EV/Revenue e PER, sugere que o mercado a considera uma empresa de alta qualidade, com lucros sustentáveis e um forte potencial de crescimento futuro.

4.4 Análise de Sensibilidade

A simulação de MonteCarlo constitui uma metodologia estatística amplamente utilizada para analisar a incerteza de modelos complexos, simula milhares de cenários alternativos e a construção de distribuições de probabilidade para os resultados. Esta abordagem revela-se particularmente útil em áreas como finanças, gestão e engenharia, onde as variáveis envolvidas apresentam comportamentos incertos e dificilmente previsíveis. O Oracle Crystal Ball é uma das ferramentas mais difundidas para a aplicação desta técnica, está totalmente integrado no Microsoft Excel. O software possibilita a definição de pressupostos probabilísticos, a execução de simulações em larga escala e a análise de risco associada, fornecendo aos utilizadores uma base sólida para apoiar a tomada de decisão em ambientes caracterizados por elevada complexidade e volatilidade.

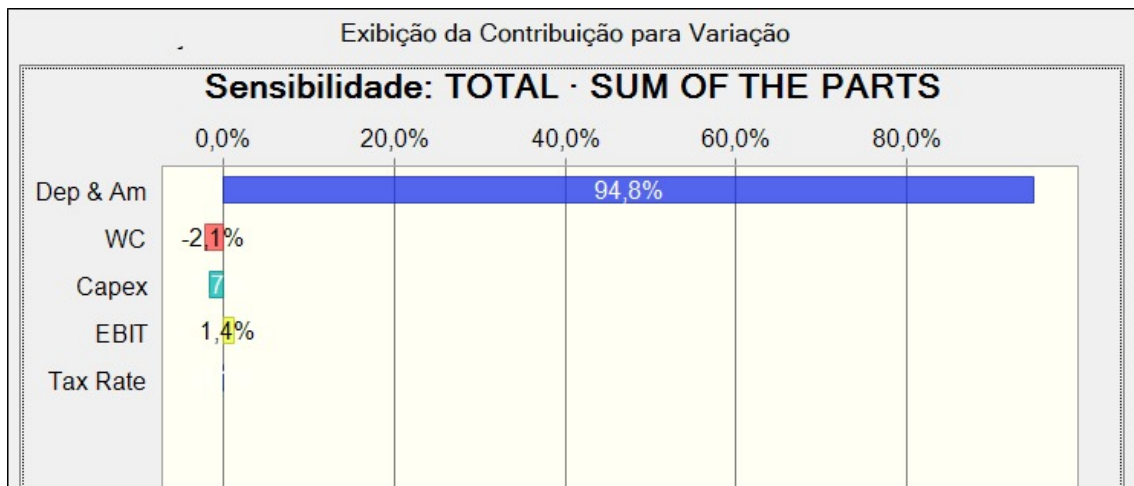
Neste caso prático os pressupostos vão ser aplicados às variáveis que influenciam o FCFF, com os seguintes intervalos:

Tabela 4.14 - Variáveis para aplicação da simulação de MonteCarlo

	Atual	Mín	Máx
EBIT % REVENUE	40,65%	30%	50%
Tax Rate	21,90%	17%	25%
D&A % T.ASSETS	0,20%	10%	30%
Capex % Revenue	-1,76%	-10%	10%
WC % REVENUE	33%	23%	43%

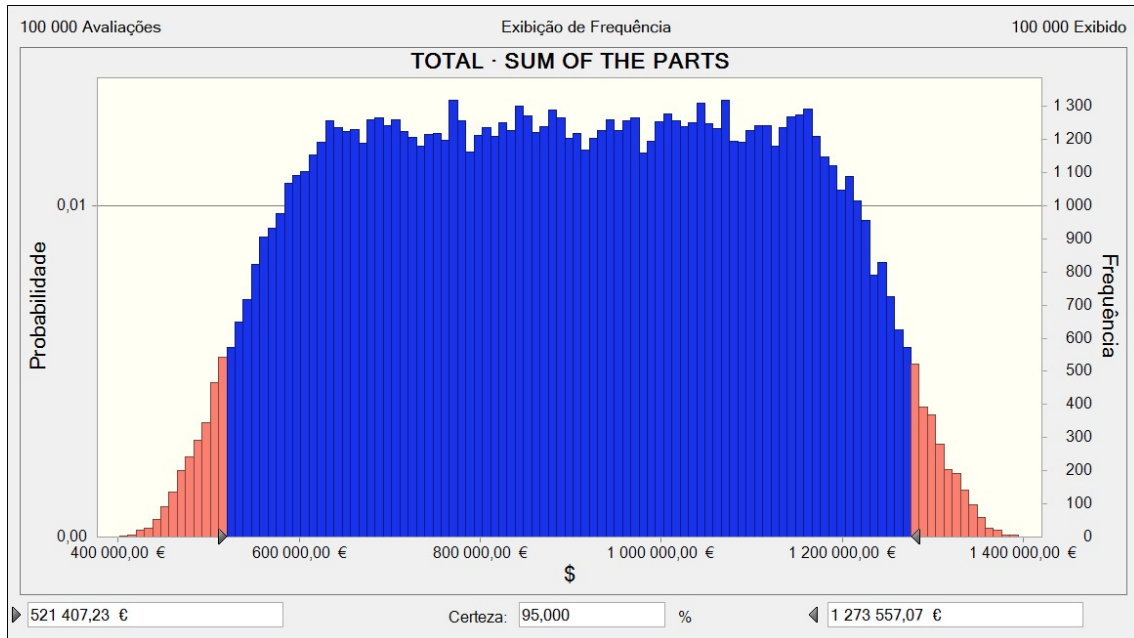
Após serem aplicados os pressupostos anteriormente apresentados, foi possível com o Crystal Ball obter a análise de sensibilidade, que indica a correlação existente entre as variáveis e o valor total da empresa pelo Método SOTP, e o histograma, cujo eixo do x indica o valor que empresa pode atingir e o eixo do y a probabilidade que cada cenário tem de acontecer.

Figura 4.1 - Análise de sensibilidade



É possível verificar que das cinco variáveis analisadas, apenas duas possuem uma correlação positiva com o valor total da empresa e duas apresentam uma pequena correlação negativa, sendo que a variável da taxa de imposto efetiva não apresenta valores consideráveis.

Figura 4.2 - Gráfico de Frequências



4.5 Recomendações Finais

Após serem analisados todos os métodos de avaliação é possível determinar os seguintes valores por ação:

Tabela 4.15 - Valor por Ação vs Valor de Mercado

	SOTP	TOTAL FCFF	DDM
Valor por Ação	\$ 1 670,23	\$ 1 327,06	\$ 222,71
Valor de Mercado	1025,11 \$		

A aplicação de diferentes modelos de avaliação financeira pode conduzir a resultados distintos relativamente ao valor intrínseco de uma ação, sendo essa divergência explicável pela natureza e pelos pressupostos subjacentes a cada metodologia.

No caso do *Dividend Discount Model*, o valor da empresa é estimado exclusivamente a partir dos dividendos efetivamente distribuídos aos acionistas. Esta centralização pode revelar-se demasiado restritiva, especialmente em empresas que apresentem políticas de retenção de resultados para financiar crescimento ou reinvestimento, resultando frequentemente em valores de avaliação inferiores ao preço de mercado.

Por outro lado, o modelo de *Free Cash Flow to Firm* tem uma visão mais alargada, uma vez que considera todos os fluxos de caixa operacionais disponíveis para credores e acionistas, descontados ao custo médio ponderado de capital. Desta forma, o FCFF capta não apenas a remuneração imediata, mas também o potencial de criação de valor futuro decorrente da capacidade de gerar valor na rubrica “Caixa”.

Assim, é plausível que, enquanto o DDM aponte para um valor da ação inferior ao preço de mercado, o FCFF revele uma avaliação superior, evidenciando que a empresa se encontra subavaliada em termos fundamentais.

5 Conclusão

O presente trabalho teve como objetivo analisar se o preço das ações, em 31 de dezembro de 2024, estava sobrevalorizado ou subvalorizado, tendo em conta que, segundo dados da Bloomberg, o mercado fechou nesse dia a 1.025,11 dólares. Para responder a esta questão recorreu-se à aplicação de diferentes metodologias de avaliação, permitindo confrontar os resultados obtidos com o valor de mercado.

Através da abordagem *Free Cash Flow to Firm* combinada com a metodologia *Sum of the Parts*, verificou-se que o valor intrínseco da ação situava-se acima do preço de mercado, indicando que o título estaria subvalorizado e, portanto, representava uma oportunidade de valorização futura. Em contrapartida, a aplicação do *Dividend Discount Model* indicou um resultado divergente, apontando para um valor inferior ao preço observado no mercado, o que sugeriria uma situação de sobrevalorização. Estes resultados distintos evidenciam a importância da escolha do modelo de avaliação e a necessidade de considerar múltiplas perspetivas antes de formular recomendações de investimento.

A utilização da metodologia *Sum of the Parts* revelou-se particularmente benéfica, pois permitiu avaliar o valor intrínseco de cada setor individualmente, em vez de considerar a empresa como um todo homogéneo. Esta abordagem facilitou uma análise mais detalhada e realista, refletindo melhor a contribuição específica de cada unidade de negócio para o valor total da empresa. Ao segmentar os fluxos de caixa e as respetivas variáveis, foi possível aproximar os resultados da realidade operacional, identificando áreas com maior potencial de valorização e aquelas que poderiam representar riscos, fornecendo assim uma visão mais granular e precisa do valor da ação.

Contudo, a investigação enfrentou algumas limitações relevantes. A principal dificuldade residiu na determinação de pressupostos financeiros e macroeconómicos que refletissem, de forma fidedigna, a realidade do mercado e das empresas analisadas. Fatores como a incerteza económica, a volatilidade das taxas de desconto e as variações nas expectativas de crescimento tornam complexa a definição de parâmetros robustos, o que pode influenciar significativamente os valores finais obtidos.

Um tópico fortemente abordado pelos diversos autores sobre métodos de avaliação financeira é a necessidade de analisar as empresas sob diferentes perspetivas e utilizar múltiplas metodologias para captar a complexidade dos seus fluxos de valor. A avaliação realizada evidenciou que a análise do valor intrínseco das ações depende

fortemente da metodologia utilizada, sendo essencial considerar múltiplos modelos para obter uma visão mais completa.

6 Referências

- Alleman, J. &. (2002). Modelling regulatory distortions with real options. . *The Engineering Economist*, 390-417.
- Brealey, R. A. (2003). *Principles of Corporate Finance*. 7ª ed. McGraw-Hill Irwin.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (2ª ed.)*. Nova Iorque: Wiley.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance (2ª ed.)*. John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de empresas*. Pearson Prentice Hall.
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation. How to Value a Company, Pick a Stock and Profit. Little Books. Big Profits. 1ª ed.* . John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (3ª ed.)*. John Wiley and Sons.
- Fernandez, P. (2013). Company valuation methods. The most common errors in valuation. *IESE Business School, University of Navarra*.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 99-105.
- Hull, J. C. (2018). *Options, futures, and other derivatives*. Pearson Education Limited.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and managing the value of companies (5ª ed.)*. John Wiley & Sons, Inc.
- Lopes, A. L., Costa, J., A., N. C., & Saurin, V. (2013). Consolidação dos métodos de avaliação de empresas. *FAE*,, 74-87.
- Luehrman, T. A. (1997). What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, 132-142.
- Martins, E. (2001). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas.
- Neves, J. C. (2002). *Avaliação de empresas e negócios*. McGraw-Hill.
- Philippe, H. (2005). "Corporate governance: a new limit to real options valuation?". *Journal of Management & Governance*, 129-149.
- Pinto, J. H. (2010). *Equity asset valuation (2ª ed.)*. CFA Institute Investment Books.
- Šperanda, I. (2012). *Firm Valuation - New Methodological Approach*.

BlackRock. (2025). *Relatório anual de desempenho e distribuição de ativos – 2024*. BlackRock, Inc

Mercer Capital. (2021). *How to value a wealth management firm*. Mercer Capital. <https://www.mercercapital.com>

Bigelli, M., & Manuzzi, F. (2019). The valuation of asset management firms. *Corporate Ownership & Control*, 16(4), 103–110. <https://doi.org/10.22495/cocv16i4art9>

McKinsey & Company. (2024). *McKinsey global private markets review 2024: A slower era*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/the-state-of-diversity-in-global-private-markets-2023>

Edlich, A., Croke, C., Dahlqvist, F., & Teichner, W. (2025). Global Private Markets Report 2025: Private equity emerging from the fog. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights>

<https://www.blackrock.com/corporate/about-us/blackrock-history>

<https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/publicacoes/1269>

<https://bpstat.bportugal.pt/dominios/24>

<https://www.statista.com/statistics/263614/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-the-united-states/>

<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

7 Anexos

Demonstração Financeira - Balanço

	2020	2021	2022	2023	2024
Assets					
Cash and cash equivalents	8 664	9 323	7 416	8 736	12 762
Accounts receivable	3 535	3 789	3 264	3 916	4 304
Investments	6 919	7 262	7 466	9 740	9 769
Separate account assets	104 663	86 226	54 066	56 098	52 811
Separate account collateral held under securities lending agreements	16 507	7 081	5 765	4 558	6 059
Property and equipment	681	762	1 031	1 112	1 103
Intangible assets	18 263	18 453	18 302	18 258	20 743
Goodwill	14 551	15 351	15 341	15 524	25 949
Operating lease right-of-use assets	649	1 621	1 516	1 421	1 519
Other assets	2 550	2 780	3 461	3 848	3 596
Total Assets	176 982	152 648	117 628	123 211	138 615
Liabilities					
Accrued compensation and benefits	2 499	2 951	2 272	2 393	2 964
Accounts payable and accrued liabilities	1 028	1 397	1 294	1 240	1 536
Borrowings	7 264	7 446	6 654	7 918	12 314
Separate account liabilities	104 663	86 226	54 066	56 098	52 811
Separate account collateral LIABILITIES under securities lending agreements	16 507	7 081	5 765	4 558	6 059
Contingent consideration liabilities	-	-	-	99	4 302
Deferred income tax liabilities	3 673	2 758	3 381	3 506	3 334
Operating lease liabilities	755	1 872	1 835	1 784	1 908
Others liabilities	2 937	4 024	3 576	4 375	4 032
Total Liabilities	139 326	113 755	78 843	81 971	89 260
Commitments and contingencies					
Temporary Equity					
Redeemable noncontrolling interests	2 322	1 087	909	1 740	1 691
Permanent Equity					
BlackRock, Inc stockholders' equity					
Common stock, 0,01\$ par value	2	2	2	2	2
Additional paid-in-capital	19 293	19 640	19 772	19 833	13 446
Retained earnings	24 334	27 688	29 876	32 343	35 611
Accumulated other comprehensive loss	(337)	(550)	(1 101)	(840)	(1 178)
Treasury stock, common, at cost	(8 009)	(9 087)	(10 805)	(11 991)	(386)
Total BlackRock, Inc stockholders' equity	35 283	37 693	37 744	39 347	47 495
Nonredeemable noncontrolling interests	51	113	132	153	169
Total permanent equity	35 334	37 806	37 876	39 500	47 664
Total Liabilities, temporary and permanent Equity	176 982	152 648	117 628	123 211	138 615

Demonstração Financeira – Demonstração de Resultados

	2020	2021	2022	2023	2024
Revenue					
Investments advisory, administration fees and securities lendings revenue:					
- Related parties	9 079	11 474	10 848	10 757	12 050
- Other third parties	3 560	3 786	3 603	3 642	4 050
Total Investments advisory, administration fees and securities lendings revenue	12 639	15 260	14 451	14 399	16 100
Investment advisory performance fees	1 104	1 143	514	554	1 207
Technology services revenue	1 139	1 281	1 364	1 485	1 603
Distribution Fees	1 131	1 521	1 381	1 262	1 273
Advisory and other revenue	192	169	163	159	224
Total Revenue	16 205	19 374	17 873	17 859	20 407
Expenses					
Employee compensation and benefits	5 041	6 043	5 681	5 779	6 546
Sales, assets and account expense:	2 898	3 513	3 508	3 498	3 775
- Distribution and services costs	1 835	2 200	2 179	2 051	2 171
- Direct fund expense	1 063	1 313	1 226	1 331	1 464
- Sub-advisory and other	-	-	103	116	140
General and administration expense	2 465	2 221	2 057	2 095	2 221
Restruction charge	-	-	91	61	-
Amortizations and impairment of intangible assets	106	147	151	151	291
Total expense	10 510	11 924	11 488	11 584	12 833
Operating Income	5 695	7 450	6 385	6 275	7 574
Nonoperating income (expense)	829	723	(95)	880	721
- Net gain (loss) on investments	972	841	(35)	699	492
- Interest and dividend income	62	87	152	473	767
- Interest expense	(205)	(205)	(212)	(292)	(538)
Income before income and taxes	6 524	8 173	6 290	7 155	8 295
Income tax expense	1 238	1 968	1 296	1 479	1 783
Net Income	5 286	6 205	4 994	5 676	6 512
- Less: Net income (loss) attributable to noncontrolling interests	354	304	(184)	174	143
Total Net income attributable to BlackRock, Inc	4 932	5 901	5 178	5 502	6 369
Earnings per share attributable to BlackRock, Inc common stockholders:					
- Basic	32,13	38,76	34,31	36,85	42,45
- Diluted	31,85	38,22	33,97	36,51	42,01
Weighted-average common shares outstanding:					
- Basic	153,40	152,20	150,90	149,30	150,00
- Diluted	154,80	154,40	152,40	150,70	151,60

Demonstração Financeira – Mapa dos Fluxos de Caixa

	2020	2021	2022	2023	2024
Operating Activities					
Net Income	5 286	6 205	4 994	5 676	6 512
Adjustments to reconcile net income to net cash provided by/(used in) operating activities:					
Depreciation and Amortization	358	415	418	427	529
Impairment of intangible assets			-		50
Noncash lease expense	118	144	165	140	129
Stock-based compensation	622	734	708	630	753
Deferred income tax expense (benefit)	(157)	(865)	602	124	(106)
Charitable Contribution	589	-	-	-	-
Gain related to the Charitable Contribution	(122)	-	-	-	-
Contingent consideration fair value adjustments	23	34	3	3	(36)
Other investment gains	(244)	(165)	(268)		(126)
Net (gain) losses within CIPs	(501)	(302)	400	(380)	(269)
Net (purchases) proceeds within CIPs	(2 282)	(1 683)	(1 190)	(1 780)	(2 672)
(Earnings) losses from equity method investees	(148)	(315)	(29)	(378)	(41)
Distributions of earnings from equity method investees	32	84	50	49	57
Changes in operating assets and liabilities:					
Accounts receivable	(313)	(322)	416	(586)	(443)
Investments, trading	160	323	196	72	58
Other assets	(60)	(172)	(166)	(326)	317
Accrued compensation and benefits	487	412	(711)	145	367
accounts payable and accrued liabilities	(115)	342	(151)	(26)	259
Other Liabilities	10	75	(481)	375	(382)
Net cash provided by/(used in) operating activities	3 743	4 944	4 956	4 165	4 956
Investing Activities					
Purchase of investments	(359)	(910)	(824)	(846)	(818)
Proceeds from sales and maturities of investments	187	429	242	400	766
Distribution of capital from equity method investees	183	95	70	46	366
Net consolidations (deconsolidation) of sponsored investment funds	(71)	(104)	(85)	(26)	(127)
Aquisitions, net of cash acquired		(1 106)	-	(189)	(2 936)
Purchase of property and equipment	(194)	(341)	(533)	(344)	(255)
Capex	(194)	(341)	(533)	(344)	(255)
Capex / Receita Total	-1,20%	-1,76%	-2,98%	-1,93%	-1,25%
Net cash provided by/(used in) investing activities	(254)	(1 937)	(1 130)	(959)	(3 004)
Financing Activities					
Repayments of long-term borrowings	-	(750)	(750)		(1 000)
Proceeds from long-term borrowings	2 245	991		1 238	5 474
Cash dividends paid	(2 260)	(2 547)	(2 990)	(3 035)	(3 101)
Proceeds from stock options exercised			11	95	464
Repurchases of common stock	(1 809)	(1 485)	(2 332)	(1 884)	(1 930)
Net proceeds from (repayment of) borrowings by CIPs	51	32	(26)	(59)	(58)
Net (redemptions/Distribution paid)/ subscriptions received from non controlling interest holders	2 051	1 475	618	1 627	2 405
Other financial activities	(34)	(3)	27	26	(18)
Net cash provided by/(used in) financial activities	244	(2 287)	(5 442)	(1 992)	2 236
Effect of exchange rate changes on cash, cash equivalents and restricted cash	102	(61)	(291)	106	(162)
Net increase/(decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	3 835	659	(1 907)	1 320	4 026
Cash, cash equivalents and restricted cash, beginning of year	4 846	8 681	9 340	7 433	8 753
Cash, cash equivalents and restricted cash, end of year	8 681	9 340	7 433	8 753	12 779
Supplemental disclosure of cash flow information:					
Cash paid for:					
Interest	183	189	177	200	289
Income taxes (net refunds)	1 308	2 720	1 067	1 392	1 699
Supplemental schedule of noncash investing and financinf transaction:			-		
Issuance of common shares related to employee stock transaction	515	387	576	569	215
Issuance of common shares in connection with GIP Transaction	-	-	-		5 904
Cancellation of treasury stock, common in connection with th GIP Transaction	-	-	-		(12 829)
Increase/Decrease in noncontrolling interests due to net consolidation (deconsolidation) of sponsored investment funds	(1 414)	(2 952)	(593)	(949)	(2 581)
Established contingent consideration liabilities in connection with acquisitions	-	-	-		4 246
Charitable Contribution of an investment	(589)	-	-	-	-

Rubricas Auxiliares ao Cálculo do *Working Capital*

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Assets								
Cash and Cash Equivalents	8 736,00	12 762,00	14 178,31	15 751,80	17 499,92	19 442,04	21 599,70	22 057,61
Accounts Receivable	3 916,00	4 304,00	4 781,65	5 312,32	5 901,87	6 556,85	7 284,52	7 438,96
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
Other Current Assets	3 848,00	3 596,00	3 995,08	4 438,45	4 931,02	5 478,26	6 086,23	6 215,26
Total Current Assets	16 500,00	20 662,00	22 955,04	25 502,57	28 332,81	31 477,16	34 970,45	35 711,83
Liabilities								
Accounts Payable	1 240,00	1 536,00	1 706,46	1 895,84	2 106,24	2 339,99	2 599,68	2 654,79
Salaries and Wages Payable	5 779,00	6 546,00	7 272,47	8 079,56	8 976,22	9 972,39	11 079,11	11 313,99
Income Taxes Payable	1 479,00	1 783,00	1 980,88	2 200,71	2 444,94	2 716,28	3 017,73	3 081,71
Other Current Liabilities	4 375,00	4 032,00	4 479,47	4 976,59	5 528,89	6 142,48	6 824,16	6 968,84
Total Current Liabilities	12 873,00	13 897,00	15 439,27	17 152,71	19 056,29	21 171,14	23 520,69	24 019,32