

NOVA

IMS

Information
Management
School

MEGI

Mestrado em
Estatística e Gestão de Informação

BNP Paribas – Equity Valuation

Catarina Alexandra Pico Didier

Dissertação

apresentada(o) como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de Informação

NOVA Information Management School
Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação
Universidade Nova de Lisboa

NOVA Information Management School
Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação
Universidade Nova de Lisboa

Equity Valuation

por

Catarina Alexandra Pico Didier

Dissertação apresentada(o) como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de Informação, com especialização em Análise e Gestão de Risco

Orientada por:

Prof. Dr. Jorge Miguel Ventura Bravo

NOVA IMS & Université Paris-Dauphine PSL

Julho, 2025

DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE

Declaro ter realizado o presente trabalho académico com integridade. Confirmo que não recorri à prática de plágio ou de qualquer outra forma de utilização indevida de informação ou de falsificação de resultados durante o processo de elaboração deste trabalho. Declaro ainda que tenho conhecimento das Regras de Conduta e do Código de Honra da NOVA Information Management School.

Lisboa, 07/07/2025

DEDICATÓRIA

Dedico esta dissertação à minha família, que me apoiou em todos os momentos.

AGRADECIMENTOS

A conclusão desta dissertação representa o fim de uma jornada árdua, mas muito gratificante. Simboliza o fim do capítulo mais desafiante que enfrentei até agora, mas que mais me fez crescer e desenvolver a nível pessoal e profissional.

Quero agradecer, em primeiro lugar, à minha família, por todo o apoio e incentivo, que sem o qual não teria sido possível concretizar esta dissertação e por sempre terem acreditado em mim.

Aos meus amigos por todo o apoio e motivação que me deram durante todo o meu percurso académico.

Ao Professor e orientador, Jorge Bravo, por todo o suporte e orientação ao longo destes meses.

Por fim, quero também agradecer ao Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação da Universidade Nova de Lisboa e a todos os professores pelo conhecimento que me transmitiram ao longo do percurso académico e que me possibilitou a entrega desta tese.

Muito obrigada a todos.

RESUMO

Esta dissertação tem como objetivo determinar o valor intrínseco do capital próprio do BNP Paribas e avaliar se as suas ações estão corretamente valorizadas pelo mercado. A avaliação de empresas é uma ferramenta fundamental na tomada de decisões de investimento, permitindo identificar oportunidades de valorização ou risco de sobreavaliação. A literatura financeira reconhece a utilidade dos métodos baseados em fluxos de caixa descontados e da análise por múltiplos na estimativa do valor de uma empresa. No entanto, a forma como estes métodos refletem o verdadeiro valor de uma instituição bancária de grande escala, como o BNP Paribas, num contexto de evolução regulatória e transformação digital, continua a justificar investigação. A avaliação foi realizada com recurso a duas abordagens complementares: o modelo de Fluxos de Caixa Livre para o Capital próprio (FCFE) e a avaliação relativa com base em múltiplos de mercado. A análise considerou o período de 2020 a 2028, abrangendo dados históricos e projeções futuras. Para o modelo dos fluxos de caixa, foram formuladas premissas relativas ao crescimento do lucro líquido, investimento em ativos fixos (CapEx), variações no capital circulante, amortizações, variações da dívida líquida, custo do capital próprio (K_e) e taxa de crescimento a longo prazo (g). Na avaliação relativa, foram utilizados os rácios Preço-Lucro (PER) e o Preço-Valor Contabilístico (P/BV), com base numa amostra de bancos europeus comparáveis, como o Crédito Agrícola, ING Group, BBVA e o Banco Santander. Os dados foram extraídos da plataforma LSEG Eikon e dos relatórios anuais dos bancos mencionados. Esta metodologia combinada permite captar tanto o valor intrínseco da instituição como o seu posicionamento relativo no setor bancário europeu. Os resultados obtidos indicam que o valor justo por ação do BNP Paribas, se situa acima do preço de mercado registado a 31 de dezembro de 2024. Ambos os métodos apontam para uma subavaliação, sugerindo uma margem de valorização atrativa para investidores orientados para o valor. Conclui-se então, que as ações do BNP Paribas se encontram subavaliadas pelo mercado, justificando uma recomendação de compra. A aplicação conjugada pelos diferentes métodos permitiu uma análise abrangente, confirmando a consistência da recomendação de investimento. Este estudo contribuiu para a literatura aplicada à avaliação de instituições financeiras, demonstrando a relevância de utilizar metodologias mistas na identificação de oportunidades de investimento em grandes grupos bancários. Investigações futuras poderão aprofundar a análise da sensibilidade dos resultados com diferentes cenários macroeconómicos ou incorporar variáveis ambientais, sociais e de governação (ESG) nos modelos de avaliação.

PALAVRAS-CHAVE

BNP Paribas; Avaliação de empresas; Instituições Financeiras; Métodos de avaliação; Capital próprio; Fluxo de Caixa Livre para o Capital Próprio; Múltiplos de Mercado

ABSTRACT

This dissertation aims to determine the intrinsic value of BNP Paribas' equity and assess whether its shares are fairly valued by the market. Business valuation is a fundamental tool in investment decision-making, as it enables the identification of appreciation opportunities or the risk of overvaluation. Financial literature recognizes the usefulness of discounted cash flow methods and multiple-based analysis in estimating a company's value. However, how these methods reflect the true value of a large-scale banking institution such as BNP Paribas, in a context of regulatory evolution and digital transformation, remains a relevant subject of research. The valuation was carried out using two complementary approaches: the Free Cash Flow to Equity (FCFE) model and relative valuation based on market multiples. The analysis covered the period from 2020 to 2028, encompassing both historical data and forward-looking projections. For the discounted cash flow model, assumptions were made regarding net income growth, capital expenditures (CapEx), changes in working capital, depreciation, cost of equity (K_e) and long-term growth rate (g). In the relative valuation, the Price-to-Earnings (P/E) and Price-to-Book Value (P/BV) ratios were used, based on a sample of comparable European banks such as Crédit Agricole, ING Group, BBVA, and Banco Santander. The data was sourced from the LSEG Eikon platform and BNP Paribas' annual reports. This combined methodology captures both the intrinsic value of the institution and its relative position within the European banking sector. The results indicate that the estimated fair value per share of BNP Paribas is above its market price as of 31 December 2024. Both methods point to undervaluation, suggesting an attractive upside potential for value-oriented investors. It is therefore concluded that BNP Paribas shares are undervalued by the market, justifying a buy recommendation. The combined application of different methods enabled a comprehensive analysis, reinforcing the consistency of the investment recommendation. This study contributes to the applied literature on financial institution valuation, demonstrating the usefulness of mixed methodologies in identifying investment opportunities in large banking groups. Future research may explore the sensitivity of results under different macroeconomic scenarios or incorporate environmental, social, and governance (ESG) variables into valuation models.

KEYWORDS

BNP Paribas; Business Valuation; Financial Institutions; Valuation Methods; Equity Valuation;
Free Cash Flow to Equity; Market Multiple

Índice

1. Introdução	10
2. Revisão da Literatura	12
2.1. Modelo de Desconto de Dividendos	13
2.1.1. Fluxo De Caixa Livre para a Empresa	14
3. Fluxo de Caixa Livre para o Capital Próprio	17
3.1. Modelo de Avaliação Relativa (Múltiplos)	18
4. Caracterização da Empresa	20
4.1. Breve História e Caracterização da Empresa.....	20
4.2. Estrutura dos Acionistas	22
4.3. Visão, Estratégia e Valor.....	23
5. Análise Financeira	24
5.1. Indicadores	24
5.1.1. Retorno sobre o Capital Próprio (ROE).....	24
5.1.2. Retorno sobre os Ativos (ROA)	25
5.2. Análise do Desempenho das Ações.....	26
6. Avaliação do Capital Próprio (equity valuation)	27
6.1. Principais Fatores de Criação de Valor para os Acionistas.....	27
6.2. Avaliação com Fluxos de Caixa Descontados (FCFE)	28
6.3. Avaliação Relativa.....	32
6.4. Análise de Sensibilidade	34
6.5. Comparação dos Resultados das Avaliações.....	35
7. Resultados e Discussão	36
Referências Bibliográficas	37
Apêndice.....	39

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Participação acionista do BNP Paribas.....	22
Figura 2 - Preço da ação do BNP Paribas (em €)	26
Figura 3 – BNP Paribas Modelo CAPM	43

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Múltiplos: Proposta de Fernandez.....	18
Tabela 2 - Proposta de Damodaran.....	19
Tabela 3 - Retorno sobre o Capital Próprio – BNP Paribas e concorrentes	24
Tabela 4 - Retorno sobre os Ativos – BNP Paribas e Concorrentes	25
Tabela 5 - Estimativa do CAPM	28
Tabela 6 - Cash Flows do BNP Paribas utilizando o FCFE	30
Tabela 7 - Concorrentes - Múltiplos.....	32
Tabela 8 - Avaliação utilizando Múltiplos	32
Tabela 9 - Análise de sensibilidade - FCFE.....	34
Tabela 10 - Preço por ação utilizando vários métodos	35
Tabela 11 – Balance Sheet	39
Tabela 12 – Income Statement	41
Tabela 13 – Cash Flow	42

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

CAGR	Taxa de crescimento anual composta
CAPM	Modelo de Precificação de Ativos Financeiros
DCF	Fluxos de Caixa Descontados
DDM	Modelo de Desconto de Dividendos
EBIT	Resultado Operacional antes de juros e impostos
EPS	Lucro por ação
ESG	Ambiental, Social e de Governança
FCFE	Fluxo de Caixa Livre para o Capital Próprio
FCFF	Fluxo de Caixa Livre para a empresa
FRTB	Revisão Fundamental do Livro de Negociação
ROA	Retorno sobre os ativos
ROE	Retorno sobre o Capital próprio
RoTE	Rentabilidade do capital próprio tangível
VT	Valor Terminal
VE	Valor da empresa
WACC	Custo Médio Ponderado do Capital

1. INTRODUÇÃO

A avaliação de empresas é um tema de grande relevância para investidores e analistas financeiros. Este procedimento possibilita determinar o valor justo do capital próprio de uma empresa, auxiliando nas decisões de investimento e desinvestimento no mercado financeiro. Neste contexto, o BNP Paribas é um dos maiores grupos bancários da zona euro e surge como um caso de estudo pertinente.

O BNP Paribas é uma das principais instituições financeiras a nível mundial, com presença em mais de 64 países e cerca de 178.000 colaboradores. Com sede em Paris, o grupo opera segundo um modelo de negócio diversificado e integrado, estruturado em três áreas principais: Banca Comercial e de Serviços (banca de retalho, de financiamento ao consumo e seguros), Banca Corporativa e Institucional (CIB) e Serviços de Investimento e Proteção (IPS), como gestão de ativos e de patrimónios. Esta diversidade permite ao banco alcançar uma maior estabilidade operacional, de reduzir a exposição ao risco específico de cada segmento e de otimizar a sua eficiência através da integração das diferentes áreas de negócio.

Nos últimos anos, o grupo tem apresentado uma performance sólida, suportada por lucros consistentes, rácios de capital fortes e uma estratégia orientada para a transformação digital e para o investimento sustentável. Em 2024, registou um lucro líquido de 11.688 milhões de euros, o que representa um aumento de 8,4% face a 2023, e manteve uma rentabilidade sobre o capital tangível (RoTE) de 10,9%. A sua forte presença no mercado europeu, o seu compromisso com os critérios ESG, a inovação tecnológica e a sua escala internacional conferem-lhe um posicionamento estratégico atrativo para os efeitos de avaliação.

O principal objetivo desta dissertação consiste em determinar o valor intrínseco das ações do BNP Paribas com vista a formular uma recomendação de investimento fundamentada. Pretende-se então, determinar se as ações do banco estão devidamente avaliadas pelo mercado, numa perspetiva de criação de valor para os acionistas.

Para tal, serão aplicados dois métodos de avaliação complementares: o modelo dos Fluxos de Caixa Livre para o Capital Próprio (FCFE), que permite estimar o valor intrínseco do banco com base nos fluxos de caixa futuros atribuíveis aos acionistas, e a avaliação relativa com base em rácios de mercado, como o Rácio Preço-Lucro (PER) e o rácio Preço-Valor contabilístico (P/BV), através da comparação com bancos europeus concorrentes. A escolha destas metodologias justifica-se pela sua capacidade de captar quer o valor absoluto da empresa, quer o seu posicionamento relativo ao setor. As principais premissas consideradas incluem projeções do lucro líquido, amortizações, investimento em ativos fixos (CapEx), variações no capital circulante, variações da dívida líquida, taxa de crescimento de longo prazo (g) e custo do capital próprio (K_e). Todas estas premissas foram fundamentadas em dados históricos, tendências setoriais e perspetivas divulgadas pelo grupo.

Com base na análise realizada, estima-se que o valor justo por ação do BNP Paribas se situa acima do respetivo preço de mercado à data de 31 de dezembro de 2024, o que poderá indicar uma potencial oportunidade de investimento.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Um dos conceitos mais importantes da avaliação de empresas é a percepção do que é o conceito de valor. Tal como afirmam Penman (2010) e Damodaran (2002), o valor de um ativo não corresponde necessariamente ao seu preço de mercado, mas sim ao seu valor intrínseco, calculado com base nos fundamentos financeiros da empresa e das suas expectativas em gerar resultados futuros. Esse valor intrínseco representa o montante que um investidor estaria disposto a pagar, assegurando que não pagaria mais do que o valor que esse ativo realmente vale.

Fernandez (2013), afirma que o valor de uma empresa corresponde ao montante máximo que um comprador estaria disposto a pagar, tendo em conta os benefícios económicos futuros esperados e o seu risco associado. Esta abordagem enfatiza que o valor está intrinsecamente ligado à capacidade de a empresa gerar fluxos de caixa no futuro.

Damodaran (2002), por sua vez, define o valor de um ativo como o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, descontados a uma taxa que reflita o risco desses mesmo fluxos – abordagem nos modelos de avaliação por fluxos de caixa descontados (DCF).

No contexto da avaliação do capital próprio, o objetivo é estimar o valor justo das ações de uma empresa, com base na sua estrutura financeira, da sua rentabilidade e das perspetivas de crescimento. Koller, Goedhart e Wessels (2020), destacam que os métodos de avaliação devem estar alinhados com os objetivos da análise e com as características do setor em questão. Neste caso, para instituições financeiras, é comum recorrer a modelos baseados em fluxos de caixa ajustados, como o FCFE, e múltiplos de mercado.

A atualização do modelo FCFE é especialmente adequada para avaliar empresas financeiras, pois permite estimar diretamente o valor dos capitais próprios, considerando apenas os fluxos de caixa disponíveis para os acionistas após todos os investimentos e variações no capital e na dívida (Damodaran, 2012). Por outro lado, os métodos de avaliação por múltiplos de mercado, como o P/E e o P/BV, são frequentemente utilizados para complementar a análise, fornecendo uma comparação relativa com empresas do mesmo setor (Penman, 2010).

Uma análise crítica da literatura demonstra que a escolha entre os métodos de avaliação absoluta e relativa deve ser cuidadosamente ponderada, tendo em conta certos fatores como: a previsibilidade dos fluxos de caixa, o grau de maturidade da empresa e a disponibilidade de dados comparáveis no mercado. Segundo Copeland et al. (2000), embora o modelo de fluxos de caixa descontados continue a ser considerado o mais robusto, os múltiplos de mercado constituem uma ferramenta útil para avaliações rápidas e para a validação dos resultados obtidos por outros métodos.

Deste modo, a presente dissertação fundamenta a sua abordagem metodológica através da utilização de métodos absolutos e relativos, recorrendo ao modelo do FCFE para estimar o

valor fundamental do BNP Paribas, e aos múltiplos de mercado para enquadramento e validação da análise com base em bancos europeus comparáveis.

2.1. MODELO DE DESCONTO DE DIVIDENDOS

O Modelo de Desconto de Dividendos (DDM) é um dos métodos mais utilizados para estimar o valor de uma empresa, de projetos e até mesmo para analisar possíveis oportunidades de investimentos. Este modelo baseia-se na premissa de que o valor atual de um ativo é igual aos fluxos de caixa futuros gerados por esse mesmo ativo, descontando-os a uma taxa adequada.

Brealey, Myers e Allen (2011) afirmaram que o valor atual de um ativo é igual aos fluxos de caixa futuros gerados pelo mesmo, descontando-os a uma taxa adequada e ajustada ao seu risco.

Existem dois métodos utilizados no âmbito deste modelo: o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF) e o Fluxo de Caixa Livre para o Capital Próprio (FCFE). O primeiro, FCFF, exprime o montante de caixa gerado pela empresa que está disponível para os acionistas e credores financeiros após o pagamento de todas as despesas e reinvestimentos. Já o FCFE, reflete-se no montante de caixa disponível, exclusivamente, para os acionistas, após liquidadas todas as despesas, incluindo os contratos de dívida e fazendo todos os reinvestimentos. Ambos os métodos vão ser analisados, em pormenor, mais à frente.

Tal como qualquer metodologia de avaliação, os modelos de fluxo de caixa descontados apresentam vantagens e limitações. Segundo Damodaran (2006), quando os métodos são aplicados corretamente, implicam uma análise para compreender o negócio, bem como, uma pesquisa profunda para averiguar a sustentabilidade dos fluxos de caixa e do risco associado. Na sua opinião, esta análise deve centrar-se nos fundamentos que geram valor e não nas percepções do mercado. Mas por outro lado, o autor defende que, se a análise for feita de forma descuidada, o modelo pode ser facilmente manipulado, o que irá decorrer em resultados que não refletem o verdadeiro valor intrínseco do ativo. Para além disso, o modelo exige uma quantidade significativa de informação, uma vez que requer a estimativa de fluxos de caixa futuros, taxas de desconto e taxas de crescimento.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

- V_0 – Valor presente ativo no período $t = 0$
- CF_t – Fluxo de caixa gerado pelo ativo no período t
- r – Taxa de desconto

- n – Horizonte temporal de projeção dos fluxos de caixa

2.1.1. FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA

Este método é considerado uma medida de desempenho financeiro, que permite avaliar a capacidade de gerar caixa na empresa após cobrir os seus custos operacionais e os investimentos necessários à sua atividade, medindo o valor total da empresa, refletindo os interesses de todos os fornecedores de capital, ou seja, os acionistas e os credores.

O valor da empresa é determinado através da atualização dos fluxos de caixa operacionais, descontando as necessidades de investimento a uma taxa que reflete o risco do negócio: o custo médio ponderado do capital (WACC).

$$FCFF = EBIT \times (1 - Taxa de Imposto) + Depreciação - Investimento em Capital Fixo - \Delta Capital Circulante \quad (2)$$

- *EBIT* – Resultado operacional antes de juros e impostos
- *Taxa de Imposto* – Taxa efetiva de imposto sobre o lucro operacional
- *Depreciação* – Encargos com depreciação e amortização
- *Investimento em Capital Fixo* – Despesas em ativos fixos necessários à manutenção das operações
- *Δ Capital Circulante* – Variação líquida do capital circulante

Na ótica do FCFF, o justo valor da empresa resulta da soma dos fluxos de caixa livres ao longo do horizonte temporal e do valor terminal (VT), ambos descontados a uma taxa que reflita o risco de negócio (WACC), através da seguinte fórmula:

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{VT}{(1 + WACC)^n} \quad (3)$$

- *VE* – Valor da Empresa
- *$FCFF_t$* – Fluxo de Caixa Livre para a empresa no período t
- *WACC* – Custo Médio Ponderado do Capital
- *VT* – Valor terminal, representa o valor da empresa após o período projetado
- n – Número de anos projetados

Do ponto de vista analítico, um FCFF positivo, indica que a empresa é capaz de gerar excedente de caixa após todas as suas despesas. Por outro lado, caso seja negativo, isso pode significar que os fluxos operacionais não são suficientes para cobrir os custos e reinvestimentos, o que pode levantar preocupações sobre a sustentabilidade do modelo de negócio, sendo também importante analisar o momento, em que a empresa se encontra, no ciclo económico.

2.1.1.1. CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL

O Custo Médio Ponderado do Capital representa a taxa de retorno exigida pelos detentores de dívida (K_d) e pelos detentores de capital próprio (K_e). Assim, o WACC reflete o custo de oportunidade dos recursos aplicados na empresa, tendo como base o risco do negócio e a estrutura de capital adotada (Koller et al., 2015).

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times R_e \right) + \left(\frac{D}{V} \times R_d \times (1 - T_c) \right) \quad (4)$$

- E – Valor de mercado do capital próprio
- V – Valor total da empresa ($E + D$)
- R_e – Custo do capital próprio
- D – Valor de mercado da dívida
- R_d – Custo da dívida
- T_c – Taxa de imposto sobre os lucros

O valor de mercado do capital próprio (E), corresponde à capitalização de mercado da empresa e pode ser obtido através do produto entre o número de ações em circulação e o respetivo preço de mercado. O valor de mercado da dívida (D) é o valor dos passivos financeiros de longo prazo.

O custo da dívida (R_d) pode ser estimado com base na taxa média de juro paga pela empresa sobre os seus financiamentos atuais:

$$R_d = \frac{\text{Juros pagos}}{\text{Valor da dívida total}} \quad (5)$$

Por sua vez, o custo do capital próprio (R_e) é a taxa de retorno exigida pelos acionistas para que seja possível compensá-los pelo risco de investimento nas ações da empresa, que pode ser estimado utilizando o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM).

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (6)$$

- R_f – Taxa livre de risco
- β – Coeficiente beta da ação, que mede a sua sensibilidade em relação ao mercado
- R_m – Taxa de retorno do mercado

Concluimos assim que o WACC, demonstra que o rendimento esperado das ações de uma empresa é igual à taxa de um ativo sem risco. Caso o rendimento esperado não atinja ou supere o rendimento exigido pelos investidores, então o investimento não deve ser realizado.

É importante mencionar que o WACC pode variar ao longo do tempo, à medida que as condições de mercado, a estrutura de capital ou a percepção de risco associado à empresa mudam.

3. FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O CAPITAL PRÓPRIO

O método de Fluxo de Caixa Livre para o Capital Próprio representa o fluxo de caixa disponível para os acionistas de uma empresa, após o cumprimento de todas as obrigações operacionais, financeiras e de investimentos. Ou seja, é o valor que a empresa tem disponível para distribuir aos seus acionistas sob a forma de dividendos ou da recompra de ações após terem sido cumpridas as suas obrigações financeiras.

O FCFE pode ser calculado através do desconto total dos fluxos de caixa gerados pela empresa, deduzindo as necessidades de investimento à taxa de custo do capital próprio.

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} + \left(\frac{\text{Depreciações}}{\text{Amortizações}} \right) - \text{Investimento em Capital Fixo} \quad (7) \\ - \Delta \text{Capital Circulante Líquido} \\ + (\text{Nova Dívida Emitida} - \text{Reembolso da Dívida})$$

- *Lucro Líquido* – Resultado líquido da empresa após impostos e encargos financeiros
- *Depreciação/Amortizações* – Custos não monetários que são adicionados de volta ao lucro
- *Investimento em Capital Fixo* – Despesas em ativos fixos destinados a manter e expandir as operações
- *Δ Capital Circulante Líquido* – Variação do capital circulante operacional
- *Nova Dívida Emitida* – Montante de dívida contraída durante o período
- *Reembolso da dívida* – Montante de dívida paga no período

Na ótica do FCFE, o valor do capital próprio (*equity value*) é obtido através da seguinte fórmula:

$$\text{Equity Value} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + R_e)^t} + \frac{FCEE_n \times (1 + g)}{(R_e - g)(1 + R_e)^n} \quad (8)$$

- $FCFE_t$ – Fluxo de caixa livre para os acionistas no ano t
- R_e – Custo do capital próprio
- g – Taxa de crescimento perpétuo dos fluxos de caixa

- n – Último ano do período de projeção explícita

Neste modelo, a taxa de desconto reflete o risco associado ao capital próprio, ignorando o risco da dívida, uma vez que os fluxos de caixa já contemplam os encargos financeiros. Assim, pode assumir-se que a taxa de desconto corresponde à rentabilidade exigida pelos acionistas para compensar o risco assumido.

Como todos os métodos, este também apresenta limitações, sobretudo, com a incerteza associada à projeção dos fluxos de caixa futuros, bem como a complexidade de avaliar o risco específico de cada empresa.

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2010), existe uma distinção relevante entre a avaliação sob a ótica da empresa e a avaliação sob a ótica do capital próprio. Estes defendem que a ótica do capital próprio é mais complexa de aplicar na prática, uma vez que a estrutura está incorporada nos próprios fluxos de caixa, o que dificulta a modelação e previsão.

3.1. MODELO DE AVALIAÇÃO RELATIVA (MÚLTIPLOS)

O modelo de Avaliação Relativa tem como objetivo avaliar um certo ativo comparando-o diretamente com outro ativo que esteja presente no mercado. É considerado o modelo mais simplista e fácil de utilizar, uma vez que não exige tantos pressupostos como o método dos fluxos de caixa descontados.

Fernandez (2015) considerou que os múltiplos são úteis numa segunda fase da avaliação, o que sugere que este método seja utilizado como um complemento, propondo assim, que este modelo fosse segmentado em três categorias:

Tabela 1 – Múltiplos: Proposta de Fernandez

Múltiplos baseados na Capitalização	• Rácio Preço-Lucro (PER) • Rácio Preço-Valor Contabilístico • Rácio Preço-Vendas
Múltiplos baseados no Valor da Empresa	• Valor da empresa / EBITDA • Valor da empresa / EBIT • Valor da empresa / Vendas
Múltiplos baseados no Crescimento	• Rácio PEG (PER / Taxa de Crescimento dos Lucros) • Valor da empresa / Crescimento do EBITDA

Fonte: Fernandez (2015) - Adaptado

Damodaran (2002), defende que é necessário estandardizar os resultados de modo a obter um melhor contraste entre as empresas, dividindo então os múltiplos em três categorias distintas (diferentes das de Fernandez):

Tabela 2 - Proposta de Damodaran

Múltiplos de Lucros	• Rácio Preço-Lucro (PER) • PER / Taxa de Crescimento esperada dos lucros por ação • Valor da empresa / EBITDA
Múltiplos de Valor Contabilístico ou de Substituição	• Rácio Preço-Valor contabilístico • Valor do Mercado / Valor contabilístico • Valor da Empresa / Valor contabilístico
Múltiplos de Receitas	• Rácio Preço-Vendas • Valor da empresa / Vendas

Fonte: Damodaran (2002) – Adaptado

Independentemente do modelo a ser utilizado para realizar a avaliação relativa, o importante deste método é garantir que os múltiplos aplicados sejam calculados de forma consistente entre as empresas que estão a ser analisadas, de modo que sejam assegurados resultados fiéis e comparáveis.

4. CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

4.1. BREVE HISTÓRIA E CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

A história do BNP Paribas remonta ao século 19, num contexto em que a França atravessava uma revolução política e uma profunda crise econômica. Atualmente, o BNP Paribas é um banco de dimensão global, com sede em Paris, e as suas ações estão cotadas no índice CAC 40 da Euronext Paris.

O grupo BNP Paribas resulta da fusão entre a Banque Nationale de Paris e a Paribas, oficializada a 22 de maio de 2000. A Banque Nationale de Paris tinha sido criada em 1966, na sequência da fusão entre o Comptoir National d'Escompte de Paris e a Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie. Já a Paribas teve origem em 1872, através da fusão entre o Banque Crédit et de Dépôt des Pays-Bas e a Banque de Paris. Em 1999, o Société Générale lançou uma oferta pública de aquisição sobre a Paribas, no entanto, foi o BNP que concretizou a fusão, dando origem a um grupo com ambições de se afirmar como um banco europeu de referência a nível global.

Desde aí que o BNP Paribas tem vindo a reforçar a sua presença internacional através de aquisições estratégicas. Em 2005 adquiriu o Türk Ekonomi Bankasi (TEB), na Turquia, e em 2006 comprou o Banca Nazionale del Lavoro (BNL), em Itália. Em 2008, o grupo adquiriu 75% do Fortis, na Bélgica, e 66% em Luxemburgo, concluindo assim esta operação em 2009 com a criação do BNP Paribas Fortis e do BGL BNP Paribas. Posteriormente, em 2013, entrou no mercado polaco através da compra da divisão polaca do Rabobank, que viria a ser renomeada como BGZ BNP Paribas. Já nos Estados Unidos da América, o grupo atua sobre a marca BancWest.

Durante a crise financeira internacional 2007/2008, o BNP Paribas destacou-se como um dos poucos grandes bancos a manter um desempenho positivo, resultado de uma estratégia prudente de controlo de risco e de sistemas de monitorização rigorosos. Ainda assim, a nova realidade regulatória exigiu o reforço dos fundos próprios e a separação das atividades de banca de investimento e da banca comercial.

Com o acelerar da transformação digital no setor bancário, o grupo reforçou o seu posicionamento inovador, apesar de já ser pioneiro na oferta de soluções multicanal, em 2013 lançou a Hello Bank!, o primeiro banco 100% digital concebido à escala europeia. Esta iniciativa representou uma resposta direta à crescente mobilidade dos clientes e à emergência de novos concorrentes no setor financeiro.

Atualmente, o BNP Paribas é reconhecido como um dos principais grupos bancários da zona euro, com presença em 64 países e acesso a cerca de 100 mercados em todo o mundo. O grupo emprega, aproximadamente, 178.000 colaboradores e serve mais de 32 milhões de clientes particulares e cerca de 1 milhão de clientes empresariais e institucionais. A estrutura

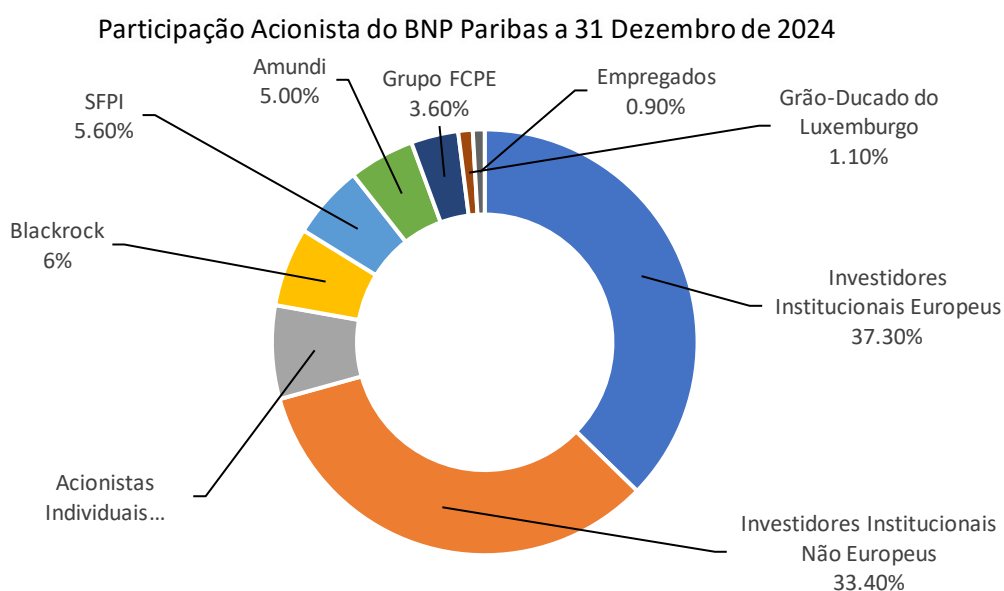
do BNP Paribas organiza-se em três grandes áreas de negócio: Corporate & Institucional Banking (CIB), Commercial, Personal Banking & Services (CPBS) e Investment & Protection Services (IPS). A área de CPBS integra os mercados domésticos (França, Bélgica, Itália e Luxemburgo) e os serviços financeiros especializados, que incluem soluções de Leasing e equipamento (Arval), financiamento ao consumo (Cetelem), seguros (BNP Paribas Cardif), gestão de património (BNP Paribas Wealth Management), gestão de ativos (BNP Paribas Asset Management) e atividades imobiliárias (BNP Paribas Real Estate). a área de CIB, compreende os serviços de banca de investimento, mercados globais e serviços de títulos (BNP Paribas Securities Services), englobando operações de financiamento estruturado, derivados, ações, obrigações e assessoria em transações corporativas. Por fim, a área de IPS concentra-se nas atividades de investimento e proteção financeira, reunindo os serviços de seguros, gestão de ativos e gestão de patrimônios, tendo como objetivo acompanhar os clientes individuais na construção, valorização e transmissão do seu patrimônio.

Estando o setor bancário presente num contexto global marcado por rápidas mudanças tecnológicas e desafios econômicos, o principal objetivo estratégico do BNP Paribas é consolidar a sua posição como líder internacional da banca moderna, aliando a inovação, a responsabilidade social e a sustentabilidade a uma oferta financeira sólida e diversificada.

4.2. ESTRUTURA DOS ACIONISTAS

O BNP Paribas tem uma estrutura de acionistas bastante diversificada, que vai desde instituições bancárias a trabalhadores individuais.

Figura 1 - Participação acionista do BNP Paribas



Fonte: BNP Paribas

Esta estrutura evidencia uma forte presença de investidores institucionais, que em conjunto representam mais de 70% do capital, com especial destaque para os europeus. Observa-se também uma participação significativa dos acionistas individuais e de entidades com ligações estratégicas ao banco, como o Estado Belga (SFPI) e o grupo Amundi.

A presença de colaboradores e fundos internos (FCPE), ainda que minoritária, contribui para o alinhamento dos interesses dos trabalhadores com a performance da empresa, o que pode ajudar a reforçar o compromisso organizacional e a governação interna.

4.3. VISÃO, ESTRATÉGIA E VALOR

O BNP Paribas posiciona-se como um banco europeu de referência com uma presença global, orientado com uma visão clara de ser um agente ativo ao serviço de um mundo em constante transformação. Esta visão reflete o compromisso do grupo com a criação de valor sustentável, a inovação tecnológica e a responsabilidade social.

A sua estratégia assenta em três eixos fundamentais: o crescimento, a tecnologia e a sustentabilidade. Em termos de crescimento, o grupo pretende consolidar a sua liderança na Europa, reforçando a oferta de serviços especializados e apoiando de forma ativa a economia real, tanto a nível dos particulares como das empresas e instituições. No domínio tecnológico, o BNP Paribas tem investido significativamente na modernização das suas infraestruturas, com o objetivo de acelerar a transição digital, melhorar a experiência do cliente e responder com agilidade aos novos comportamentos de consumo. Já no que respeita à sustentabilidade, o banco tem vindo a integrar de forma transversal critérios ambientais, sociais e de governação (ESG) nas suas atividades, com destaque para o financiamento da transição energética e o apoio a projetos com impacto positivo nas comunidades.

Os valores que orientam a atuação do BNP Paribas são a ambição, a inovação, o compromisso, a responsabilidade e a colaboração. A ambição traduz-se na procura continua por resultados sustentáveis e na capacidade de antecipar os desafios futuros. A inovação é encarada como um motor de adaptação e de criação de soluções financeiras relevantes. O compromisso está presente no apoio ao progresso económico e social das comunidades onde o grupo opera. A responsabilidade reflete-se na ética, transparência e rigor com que o banco atua no mercado. E por fim, a colaboração reforça a importância do trabalho em equipa, da diversidade e da partilha de conhecimentos como pilares essenciais do desempenho organizacional.

Neste contexto, o BNP Paribas afirma-se em 2025 como uma instituição resiliente, inovadora e comprometida com o futuro, sendo capaz de conciliar a rentabilidade, a estabilidade e o impacto positivo num mundo que está em constante evolução.

5. ANÁLISE FINANCEIRA

Para iniciar a análise financeira do BNP Paribas, serão analisados dois dos indicadores mais importantes no setor bancário: o ROE, Retorno sobre o Capital Próprio, e o ROA, Retorno sobre os ativos, que refletem a eficiência na alocação de capital e ativos. Estes dois indicadores serão analisados com detalhe e comparados com os principais concorrentes da zona Euro, nomeadamente: *Banco Santander*, *Crédito Agrícola*, *BBVA*, *ING Group*.

A escolha destes concorrentes baseou-se no facto de todos operarem segundo um modelo de negócio universal, semelhante ao do BNP Paribas, ou seja, com atividade transversal em áreas como a banca de retalho, banca corporativa e de investimento, bem como a gestão de ativos. Esta semelhança estrutural assegura que a comparação seja realizada entre entidades com modelos operacionais comparáveis. Para além disso, trata-se de instituições com uma dimensão significativa no contexto europeu, quer em termos de ativos totais, quer de capitalização bolsista. Estes bancos partilham ainda uma forte presença internacional, sobretudo no espaço europeu, o que ajuda a reforçar a coerência do grupo de referência.

Assim, a seleção destes bancos concorrentes, permite efetuar uma análise comparativa fundamentada do desempenho financeiro do BNP Paribas, no panorama bancário europeu.

5.1. INDICADORES

5.1.1. RETORNO SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO (ROE)

É um indicador fundamental que analisa a rentabilidade que mede a capacidade de uma empresa gerar lucros a partir do capital investido pelos acionistas. Ou seja, indica quantos euros de lucro são obtidos por cada euro de capital próprio. Este rácio permite avaliar a eficiência com que a empresa reinveste os seus lucros para gerar valor adicional.

Tabela 3 - Retorno sobre o Capital Próprio – BNP Paribas e concorrentes

ROE em %	2020	2021	2022	2023	2024
BNP Paribas	6,27%	8,05%	8,12%	8,87%	9,12%
Banco Santander	-10,89%	9,35%	10,78%	11,61%	12,75%
Crédito Agrícola	4,9%	8,1%	7,1%	13,1%	16,6%
BBVA	2,93%	10,58%	13,56%	15,51%	18,06%
ING Group	4,6%	8,86%	7,36%	14,22%	12,7%

Fonte: Relatórios e LSEG Eikon

Os dados mostram que o BNP Paribas tem apresentado uma trajetória consistente de crescimento no ROE desde 2020, o que reflete uma melhoria sustentada na sua capacidade de gerar rentabilidade para os acionistas. Embora o ROE do BNP Paribas, em 2024, ser inferior ao de alguns dos seus concorrentes diretos, como o BBVA (18,06%) ou o Crédito Agrícola (16,6%), a sua tendência positiva reforça a sua estabilidade, solidez operacional e boa gestão do capital próprio.

Podemos então concluir que, o valor de 9,12% significa que, em 2024, o BNP Paribas gerou 0,0912€ de lucro por cada euro investido pelos seus acionistas.

5.1.2. RETORNO SOBRE OS ATIVOS (ROA)

Este indicador mede a rentabilidade de uma empresa em função do total dos seus ativos. Permite avaliar a eficiência da gestão na utilização dos recursos próprios para gerar lucros. O ROA indica o rendimento obtido por cada euro investido em ativos pela empresa.

Tabela 4 - Retorno sobre os Ativos – BNP Paribas e Concorrentes

ROA em %	2020	2021	2022	2023	2024
BNP Paribas	0,28%	0,36%	0,37%	0,42%	0,43%
Banco Santander	-0,58%	0,51%	0,55%	0,62%	0,68%
Crédito Agrícola	0,4%	0,6%	0,6%	1,2%	1,7%
BBVA	0,18%	0,7%	0,89%	1,03%	1,3%
ING Group	0,27%	0,5%	0,38%	0,75%	0,63%

Fonte: Relatórios e LSEG Eikon

Em relação ao ROA o BNP Paribas mantém uma evolução positiva, assim como o Banco Santander, o Crédito Agrícola e o BBVA. Embora o ROA do BNP Paribas se mantenha abaixo dos níveis dos principais concorrentes — como o Crédit Agricole (1,70%) ou o BBVA (1,30%) — a tendência ascendente indica uma gestão eficaz na alocação de ativos ao longo dos últimos anos.

Podemos então concluir que o BNP Paribas gerou 0,0043€ de lucro líquido por cada euro investido em ativos em 2024.

5.2. ANÁLISE DO DESEMPENHO DAS AÇÕES

É importante analisar a evolução do preço das ações do BNP Paribas, e através da figura abaixo é possível fazer essa análise entre 2015 e 2024.

Figura 2 - Preço da ação do BNP Paribas (em €)



Fonte: LSEG Eikon

O valor mais baixo registado ocorreu a 21 de abril de 2020, com uma cotação de 24,67€. Esta queda acentuada coincidiu com o início da pandemia de COVID-19, que provocou uma elevada incerteza nos mercados financeiros globais, tendo provocado uma elevada instabilidade e queda acentuada no valor dos ativos. O setor bancário foi especialmente penalizado, dada a contração da atividade económica e a adoção de políticas monetárias expansionistas que comprimiram ainda mais as taxas de juro. Como resultado, o ano de 2020 registou os preços médios mais baixos da década.

Por outro lado, o valor mais elevado das ações foi registado a 25 de março de 2025, com uma cotação de 81,58€. Este valor representa uma recuperação económica no período pós-pandemia, mas também o sucesso dos planos estratégicos implementados pelo grupo, nomeadamente, o plano de transformação digital, a gestão de custos e o reforço da rentabilidade social.

Relativamente ao retorno total para os acionistas, o BNP Paribas tem mantido uma política sólida de distribuição de dividendos, o que contribuiu de forma positiva para o retorno acumulado. A partir de 2022, os dividendos pagos, aliados à valorização das ações, permitiu aos acionistas obterem retornos superiores às médias históricas.

6. AVALIAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO (EQUITY VALUATION)

6.1. PRINCIPAIS FATORES DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA OS ACIONISTAS

Para sustentar a avaliação do capital próprio do BNP Paribas, é essencial compreender os principais fatores estratégicos e financeiros que sustentam as projeções futuras.

Nos últimos anos, o BNP Paribas delineou um plano estratégico com metas ambiciosas, sustentadas por um modelo de negócio robusto, diversificado e resiliente. Este plano visa potenciar a sua rentabilidade e a criação de valor para os acionistas. O grupo apresentou, no seu Relatório Anual de 2024, um conjunto de metas quantitativas e qualitativas com horizonte até 2026, que refletem uma ambição sustentada por uma base operacional sólida e um posicionamento estratégico integrado.

A nível macroeconômico, o grupo antecipa um cenário de crescimento moderado, com um ambiente mais estável de taxas de juro e um custo de risco controlado, inferior a 40 pontos base em 2025 e 2026. A estabilidade esperada no contexto econômico e financeiro permite ao grupo manter uma orientação estratégica clara e uma política prudente de gestão de risco.

Do ponto de vista operacional, o BNP Paribas projeta um crescimento médio das receitas superior a 5% entre 2024-2026, incluindo o impacto do projeto com a AXA IM. Excluindo este efeito, o crescimento esperado é de cerca de 4% ao ano. Esta tendência é acompanhada por um efeito “jaws” (diferença entre o crescimento de receitas e custos) médio de 1,5 pontos percentuais por ano, refletindo um controlo rigoroso dos custos e ganhos de eficiência operacional.

Em termos de rentabilidade, estima-se um crescimento médio do lucro líquido superior a 7% entre 2024 e 2026, com o lucro por ação (EPS) a aumentar mais de 8% ao ano no mesmo período. Estes indicadores refletem a capacidade do grupo em gerar valor para os seus acionistas, mesmo num ambiente competitivo exigente.

Relativamente à rentabilidade do capital próprio tangível (RoTE), antecipa-se alcançar 11,5% em 2025 e 12% em 2026, demonstrando uma evolução positiva sustentada pela solidez da sua atividade principal. Em termos de capital, o rácio CET1 pré-FRTB deverá situar-se em 12,3% no final de 2025 e 2026, após as aquisições em curso, assegurando uma posição robusta ao nível da solvência.

Estes objetivos operacionais e financeiros formam a base das premissas utilizadas no modelo de avaliação de capital próprio, refletindo uma expectativa de desempenho estável e rentável nos próximos anos. A consistência entre o crescimento das receitas, a disciplina de custos e a solidez do capital são aspetos cruciais que sustentam as estimativas de valorização.

Paralelamente, o BNP Paribas tem vindo a reforçar os seus investimentos na transformação digital, na eficiência operacional e na integração de práticas sustentáveis (ESG). Estas

iniciativas visam assegurar a competitividade do grupo num setor bancário em constante mudança, bem como responder às exigências regulatórias e expectativas dos investidores.

Embora os objetivos definidos sejam ambiciosos, a sua concretização está, naturalmente, sujeita a riscos e incertezas associados ao contexto económico e financeiro global. Para mitigar estas limitações, posteriormente, será realizada uma análise de sensibilidade, de modo a testar a robustez dos resultados da avaliação face a variações nos principais fatores de crescimento e risco.

6.2. AVALIAÇÃO COM FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS (FCFE)

Tendo em consideração que esta dissertação tem como objetivo estimar o valor dos capitais próprios do BNP Paribas, foi adotado o método de Avaliação com Fluxos de Caixa Livre para o Capital Próprio.

As variáveis utilizadas foram obtidas através da plataforma LSEG Eikon e dos relatórios financeiros consolidados do BNP Paribas, complementadas com estimativas próprias baseadas nas diretrizes estratégicas apresentadas pela instituição para o período de projeção, 2025-2028.

6.2.1. Custo do Capital Próprio (K_e)

Uma vez que o objetivo desta dissertação é estimar o valor dos capitais próprios dos acionistas, a taxa de desconto utilizada no modelo corresponde ao custo do capital próprio (K_e). Para estimar esta taxa foi utilizado o Modelo de Avaliação de Ativos Financeiros (CAPM), que define o retorno exigido pelos investidores com base no risco sistemático da empresa, medido pelo coeficiente beta.

Tabela 5 - Estimativa do CAPM

Estimativa do CAPM	Pressupostos
Beta (β)	1.57
Taxa de juro sem risco (R_f) =	4,2%
Prémio de risco do mercado ($R_m - R_f$) =	3,8%
$K_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta =$	10,17%

Source: LSEG Eikon

A escolha dos parâmetros utilizados no CAPM teve por base o perfil de risco-retorno do BNP Paribas. O beta considerado foi de 1.57, refletindo uma elevada sensibilidade do ativo às oscilações do mercado. Este valor encontra-se em linha com a volatilidade histórica das ações do banco face ao mercado de referência e é justificado pela natureza das suas operações que estão fortemente expostas a diferentes setores. A taxa de juro sem risco utilizada foi de 4,2% e foi baseada no rendimento das obrigações do Tesouro Francês a 10 anos, por se tratar de um instrumento de dívida soberana considerado seguro e representativo do contexto europeu em que o banco opera. Já o prémio de risco de mercado foi estimado em 3,8%, que é um valor frequentemente utilizado na avaliação de ativos em mercados desenvolvidos, refletindo a remuneração adicional exigida pelos investidores para suportar o risco do mercado acionista em relação a ativos isentos de risco.

Com base nestes pressupostos, a fórmula do CAPM foi aplicada, resultando num custo do capital próprio de 10,17%. Este valor será utilizado como taxa de desconto na avaliação dos fluxos de caixa livres para os acionistas, por refletir o retorno mínimo exigido pelos investidores, tendo em conta o risco específico do BNP Paribas.

6.2.2. Fluxos de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE)

As principais métricas utilizadas para a projeção dos fluxos de caixa livres para o capital próprio do BNP Paribas foram selecionadas com base em dados históricos e nas orientações estratégicas divulgadas nos relatórios anuais do grupo. Segue-se a seguir as variáveis e as suas respetivas justificações.

O Lucro Líquido teve como ponto de partida o ano de 2024, sendo que para os anos de 2025 e 2026, se estimou um crescimento de 7% ao ano em conformidade com as metas estabelecidas no plano estratégico do grupo. Para os anos de 2027 e 2028, adotou-se uma taxa de crescimento mais conservadora de 5%, definida com base em critérios prudenciais, refletindo a maturação esperada do crescimento após a implementação do plano estratégico.

As Depreciações e Amortizações foram projetadas a partir do valor registado em 2024, aplicando-se uma taxa de crescimento anual composta (CAGR) de, aproximadamente, 3,55%. Esta taxa foi definida com base na tendência verificada nos anos anteriores.

No que respeita ao CapEx, a projeção teve por base a média dos valores observados em 2023 e 2024, sobre a qual se aplicou uma taxa de variação anual de -8%. Esta abordagem reflete o compromisso assumido pelo grupo com a eficiência operacional, nomeadamente através da redução de investimentos físicos e da aposta na digitalização, tal como indicado no relatório anual de 2024.

A variação do capital circulante foi estimada de forma conservadora, fixando-se em 5.000 milhões de euros por ano. Esta decisão visou evitar flutuações excessivas e garantir maior estabilidade aos fluxos projetados.

No que toca à variação da dívida líquida, optou-se por abandonar a hipótese de estabilidade adotada inicialmente, incorporando-se em vez disso uma trajetória dinâmica. A evolução histórica recente demonstra uma tendência de abrandamento no crescimento da dívida, o que sugere um potencial início de processo de amortização. Assim sendo, foram projetadas variações ainda positivas para 2025 e 2026, seguidas de valores negativos nos dois anos seguintes. Esta decisão visa refletir uma estrutura de capital mais sólida e sustentável a médio e longo prazo.

Com base nestas premissas, foi possível estimar os fluxos de caixa livres para os acionistas entre 2025 e 2028, os quais foram posteriormente atualizados com uma taxa de desconto calculada através do modelo CAPM. O valor terminal foi obtido assumindo uma taxa de crescimento perpétuo conservadora, condizente com a maturidade esperada da instituição. Assim, o modelo construído permite obter uma estimativa fundamentada e credível do valor do capital próprio do BNP Paribas, alinhada com os princípios da avaliação financeira e com as diretrizes estratégicas comunicadas pelo grupo.

Tabela 6 - Cash Flows do BNP Paribas utilizando o FCFE

Fluxos de Caixa Livre Descontados para os acionistas (FCFE)							
Em Milhões de Euros	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lucro Líquido	10.196	10.975	11.688	12.506	13.382	14.051	14.753
Depreciações	6.516	6.245	7.272	7.530	7.798	8.074	8.361
- CapEx	-2.529	-2.216	-2.136	-1.965	-1.808	-1.664	-1.531
+/- Variação Capital Circulante	4.048	2.312	5.274	5.000	5.000	5.000	5.000
+/- Variação Dívida Líquida	86.018	68.226	24.456	13.040	6.953	-5.000	-12.000
= FCFE	96.153	80.918	36.006	26.111	21.325	10.461	4.583

Fonte: LSEG Eikon e Relatórios

Os valores projetados para o período de 2025-2028 são positivos e revelam uma trajetória sustentada ao longo dos anos, refletindo assim a capacidade do BNP Paribas gerar valor para os seus acionistas no médio e longo prazo. Ainda que os fluxos de caixa livres para o capital próprio apresentem alguma oscilação, o seu comportamento positivo ao longo do período considerado revela que a empresa é financeiramente sólida e capaz de sustentar a sua política de distribuição de resultados, mesmo em cenários mais conservadores.

Fazendo então uma análise inicial, observa-se que o valor se mantém positivo ao longo do intervalo de tempo analisado, o que permite concluir que o grupo está a criar valor econômico.

Esta consistência reforça a percepção de que o BNP Paribas dispõe de recursos suficientes para financiar a sua operação e para remunerar os seus acionistas, seja através de dividendos ou de eventuais recompras de ações.

Aplicando a fórmula (8) do valor do capital próprio (equity value), considerando uma taxa de crescimento de 2%:

$$\begin{aligned} \text{Equity Value} = & \frac{26.111}{(1,1017)^1} + \frac{21.325}{(1,1017)^2} + \frac{10.461}{(1,1017)^3} + \frac{4.583}{(1,1017)^4} \\ & + \frac{4.583 \times (1 + 0,02)}{(0,1017 - 0,02)} \times \frac{1}{(1,1017)^4} \end{aligned}$$

$$\text{Equity Value} = 91.044 \text{ Milhões}$$

Após o cálculo do Equity Value, que foi estimado em 91044€ Milhões, é necessário dividir esse valor pelo número total de ações em circulação. Obtendo-se assim o valor implícito por ação do BNP Paribas:

$$\text{Valor por ação} = \frac{91.044}{1.130} = 80,57\text{€}$$

Concluimos assim que, aplicando o modelo FCFE, o valor por ação do BNP Paribas é de 80.57€. Este resultado reflete uma valorização sustentada pelos lucros robustos, pela eficiência operacional e pela política estável do reinvestimento pelo grupo.

6.3. AVALIAÇÃO RELATIVA

Esta avaliação é utilizada para estimar o valor das ações de uma empresa com base na comparação com outras entidades cotadas com características semelhantes, através da aplicação de múltiplos financeiros.

Após alguma pesquisa, o grupo de empresas comparáveis é composto por quatro bancos europeus que apresentam perfis idênticos ao BNP Paribas, nomeadamente em termos de modelo de negócio, dimensão e área geográfica de atuação.

Os múltiplos selecionados refletem os mais relevantes e utilizados no setor bancário, nomeadamente:

1. Preço/Lucro (P/E) – relaciona o preço de mercado de uma ação com os seus lucros por ação
2. Preço/Valor contabilístico (P/BV) – compara o valor de mercado de uma empresa com o seu valor contabilístico

Tabela 7 - Concorrentes - Múltiplos

Concorrentes	País	Market Cap (M€)	P/E (PER)	P/BV
Crédito Agricola	França	51.723,45	6.3	0.57
BBVA	Espanha	76.409,15	5.64	1.03
Banco Santander	Espanha	104.776,57	5.53	0.71
ING Group	Países Baixos	58.002,97	7.64	0.93
Média			6.28	0.81

Source: LSEG Eikon

Tabela 8 - Avaliação utilizando Múltiplos

	P/E (PER)	P/BV
Concorrentes (Média)	6.28	0.81
BNP Paribas	6.19	0.54
Valor do Capital Próprio (M€)	73.40	103.79
Número de ações	1.126	1.126
Valor Implícito por ação	65,19	92,18

Fonte: LSEG Eikon

Através do método PER, obteve-se um valor do capital próprio estimado de 73.40€ milhões, com um preço por ação de 65,19€, mais próximo da cotação de mercado de 59,22€ a 31 de dezembro de 2024. Este resultado sugere que, do ponto de vista da rentabilidade corrente, o BNP Paribas está relativamente bem avaliado pelo mercado, embora ainda com alguma margem de valorização.

No método P/BV, obteve-se um valor estimado de 103.79€ milhões, o que corresponde a um valor implícito por ação de 92,18€. Este valor destaca-se face à cotação de mercado a 31 de dezembro de 2024, sugerindo uma subvalorização significativa do BNP Paribas em comparação com os seus pares.

Concluindo assim que os resultados dos métodos selecionados convergem para a conclusão de que o BNP Paribas se encontra subvalorizado face ao setor, sobretudo em termos do seu valor contabilístico.

6.4. ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

A análise de sensibilidade tem como objetivo avaliar de que forma o preço por ação varia com as alterações nas principais variáveis.

6.4.1. Fluxos de Caixa Disponíveis para os Acionistas

Ao desenvolver o método do FCFE, dois dos fatores que facilmente podem sofrer alterações devido a flutuações do mercado são a taxa de desconto, K_e , e a taxa de crescimento, g . Ambos têm um impacto direto na geração de fluxos de caixa disponíveis para os acionistas e, consequentemente no valor dos capitais próprios e no preço por ação.

Tabela 9 - Análise de sensibilidade - FCFE

K_e / g	9,17%	9,67%	10,17%	10,67%	11,17%
1,0%	82,26	79,24	76,52	74,06	71,82
1,5%	84,75	81,41	78,43	75,75	73,32
2,0%	87,59	83,87	80,57	77,63	64,98
2,5%	90,85	86,66	82,99	79,74	76,84
3,0%	94,64	89,88	85,75	82,13	78,92

Fonte: Autor

Com o objetivo de avaliar a robustez dos resultados obtidos através do modelo de Fluxos de Caixa Livre para o Capital próprio, foi realizada uma análise de sensibilidade ao valor por ação, considerando diferentes cenários para a taxa de desconto e para a taxa de crescimento de perpetuidade. Esta análise permite então aferir o impacto das variações de mercado e das expectativas de crescimento de longo prazo no valor intrínseco do BNP Paribas.

Como esperado, observa-se que o valor por ação é inversamente proporcional à taxa de desconto e diretamente proporcional à taxa de crescimento. No cenário base, $K_e = 10,17\%$ e $g=2\%$, o valor estimado é de 80,57€ por ação. Contudo, num cenário mais otimista, $K_e=9,17\%$ e $g=3\%$, o valor pode atingir 94,64€. Por outro lado, num cenário mais conversador, $K_e=11,17\%$ e $g=1\%$, reduz esse valor para 71,82€.

Estes resultados evidenciam a sensibilidade do modelo às diferentes hipóteses adotadas, reforçando a importância da escolha criteriosa das premissas utilizadas na avaliação do capital próprio.

6.5. COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS DAS AVALIAÇÕES

Tabela 10 - Preço por ação utilizando vários métodos

Método	Valor por ação
FCFE	80,57
PER	65,19
P/BV	92,18
Preço por ação a 31/12/2024	59,22€

Fonte: Dados obtidos pelo Autor

Após realizar a avaliação do BNP Paribas utilizando diversos métodos, é possível obter algumas conclusões.

O método de fluxos de caixa descontados permitiu calcular um valor implícito por ação de 80,57€, superior ao valor obtido através da avaliação relativa com base no PER, 65,19€, e inferior ao valor estimado pelo P/BV, de 92,18€. Estes valores diferem entre si devido às premissas utilizadas em cada método, como taxas de crescimento, múltiplos de mercado e estrutura de capital.

O valor de mercado de uma ação do BNP Paribas a 31/12/2024 era de 59,22€, o que é inferior aos preços justos estimados por todos os métodos aplicados. Isto sugere que a ação poderá estar subvalorizada.

7. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Ao longo desta dissertação, foi realizada uma avaliação dos capitais próprios do BNP Paribas, com o objetivo de estimar o seu valor por ação a 31/12/2024. A avaliação do capital próprio é um processo exigente e sujeito a um elevado grau de subjetividade, uma vez que depende fortemente das premissas adotadas e da metodologia escolhida.

Optou-se então por aplicar o modelo dos Fluxos de caixa livre para o Capital Próprio (FCFE), dada a sua capacidade de refletir diretamente os fluxos de caixa disponíveis para os acionistas após as necessidades operacionais, de investimento e de financiamento da empresa. Este modelo, robusto, é sensível a variações em certos parâmetros como o lucro líquido, o CapEx, a variação da dívida, o custo do capital próprio (K_e) e a taxa de crescimento (g) – todos estes parâmetros são influenciados por mudanças nas condições de mercado.

Com base nas estimativas realizadas, foi obtido um intervalo de valores por ação entre 65,19€ e 92,18€, dependendo do método utilizado. Estes resultados revelam então que o preço justo por ação estimado é superior ao preço de mercado atual, 59,22€, o que indica que a ação do BNP Paribas poderá estar subvalorizada.

Portanto, com base na análise efetuada, a recomendação é de manter ou comprar ações do BNP Paribas, tendo em conta o potencial de valorização identificado através do modelo FCFE.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central Europeu. (n.d.). *Indicadores e estatísticas*. <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>
- Banco Santander. (2025). *Relatório anual 2024*. [Relatórios e Contas - Banco Santander Totta, S.A.](#)
- BBVA. (2025). *Annual report 2024*. <https://shareholdersandinvestors.bbva.com/financials/>
- BNP Paribas. (n.d.). [BNP Paribas em Portugal: Um banco de referência](#)
- BNP Paribas. (2025). *Relatório anual 2024*. [BNP Paribas Portugal: relatórios anuais](#)
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (3rd ed.). Wiley.
- Crédit Agricole. (2025). *Documents financiers*. [Financial results of Crédit Agricole S.A. | Bank for individuals | Crédit](#)
- Damodaran, A. (n.d.). *Country risk premiums*. Stern School of Business, NYU. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran, A. (n.d.). *Damodaran online: Home page*. Stern School of Business, NYU. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (2nd ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.
- Fernandez, P. (2013). *Valuation and common sense* (5th ed.). IESE Business School.
- Fitch Ratings. (n.d.). <https://www.fitchratings.com>
- ING Group. (2025). *Annual reports and financial statements*. <https://www.ing.com/Investor-relations/Annual-reports.htm>
- Investopedia. (n.d.). *Capital asset pricing model (CAPM)*. <https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7th ed.). Wiley.

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.

LSEG Eikon. (n.d.). [Refinitiv Eikon](#)

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
<https://www.jstor.org/stable/1809766>

Penman, S. H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation* (4th ed.). McGraw-Hill/Irwin.

Perrini, F., Montanari, S., & Minoja, M. (2013). *Common errors in company valuations*. University of Malta.
https://www.um.edu.mt/library/oar/bitstream/123456789/30927/1/110_Common_Errors_in_Company_Valuations_2013.pdf

Scope Ratings. (n.d.). *Scope Ratings – European rating agency*.
<https://www.scoperatings.com>

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>

S&P Global Ratings. (n.d.). <https://www.spglobal.com/ratings>

Yahoo Finance. (n.d.). *BNP Paribas (BNP.PA)*. <https://finance.yahoo.com/quote/BNP.PA>

APÊNDICE

Tabela 11 – Balance Sheet

BALANCE SHEET AT 31 DECEMBER 2024

	December 2021	December 2022	December 2023	December 2024
In Million of euros				
ASSETS				
Cash and balances at central banks	347,883	318,560	288,259	182,496
Financial instruments at fair value through profit or loss				
Securities	191,507	166,077	211,634	267,357
Loans and repurchase agreements	249,808	191,125	227,175	225,699
Derivative financial Instruments	240,423	327,932	292,079	322,631
Derivatives used for hedging purposes	8,680	25,401	21,692	20,851
Financial assets at fair value through equity				
Debt securities	38,906	35,878	50,274	71,430
Equity securities	2,558	2,188	2,275	1,610
Financial assets at amortised cost Loans and advances to credit institutions				
Loans and advances to credit institutions	21,751	32,616	24,335	31,147
Loans and advances to customers	814,000	857,020	859,200	900,141
Debt securities	108,510	114,014	121,161	146,975
Remeasurement adjustment on interest-rate risk hedged portfolios	3,005	-7,477	-2,661	-758,000
Investments and other assets related to insurance activities	280,766	247,403	257,098	286,849
Current and deferred tax assets	5,866	5,893	6,556	6,215
Accrued income and other assets	179,123	209,092	170,758	174,147
Equity-method investments	6,528	6,263	6,751	7,862
Property, plant and equipment and investment property	35,083	38,468	45,222	50,314
Intangible assets	3,659	3,790	4,142	4,392
Goodwill	5,121	5,294	5,549	5,550
Assets held for sale	91,267	86,839		
TOTAL ASSETS	2,634,444	2,666,376	2,591,499	2,704,908

Fonte: Relatório BNP Paribas

LIABILITIES

Deposits from central banks	1,244	3,054	3,374	3,366
Financial instruments at fair value through profit or loss				
Securities	112,338	99,155	104,91	79,958
Deposits and repurchase agreements	293,456	234,076	273,614	304,817
Issued debt securities and subordinated debt	70,383	70,46	83,763	104,934
Derivative financial instruments	237,397	300,121	278,892	301,953
Derivatives used for hedging purposes	10,076	40,001	38,011	36,864
Financial liabilities at amortised cost				
Deposits from credit institutions	165,699	124,718	95,175	66,872
Deposits from customers	1,008,054	1,008,054	988,549	1,034,857
Debt securities	154,143	154,143	191,482	198,119
Subordinated debt	24,72	24,156	24,743	31,799
Remeasurement adjustment on interest-rate risk hedged portfolios	1,367	-20,201	-14,175	-10,696
Current and deferred tax liabilities	3,103	3,054	3,821	3,657
Accrued expenses and other liabilities	145,399	185,456	143,673	136,955
Liabilities related to insurance contracts	254,795	226,532	218,043	247,699
Financial liabilities related to insurance activities	10,187	10,04	18,239	19,807
Provisions for contingencies and charges	74,366	77,002	10,518	9,806
TOTAL LIABILITIES	2,511,937	2,539,821	2,462,632	2,570,767

EQUITY

<i>Share capital, additional paid-in capital and retained earnings</i>	108,176	115,149	115,809	118,957
<i>Net income for the period attributable to shareholders</i>	9,488	10,196	10,975	11,688
Total capital, retained earnings and net income for the period attributable to shareholders	117,664	125,345	126,784	130,645
Changes in assets and liabilities recognised directly in equity	222	-3,553	-3,042	-2,508
Shareholders' equity	117,886	121,555	123,742	128,137
Minority interest	4,621	4,763	5,125	6,004
TOTAL EQUITY	122,507	126,555	128,867	134,141

TOTAL LIABILITIES AND EQUITY

	2,634,444	2,666,376	2,591,499	2,704,908
--	------------------	------------------	------------------	------------------

Working Capital

	122,507	126,555	128,867	134,141
--	----------------	----------------	----------------	----------------

Variation of Working Capital

		4,048	2,312	5,274
--	--	-------	-------	-------

CapEx

	1,664	2,529	2,216	2,136
--	--------------	--------------	--------------	--------------

Fonte: BNP Paribas Annual Report

Tabela 12 – Income Statement

Income Statement at 31/12/2024

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Interest Income, Bank	29,518	41,082	79,542	83,020
Interest & Fees on Loans	23,049	32,512	61,499	62,732
Interest & Dividends on Investment Secs.	1,725	2,747	6,562	9,164
FedFundsSold/Scrtypurch UnderResaleAgrmt	199	274	681	815
Other Interest Income	4,545	5,549	10,800	10,309
Total Interest Income	10,280	20,149	60,484	63,496
Interest on Deposit	5,024	11,652	36,827	39,095
Interest on Other Borrowings	5,200	8,414	22,362	23,153
FedFundsSold/Scrtypurch UnderResaleAgrmt	56	83	1,295	1,248
Net Interest Income	19,238	20,933	19,058	19,524
Loan Loss Provision	2,971	3,003	3,682	3,201
Net Interest Inc. After Loan Loss Prov.	16,267	17,930	15,376	16,323
Non-Interest Income, Bank	44,049	44,777	51,168	54,386
Fees & Commissions from Operations	9,125			
Comm./Fees from Securities Activities	5,912	5,425	5,176	5,549
Insurance Commissions, Fees & Premiums	4,332	1,901	2,320	2,396
Fees for Other Customer Services		9,197	9,835	10,647
Dealer Trading Account Profit	6,293		13,801	11,633
Investment Securities Gains	106	129	150	119
Unrealized Gains	1,295	11,480	565	942
Other Unusual Income	13,351	13,390	15,955	19,930
Other Revenue	3,635	3,255	3,366	3,170
Non-Interest Expense, Bank	-47,572	-49,493	-54,819	-54,521
Labor & Related Expenses	-16,417	-16,877	-17,775	-18,143
Depreciation Expense	-2,336	-2,284	-2,224	-2,356
Dealer Trading Account Loss		-2,023		
Investment Securities Losses	-2	-41		
Unrealized Losses			-4,041	-964
Other Unusual Expense	-10,533	-10,623	-12,394	-16,087
Restructuring Charge				
Other Expense	-18,284	-17,623	-18,385	-16,971
Net Income Before Taxes	12,744	13,214	11,725	16,188
Provision for Income Taxes	3,584	3,653	3,266	4,001
Net Income After Taxes	9,160	9,561	8,459	12,187
Minority Interest	-392	-400	-431	-499
Net Income Before Extra. Items	8,768	9,161	8,028	11,688

Tabela 13 – Cash Flow

Cash Flow

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Net Income/Starting Line	12,744	13,627	11,725	16,188
Depreciation/Depletion	6,781	6,516	6,245	7,272
Depreciation/Depletion	6,781	6,516	6,245	7,272
Non-Cash Items	21,371	15,567	9,508	4,099
Discontinued Operations	893	823	3,658	
Unusual Items	22	91	-32	21
Equity in Net Earnings (Loss)	-494	-699	-593	-701
Other Non-Cash Items	20,950	15,252	6,475	4,779
Changes in Working Capital	1,480	-88,447	-61,719	-124,935
Other Assets & Liabilities, Net	-34,270	-39,861	-47,009	-112,853
Other Operating Cash Flow	-2,356	-1,999	-3,359	-3,133
Investment Securities, Gains/Losses	-923	265	-3,600	-277
Loans, Gains/Losses	39,029	-46,852	-7,751	-8,672
Cash from Operating Activities	42,376	-52,837	-34,241	-97,376
Cash Flow-Investing Activities (€ Millions)				
Capital Expenditures	-1,664	-2,529	-2,216	-2,136
Purchase of Fixed Assets	-1,664	-2,529	-2,216	-2,136
Other Investing Cash Flow Items, Total	482	366	9,520	1,956
Sale of Business	482	366	9,520	1,956
Cash from Investing Activities	-1,182	-2,163	7,304	-180
Cash Flow-Financing Activities (€ Millions)				
Financing Cash Flow Items	17,839	13,777	68	-6,418
Other Financing Cash Flow	17,839	13,777	68	-6,418
Total Cash Dividends Paid	-3,323	-4,527	-4,744	
Cash Dividends Paid - Common	-3,323	-4,527	4,744	
Cash from Financing Activities	14,516	9,250	4,676	-6,418
Foreign Exchange Effects	107	1,030	-3,506	-393
Net Change in Cash	55,817	-44,720	-35,119	-104,367
Net Cash - Beginning Balance	306,601	362,418	317,698	282,579
Net Cash - Ending Balance	363,418	317,698	282,579	178,212
Cash Taxes Paid	2,356	1,999	3,359	3,133
Tax Payments - Employee Options&Buy Back	3,836	-86,448	-58,360	-121,802
Free Cash Flow	40,712	-55,366	-36,457	-99,512

Figura 3 – BNP Paribas Modelo CAPM

	Identifier (RIC)	Company Name	Beta 5 Year	Weighted Average Cost of Capital, (%) ▲	WACC Equity Risk Premium, (%)	WACC Inflation Adjusted Risk Free Rate, (%)
	BNPP.PA	BNP Paribas SA	1.57	4.2%	3.8%	4.2%



NOVA Information Management School
Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação

Universidade Nova de Lisboa