



FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y
EMPRESARIALES

**ASPECTOS FUNDAMENTALES EN LA VALORACIÓN
DE CLUBES DE FÚTBOL: EL REAL MADRID**

Clave: 201408349

Coordinador TFG: María Olga Bocigas Solar

Madrid

Junio 2018

**ASPECTOS FUNDAMENTALES EN LA VALORACION DE CLUBES DE FUTBOL: EL REAL
MADRID**



Resumen

En un país donde el fútbol se ha convertido en una de las grandes industrias de la actualidad, resalta la ausencia de equipos españoles cotizando en Bolsa a pesar de los precedentes en otros Estados europeos. La complicitad del negocio del fútbol dificulta el conocimiento del valor intrínseco de un club, que es necesario para conocer el precio por el que este saldría a Bolsa. Con el presente trabajo de investigación nos centramos en una Entidad polideportiva: el Real Madrid. Expondremos aspectos fundamentales que surgen a la hora de analizar clubes de fútbol y desarrollaremos dos métodos fundamentales de valoración a fin de obtener un rango de valores por el que dicho club debería salir a mercado en el supuesto de que se produjese una Oferta Pública de Venta¹.

Abstract

In a country where football has become one of the major industries of today, the absence of Spanish teams trading in the stock market highlights, despite the precedents in other European states. The complicity of the football industry hinders the knowledge of the intrinsic value of a club, which is necessary to know the price for which it would go to the stock market. In this research essay we focus the study on a multi-sport entity: Real Madrid. We will expose fundamental aspects arising when analyzing football clubs, and develop two fundamental valuation methods to come up with a range of values for which the club should go to the market in case of an Initial Public Offer²

Palabras clave: valoración, valor intrínseco, fútbol, proyección, Bolsa, clubes de fútbol, flujos de caja, tasa de crecimiento, tasa de descuento.

¹ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: OPV

² En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: IPO

INDICE

| | |
|---|----|
| 1. Introducción..... | 5 |
| 2. Objetivos | 6 |
| 3. Legislación del fútbol..... | 7 |
| 3.1. Situación actual de los equipos españoles..... | 7 |
| 3.2. Situación actual del Real Madrid..... | 8 |
| 3.3. Requisitos necesarios para poder cotizar en Bolsa..... | 9 |
| 4. Hipótesis de estudio..... | 11 |
| 5. Introducción a los métodos de valoración..... | 11 |
| 6. Aspectos generales en la valoración de un equipo de fútbol..... | 15 |
| 6.1. Cambios en la naturaleza de los ingresos..... | 16 |
| 6.2. Cambios en la naturaleza de los gastos..... | 20 |
| 6.3. Tratamiento financiero de los jugadores: inclusión o no en el Capex..... | 25 |
| 6.4. Tratamiento financiero de las NOF..... | 27 |
| 7. Análisis financiero del Real Madrid..... | 28 |
| 7.1. Análisis de las principales fuentes de ingreso..... | 29 |
| 7.2. Análisis de los gastos con relación a los ingresos..... | 33 |
| 7.3. Principales partidas del Balance de Situación..... | 37 |
| 8. Modelo de Flujos de Caja Descontados..... | 41 |
| 8.1. Cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital..... | 43 |
| 8.2. Cálculo de los Flujos de Caja..... | 47 |
| 9. Modelo de Múltiplos..... | 50 |
| 9.1. Elección de comparables..... | 50 |
| 9.2. Elección de los múltiplos a utilizar..... | 51 |
| 10. Conclusiones..... | 53 |
| 11. Bibliografía..... | 55 |
| 12. Anexos..... | 58 |

1. Introducción

Como jugador de fútbol semi-profesional, estudiante de Administración y Dirección de Empresas, con especial interés en el mundo financiero, y como socio nº68495 del Real Madrid, surge la necesidad de realizar un estudio en profundidad de una de las entidades más prestigiosas del fútbol europeo en las últimas décadas.

La evolución del fútbol es asombrosa desde sus orígenes, cuando se consideraba una actividad de aficionados. De la mano de lo que muchos aun consideran únicamente un deporte de entretenimiento, surge una industria que con el paso de los años se convierte en lo que expertos denominan ‘un auténtico negocio’ (Barajas, 2007). Este momento de transformación se remonta a la década de los ochenta y noventa del siglo XX, con la transformación del mundo gracias a los avances en tecnología y comunicación. Millones de personas comienzan a mostrar un interés notable, y es entonces cuando entran en juego televisiones, anunciantes y contratos millonarios (Gay de Liébana, 2016).

Un evento importante en el fútbol internacional se produce en el año 1983, cuando el Tottenham se convierte en el primer equipo de la historia del fútbol en cotizar en el mercado de valores. A esta búsqueda de nuevas fuentes de financiación se han ido uniendo equipos de las diferentes ligas europeas, dando como resultado un índice bursátil propio: el Stoxx Europe Football. Sin embargo, a pesar de los precedentes europeos, los equipos españoles no han tomado la iniciativa de llevar a cabo una OPV.

El Stoxx Europe Football fue creado en 2002, aglutina equipos de diferentes países de Europa como Inglaterra, Francia, Holanda, Alemania, Dinamarca o Italia, y sirve de termómetro y referencia a la hora de hacer una valoración de las cuentas futbolísticas a nivel global (Cruz, 2017). Además, otros equipos como el Manchester United, cotizan en la bolsa de Nueva York (NYSE). En concreto este club consiguió una financiación de 232,4 millones de dólares a través de una OPV; es según un artículo publicado en 2015 por la revista Forbes, el tercer equipo de fútbol más rico del mundo, además de ser líder en ingresos de los equipos europeos del último ejercicio económico.

Según establece el presidente de La Liga, Javier Tebas, uno de los motivos por los que no se cotiza en Bolsa puede deberse a la exigencia de tres años seguidos de beneficios para cotizar, y el saneamiento de los clubes es muy reciente. Por tanto, tras las declaraciones del presidente de La Liga, se prevé que “en los próximos dos años, habrá algún club en bolsa” (Escudero, 2018).

2. Objetivos

La primera parte del trabajo de investigación se centrará en estudiar los requisitos legales de los que carece el Real Madrid y que le impiden cotizar hoy en el mercado de valores. A pesar de no ser Sociedad Anónima, podría darse la situación de que, cumpliendo otros requisitos, fuese legal realizar una OPV del club.

Asumiendo que la entidad objeto de estudio se convirtiese en Sociedad Anónima, o realizase los ajustes legales necesarios para cotizar, aparece la incertidumbre del valor por el que saldrían a cotizar las acciones de esta. Bajo la hipótesis de una OPV, se realizará una estimación de valor utilizando dos de los métodos de valoración de empresas más relevantes: DCF y método de múltiplos.

Sin embargo, previo a la implementación de estos dos modelos, se hace un análisis de diferentes aspectos relevantes que surgen a la hora de hacer un análisis financiero de un club, y en el que se desarrollan factores que determinarán la forma en la que considerar determinadas partidas del balance de situación o la cuenta de pérdidas y ganancias.

En primer lugar, se hará un desarrollo del método de valoración conocido como ‘Descuento de flujos de caja libre’, justificando tanto la elección del método como la implementación de este. Seguido, se realizará el desarrollo del segundo método, ‘Valoración por Múltiplos’, justificando de nuevo tanto la elección del método como la aplicación de este.

El objetivo final, será dar un rango de valores obtenidos de ambos métodos, para situar el valor del Real Madrid ante una hipotética OPV. Establecer únicamente un valor no sería óptimo para estimar el precio, puesto que valor y precio no tienen por qué coincidir. Como establece Dapena: “en el proceso de valoración no existe un único valor, porque aun cuando existiese, las condiciones cambiantes y el arribo de nueva información haría cambiar el mismo de manera continua” (Dapena, 2014, pág. 6). Por tanto, trataremos de ofrecer un intervalo de valores, con un precio Máximo y Mínimo por el que el Real Madrid tendría que salir a Bolsa.

3. Legislación del fútbol español

3.1. Situación actual de los equipos españoles

Son necesarios una serie de requisitos legales para poder formar parte de una liga profesional de fútbol. En 1987, surge la idea de la conveniencia de plantear un modelo de Sociedad Anónima para aquellos clubes que desarrollasen una actividad deportiva profesional (Barajas, 2007).

En 1990, aparece la conocida Ley 10/1990³, de 15 de octubre, del Deporte, por la que se convertía a los clubes en Sociedades Anónimo-Deportivas (SAD⁴). Dicha Ley, desarrollada por el Real Decreto 1251/1999⁵, de 16 de julio, sobre sociedades anónimas deportivas, proponía:

“un nuevo modelo de asociacionismo deportivo que persigue, favorecer el asociacionismo deportivo de base, y por otro, establecer un modelo de responsabilidad jurídica y económica para los Clubes que desarrollan actividades de carácter profesional” (Ley 10/1990; Preámbulo).

El objetivo fundamental era procurar una mejora de la situación financiera de los clubes, dada la delicada estructura financiera que tenían muchos de ellos. Como desarrollan autores como Geryon (2015), o como desarrolla la Asociación Española de Contabilidad y Administración de empresas⁶ (1999), la intención era tratar de que los clubes se parecieran a las empresas comunes, ofreciendo la posibilidad de salir a cotizar a Bolsa a fin de obtener nuevas fuentes de financiación y favoreciendo la transparencia de cuentas.

Tras la entrada en vigor del Real Decreto, y como establece el apartado primero del mismo:

³ Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte. Publicado en: «BOE» núm. 249, de 17 de octubre de 1990, páginas 30397 a 30411 (15 págs.). Sección: I. Disposiciones generales. Departamento: Jefatura del Estado. Referencia: BOE-A-1990-25037.

⁴ El 19.2 de la Ley 10/1990 exige a estas entidades que incluyan en la denominación social la abreviatura SAD. En adelante, cuando nos refiramos a las Sociedades Anónimas Deportivas utilizaremos dicho acrónimo.

⁵ 5 Real Decreto 1251/1999, de 16 de julio, sobre sociedades anónimas deportivas. Publicado en: «BOE» núm. 170, de 17 de julio de 1999, páginas 27070 a 27080 (11 págs.). Sección: I. Disposiciones generales. Departamento: Ministerio de Educación y Cultura. Referencia: BOE-A-1999-15686.

⁶ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: AECA

“...los clubes, o sus equipos profesionales, que participen en competiciones deportivas oficiales de carácter profesional y ámbito estatal deberán ostentar la forma jurídica de sociedad anónima deportiva, estableciéndose pequeñas singularidades con relación al régimen general de las sociedades anónimas (...)”.

No obstante, las SAD pasan a considerarse sociedades anónimas especiales, con las correspondientes obligaciones mercantiles (Barajas, 2007). Una de las características que las diferencian, es que este tipo de Sociedades presentan limitación a dedicarse a la práctica exclusiva de una actividad profesional, además de proporcionar información contable y administrativa. Así, consigue el Consejo Superior de Deportes⁷ una mayor transparencia a la par que facilidad en la gestión y control de todos los clubes profesionales.

3.2. Situación actual del Real Madrid

A pesar de la puesta en vigor de la mencionada Ley 10/1990, hubo cuatro de los 20 equipos españoles profesionales que, dada su situación financiera, pudieron mantener su carácter de clubes (Geryon, 2015). En virtud de las disposiciones adicionales séptima y octava de la ley 10/1990, de 15 de octubre, aquellos clubes que hubieran obtenido un saldo patrimonial positivo desde la temporada 1985/86 hasta la puesta en vigor de dicha ley, no estaban en la obligación de convertirse en SAD. Por tanto, en España, encontramos dos formas sociales posibles:

- Las Sociedades Anónimas Deportivas, desarrolladas con anterioridad.
- Clubes. Fueron Real Madrid C.F., Barcelona F.C., Atlético Osasuna y Athletic Club de Bilbao los capaces de mantener su estructura de entidad, club o asociación deportiva.

Por tanto, y según se establece en los estatutos sociales del Real Madrid C.F., se trata de una Entidad Deportiva “que tiene como objeto y fin dedicar su actividad y patrimonio a conseguir, de forma primaria y principal, el fomento del fútbol, en sus distintas categorías y edades y, de forma general, la práctica de todos los deportes que determinen sus Órganos Rectores” (Real Madrid C.F., 2012).

⁷ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: CSD

A pesar de no ser SAD, el Real Madrid C.F. cumple con todas las garantías económicas que la Ley exige para serlo. Sin embargo, al no haber pasado este proceso de transformación, habrá que estudiar a lo largo del siguiente apartado si la Entidad cumple con los requisitos que son necesarios para poder salir a cotizar a Bolsa.

3.3. Requisitos necesarios para poder cotizar en Bolsa

A lo largo del siguiente apartado, vamos a tratar de dar respuesta a la pregunta: ¿Podría el Real Madrid cotizar en Bolsa, a pesar de su no condición de SAD?

Basándonos en la perspectiva de la Bolsa de Madrid, desde enero de 2002, cualquier SAD que recoja los requisitos exigidos por la Bolsa para cotizar podría hacerlo. Además, en otros países europeos, como ya hemos avanzado anteriormente, los clubes están más avanzados y desde hace años cotizan en las respectivas bolsas europeas.

Gran Bretaña es el país donde más equipos cotizan, llegando a alcanzar en la temporada 2000/2001 la cifra de dieciocho equipos en la Bolsa de Londres (Barajas, 2007). Por otro lado, en Italia cotizan equipos como Roma, Lazio y Juventus, al igual que en Portugal encontramos dos equipos de la máxima competición (Oporto y Sport Lisboa e Benfica) y negociando sus acciones en Bolsa.

El art. 32 de la Ley del Mercado de Valores, exige la verificación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁸ para que los valores sean admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Además, se le añade la necesidad del acuerdo del organismo rector de la Bolsa.

Atendiendo a los requisitos impuestos por la Bolsa de Madrid (Bolsa de Madrid, 2018), la primera condición indispensable es que, sin la forma social de Sociedad Anónima, no pueden incorporarse acciones a la Bolsa. Tal y como se establece en el apartado dos de la Guía para salir a Bolsa publicada por la Bolsa de Madrid:

“Podrán incorporarse a la Bolsa las acciones emitidas por Sociedades Anónimas, españolas y extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado y respecto

⁸ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: CNMV

de las que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones.”

El capital social mínimo exigido se sitúa en torno a 1.202.025€, cifra que excede con buen margen la Entidad objeto de estudio⁹. Además, aparece la exigencia de tener un valor de mercado mínimo de 6.000.000€. Si hacemos referencia a diferentes estudios realizados con anterioridad, algunos investigadores en un rango de tiempo de tres años atrás han estimado el valor de mercado del Real Madrid situándolo en torno a 2.500 millones de euros (Deloitte, 2016; García Casco y Simón García, 2016).

Por tanto, a pesar de que, en cuanto a tamaño y cifras de negocio, el Real Madrid resultaría viable en Idoneidad de los valores, no cumple con los requerimientos de Idoneidad del Emisor. Una solución viable sería la transformación que sufrieron en su momento y que hemos desarrollado con anterioridad la mayoría de los clubes de primera división, y convertirse en SAD para hacer públicas las acciones del club. Sin embargo, como apuntaba Segovia (2000), dado que las SAD solo pueden participar en competiciones oficiales profesionales de una modalidad deportiva, Real Madrid y Barcelona tendrían que sufrir transformaciones muy grandes.

⁹ Ver Anexo 1 Balance de Situación

4. Hipótesis de estudio

Partiendo del supuesto de que tanto requisitos de Idoneidad de Emisor como de Idoneidad de Valor necesarios para poder cotizar en Bolsa se alcanzasen por parte del Real Madrid, el estudio se centrará en analizar el valor intrínseco de la Entidad. El objetivo, ya resaltado con anterioridad, será tratar de simular el precio de salida en caso de producirse una OPV.

El Real Madrid publica sus cuentas de fútbol y baloncesto de forma conjunta; el hecho de convertirse en SAD llevaría a modificar todas las cuentas anuales por lo que el estudio se hace partiendo de que pudiesen mantenerse las cuentas de forma conjunta.

Además, muchos aspectos que iremos desarrollando se presuponen aplicables a cualquier equipo de fútbol sea cual sea su condición social. Centraremos más el estudio en aquellos equipos de la parte alta de la clasificación, puesto que es de los que más información disponemos.

5. Introducción a los métodos de valoración

Para dar una primera introducción a los modelos a utilizar, buscamos el desarrollo de modelos que permitan obtener una estimación del valor total del Real Madrid, incluyendo la deuda financiera neta del club.

Cuando se emprende la elección del método de valoración, el problema aparece en la existencia de demasiados modelos diferentes. Damodaran (1996) establece que la elección del modelo adecuado para cada ocasión ha de basarse en las características del activo a valorar, dentro de que existe un elevado grado de similitud en los principios fundamentales a la hora de valorar cualquier negocio.

Damodaran (1996) considera tres alternativas a la hora de valorar empresas, en las que contempla exclusivamente métodos con carácter financiero. Distingue por tanto entre:

- Valoración por descuentos de flujos de caja.
- Valoración relativa a través de múltiplos.
- Valoración contingente.

Por otro lado, Fernández (2008) hace una de las obras más completas de valoración escrita en castellano. Hace una distinción según los métodos estén basados en el Balance de situación (valor patrimonial) o cuenta de pérdidas y ganancias (múltiplos), el Fondo de comercio (mixtos) o el descuento de flujos de caja.

Basándonos fundamentalmente en estos dos autores, y con matices correspondientes a otros investigadores que mencionaremos, distinguimos entre modelos estáticos, mixtos, comparativos y dinámicos.

- Modelos estáticos de valoración:

Determinan el valor de la empresa en función de la situación actual, que proviene de la imagen del balance. Este modelo ofrece una evaluación estática, sin tener en cuenta su evolución futura ni las expectativas de crecimiento o generación de beneficios (Fernández, 2008). Se considera a la empresa como una suma de activos y pasivos en lugar de como un negocio dinámico.

Este modelo está compuesto por métodos tales como: Valor Contable, Valor Contable Ajustado, Valor Sustancial y Valor de liquidación.

A pesar de las ventajas de facilidad de cálculo y explicación, estos métodos tienen carencias que nos llevan a descartarlos para hacer una valoración completa. Es muy importante tanto para inversores como directivos de cualquier empresa tratar de estimar el futuro de la empresa, así como sus expectativas de crecimiento. Si tenemos en cuenta como objetivo el de salida a bolsa, valorar una compañía en función de su patrimonio contable u otros modelos estáticos puede llevar consigo carencias y limitaciones, recomendándose por tanto el uso de otros métodos más apropiados desde un punto de vista conceptual (Fernández, C1 Métodos de valoración de empresas, 2013).

- Modelos mixtos de valoración:

Siguiendo a Fernández (2013) estos métodos parten de un punto de vista mixto, y tienen en cuenta por un lado una valoración estática de los activos que forman cualquier

empresa, y por otro el dinamismo ya que tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

En línea con este autor, se establece que estos modelos suponen un avance a los mencionados con anterioridad. Se incorpora el concepto de plusvalía económica 'Fondo de Comercio' como un concepto dinámico, y se realiza la valoración en función de las rentas que pueden obtenerse en un futuro.

- Modelos comparativos:

Estos métodos presentan como principal ventaja la sencillez, puesto que la valoración de una empresa se realiza a través de la comparativa con ciertas variables de otras empresas. Se conocen también como métodos basados en la cuenta de resultados (Fernández, C1 Métodos de valoración de empresas, 2013), puesto que establecen el valor mediante análisis de ventas, beneficios, rentabilidades y otros indicadores generalmente de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Actualmente estos métodos encuentran su utilidad en la aplicación para empresas que no cotizan en Bolsa, a partir de la valoración de mercado de empresas comparables que cotizan. Es decir, la valoración de un activo se hace en función de cómo valoran los mercados activos considerados similares.

La primera elección radica en elegir el múltiplo que vamos a utilizar, que dependerá de la industria y de las características de esta. Dicha elección la condiciona el indicador de valor, que es una magnitud relacionada con rendimientos futuros y creación de valor.

Posteriormente se identifican empresas comparables; aquellas con características comunes de las que vamos a extraer el múltiplo de referencia a partir de los múltiplos individuales de las mismas. Dicho múltiplo de referencia es el que, multiplicado por el indicador de valor de la empresa (el Real Madrid en nuestro caso) nos dará el valor estimado.

La valoración por múltiplos o comparables no debe utilizarse de manera aislada dado que, al analizar los resultados de la compañía de un año a año, no es un buen indicador de las perspectivas a futuro de esta (Labatut Serer, 2010).

Siguiendo a Damodaran (2006), en la valoración relativa podemos destacar los siguientes múltiplos: Price Earning Ratio¹⁰ (suele ser el más utilizado puesto que indica la relación de forma coherente entre precio y ganancia), ratio Precio/Ventas, Valor de la empresa / EBITDA y valor de la empresa / EBIT.

Por tanto, teniendo en cuenta que el objetivo es valorar el Real Madrid, este método servirá como buen complemento para calcular el valor de mercado estimado, basándonos en otros clubes comparables que ya cotizan en bolsa.

- Modelos dinámicos:

Los métodos dinámicos tienen en cuenta la empresa en movimiento, y estiman la riqueza en cuanto beneficio, dividendos futuros o flujos de caja que será capaz de generar la misma con los activos que posee. Entre estos métodos podemos destacar el descuento de flujos de caja, y el método de los dividendos.

El modelo de Descuento de Flujos de caja pretende averiguar el valor de una compañía, basándose en el valor actual de los flujos de caja esperados de esta. Se hace una valoración atendiendo a la relación que existe entre precio y coste, teniendo en cuenta la rentabilidad que se espera obtener de esta compañía.

Es considerado tanto por Damodaran (2006) como por Fernández (2013) como método fundamental a la hora de valorar una compañía. Es la metodología con más fundamento metodológico y actualmente el método más extendido.

¹⁰ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: PER

Por tanto, en cuanto a la **elección del método a desarrollar**, hemos escogido el modelo de descuento de flujos de caja y la valoración por múltiplos comparables. Ambos van a ser desarrollados a lo largo del trabajo con el objetivo de establecer un rango objetivo de valores que aproximen al máximo el valor de mercado del club objeto de estudio, el Real Madrid.

La elección de este método frente a otros radica en que, escogiendo métodos patrimoniales, no tendríamos en cuenta todas aquellas variables que son capaces de generar riqueza para los accionistas en la industria del fútbol. Dada la peculiaridad de esta industria que posteriormente estudiaremos, el valor contable estrictamente perteneciente a los libros puede resultar muy distinto del valor de mercado. Sin embargo, dicho valor contable puede ser de gran utilidad para posteriormente estimar los flujos correspondientes y desarrollar el método, así como para justificar la elección de empresas comparables a la hora de elegir los múltiplos que vamos a utilizar.

Previo al desarrollo de ambos métodos, es apropiado desarrollar un breve análisis de la industria del fútbol. Se expondrán una serie de aspectos que se consideran fundamentales para la valoración de equipos de fútbol, en relación con sus fuentes de ingresos, principales costes, así como el tratamiento financiero y contable apropiado de determinados activos.

6. Aspectos generales en la valoración de un equipo de fútbol:

El deporte del fútbol se trata no solo de un fenómeno estrictamente deportivo, sino que además tiene mucha importancia en diversos aspectos de la vida humana. Podemos considerarlo como un fenómeno social, económico, educativo, político e incluso jurídico. Por este motivo, cabe considerar que los clubes de fútbol obtendrán fuentes de ingresos más allá de los deportivos asociados a consecución de títulos u otros objetivos alcanzados en las diversas competiciones, así como costes de naturaleza diferente a los comunes de otras empresas.

Trataremos de dar una visión de los aspectos que se consideran importantes a la hora de hacer un análisis económico de esta industria, de forma que pudiesen ser aplicados a

cualquier equipo de fútbol. Posteriormente, se entrará en detalle a valorar cuál es la situación financiera del Real Madrid en base principalmente a estas características.

El fútbol europeo está formado por un total de 53 ligas, aunque puede considerarse que gira en torno al eje de cinco grandes ligas: LaLiga Santander española, la Premier League inglesa, la Bundesliga de Alemania, la Serie A italiana y la Liga 1 francesa

Como establece un estudio desarrollado por la consultora Deloitte (2018), el fútbol europeo alcanzó la cifra récord de alrededor de 18.500€ millones, siguiendo la tasa conjunta de crecimiento anual que se viene produciendo desde la temporada 1996/97. Dentro de los 20 clubes más ricos del mundo podemos encontrar tres equipos españoles: Real Madrid, Barcelona y Atlético de Madrid. Destacan entre los equipos aquellos procedentes de la Premier League, apareciendo como líder de la lista el Manchester United, que mantiene un año más la posición de líder (Deloitte, 2018). A pesar de las diferencias culturales, vamos a tratar de proponer aspectos que afecten a los equipos de forma general. Los derechos televisivos, contratos, cultura de asistencia a los estadios y otros factores varían de unas ligas a otras de forma considerable.

6.1. Cambios en la naturaleza de los ingresos

La industria del fútbol ha ido evolucionando hacia una industrial global, a la par que se ha sufrido una transformación total en su economía. Se ha producido una enorme evolución porcentual de los que se consideraban ‘ingresos atípicos’ (Televisión, Marketing y comercial) frente a los considerados ‘ingresos típicos’ (socios y abonados).

Para ponernos en contexto, de acuerdo con Gay de Liébana (2016) “el FC Barcelona sirve como claro ejemplo de la metamorfosis de la industria futbolera”. En su estudio destaca como en la temporada 1978/79, el 87% de los ingresos provenían de socios y abonados, mientras que en la temporada 2015/16, esa línea de actuación supone únicamente el 8,7% de los ingresos ordinarios.

La necesidad de inversión por parte de los equipos ha ido aumentando; es necesario invertir y tratar de mantener una plantilla competitiva a fin de generar espectáculo que permita obtener dinero de derechos televisivos, *merchandising* u otros ingresos comerciales. Años atrás los clubes financiaban la actividad con ingresos percibidos de

cuotas de socios y abonados, y es a partir del año 2000 cuando va cogiendo más fuerza la fuente de ingresos por televisión, junto a la faceta comercial y la de publicidad.

Podemos establecer de forma general, que las fuentes de ingreso fundamentalmente son cuatro, cuya evolución iremos desarrollando detalladamente.

En primer lugar, lo que se conoce como ‘ingresos por Matchday’. Este hace referencia al dinero ingresado por la venta de entradas en días de partido, así como al dinero percibido por cuotas anuales de socios y abonados. Además, se incluye el Estadio y todos los beneficios que este puede generar. Si hacemos referencia a un artículo publicado por El País (2016), el Tour del Bernabéu se convierte en el tercer museo más concurrido de Madrid, logrando mayores ingresos en ventas que sus competidores: el Reina Sofía y el Museo del Prado (Porta, 2016). Además, teniendo en cuenta que tras la publicación de este artículo el Real Madrid ha conseguido dos títulos europeos más, cabe esperar que esta cifra haya aumentado considerablemente (aunque no se conocen cifras específicas).

A la par que dentro de esta partida de ingresos, socios y abonados generan cada vez menos dependencia, el Estadio gana protagonismo no solo con el museo sino gracias a zonas VIP, palcos especiales, organizaciones de eventos... es importante por tanto que los equipos mantengan la inversión en instalaciones. Por ese motivo, pudimos ver en el Atlético de Madrid una inversión de alrededor de 300 millones tal y como argumentaba la Agencia EFE en un artículo publicado en el periódico ABC¹¹. Además, este año el Real Madrid ha aprobado la inversión en el nuevo estadio, que tal y como desvelaba Florentino Pérez en la última Junta General de Accionista, supondrá un desembolso de alrededor de alrededor de 400 millones de euros.

El hecho de que muchos equipos no hayan decidido remodelar o invertir en un nuevo estadio, puede deberse a la incertidumbre sobre cómo evolucionará el fútbol. Es arriesgado caer en errores de sobredimensión, sobre todo teniendo en cuenta que las nuevas tecnologías ponen al alcance los espectáculos a través de numerosas plataformas. Además, en La Liga Santander, los horarios de los partidos incrementan la dificultad para conciliar vida laboral y familiar con asistencia a los Estadios, por lo que potenciar la comodidad de estos influirá siempre de forma positiva en los ingresos de los equipos.

En segundo lugar, incluimos los ‘ingresos por derechos televisivos’, representando la Televisión un factor determinante de la transformación en la industria que antes

¹¹ (Agencia EFE, 2017)

mencionábamos. Mientras que acorde con Gay de Liébana (2016), en la temporada 1998/99 los derechos televisivos alcanzaban la entonces incomprensible cifra de 180 millones de euros en España, en el año 2010 esa era la cifra que percibían Real Madrid y Barcelona por separado. Actualmente, en España se mueven alrededor de 1500 millones de euros. Pero la evolución de estos ingresos no sólo sucede en España, sino en todas las ligas europeas. Actualmente, son los equipos de la Premier League los que más ingresan por derechos televisivos y se posiciona como la liga europea con mejor reparto de derechos televisivos (Vallespir, 2018).

Sin embargo, no podemos asumir que todas las ligas llevan a cabo un reparto equitativo de derechos televisivos. Por ejemplo, en España hemos vivido un modelo muy desequilibrado hasta ahora. En la temporada 2014 en la que Atlético de Madrid y Real Madrid fueron ambos finalistas de la Champions League, el club ‘blanco’ superó la barrera de los 200 millones mientras que los ingresos del club ‘rojiblanco’ sumaron 96,5 millones de euros (Gay de Liébana, 2016) . En España, el Real Decreto¹² encargado de regular los derechos televisivos estipula entre otras cosas unas reglas mínimas, tal y como señala el Diario Marca (2017):

“la mitad de todos los ingresos por ese concepto se distribuirán a partes iguales entre los 20 clubes de la competición, y la otra mitad, de acuerdo con un baremo vinculado a la clasificación”.

Por dicho motivo, perder un puesto en la clasificación podría costar a los equipos de primera división hasta 6,80 millones de euros entre las temporadas 2017/18 y 2021/22 (Agencia EFE, 2017). A pesar de parecer grandes cantidades de dinero, es menos representativa la cifra para equipos grandes situados en la parte alta de la clasificación, sobre todo teniendo en cuenta que se reparten las pérdidas durante cinco años.

Por tanto, independientemente del modelo de las diferentes ligas europeas, es evidente que la televisión juega un factor clave en la modernización de la industria del fútbol; no solo en ingresos por derechos, sino que dando visibilidad al equipo aumenta los intereses comerciales de los clubes.

¹² Real Decreto-ley 5/2015, de 30 de abril, de medidas urgentes en relación con la comercialización de los derechos de explotación de contenidos audiovisuales de las competiciones de fútbol profesional.

En tercer lugar, definimos como línea fundamental de ‘ingresos por publicidad, patrocinio y *merchandising*’, agrupable en lo que llamaremos ingresos comerciales. Representan buena parte de los ingresos, de nuevo más elevados en equipos que generan más espectáculo y atraen a mayor grupo de espectadores. Engloba desde publicidad en vallas, banquillos o video marcadores, hasta venta de artículos deportivos o no deportivos por parte del club.

Como ya hemos mencionado, los resultados deportivos son fundamentales. Además, son factores determinantes la imagen ofrecida por el club, la cercanía y proximidad de jugadores con aficionados y niños, así como la calidad de la plantilla y el efecto mediático que tengan los jugadores. Por ese motivo, por ejemplo, a pesar de que el pasado fichaje del jugador de fútbol Neymar Da Silva por parte del equipo parisino Paris Saint Germain supusiera una inversión de alrededor de 372 millones de euros según expertos como Corpas (2017), se espera que genere efecto mediático más que suficiente para recuperar la inversión a través de: un aumento de ingresos por ventas de ropa deportiva, aumento de número de seguidores del club que generará efecto comercial positivo, y por aumento de ingresos por elevados costes de derechos televisivos del club.

Por tanto, esta última línea de ingresos es cada vez más importante teniendo en cuenta la ya mencionada evolución del fútbol. Gozamos de posibilidades de visibilidad mundial gracias al impacto de la televisión, por lo que cuanto más impacto mediático internacional consiga un club de fútbol, muchos mayores serán los ingresos comerciales y de marketing.

Por último, resalta la línea de ‘ingresos por amistosos y competiciones internacionales’. Incluimos esta variable como aspecto fundamental dado que el objetivo final del trabajo es valorar un equipo que se encuentra en la élite del fútbol mundial. Es una fuente de ingresos muy representativa para determinados equipos como pueden ser Manchester United, FC Barcelona o Real Madrid, pero prácticamente inexistente en equipos situados de la mitad de la tabla en adelante.

Si nos fijamos en Manchester United, que según el estudio realizado por Deloitte (2017) encabeza la denominada ‘Money League’, el equipo ha sido capaz de mantener esta posición gracias a los ingresos percibidos tras haber ganado la Europa League por la cuantía de 44,5€ millones (Deloitte, 2018). Haciendo referencia a equipos españoles, el Real Madrid como posteriormente veremos ha visto incrementado sus ingresos por esta partida en los últimos años. De las últimas cuatro Champions League el Real Madrid se

ha proclamado campeón en tres de ellas, la última suponiendo unos ingresos adicionales al equipo de 81 millones de euros. Sin embargo, este fenómeno es más notorio para equipos que es menos usual ver en la élite. De acuerdo con De La Riva (2017), el hecho de levantar ‘La Orejona’¹³ no supone llevarte el mayor botín a casa. Así, el Leicester procedente de la Premier League, recién ascendido a la máxima categoría, participó gracias a la sorpresa de 2015/16 en el título liguero, obtuvo 78 millones de ingresos, tan solo 3 menos que el ganador a pesar de haber sido eliminado en cuartos de final (De La Riva, 2017). La Juventus, sin embargo, fue subcampeón del último título e ingresó por la participación en el mismo 28 millones de euros más que el campeón. Esto se debe al denominado *market pool*, que se refiere al reparto de los ingresos comerciales de la Unión de Asociaciones Europeas de Fútbol¹⁴ y en el que influyen el número de equipos que participan de cada liga (tres en el caso de Italia y cuatro en el caso de España), así como por la cantidad de dinero que ingresa la UEFA por los derechos televisivos en cada país (en este caso 40 millones más de Italia).

6.2. Cambios en la naturaleza de los gastos

La evolución de la industria no afecta simplemente a la fuente de ingresos de los clubes. Al igual que es necesario un incremento de la inversión tanto en instalaciones como en jugadores, se han disparado en los últimos años los gastos de explotación de los clubes. Gay de Liébana (2016) define la problemática de este modelo, a la que denomina ‘Talón de Aquiles del fútbol’, como el incremento de los costes de los fichajes y de los sueldos de jugadores.

Sin embargo, lo que para unos son costes, para otros suponen ingresos. Según afirman expertos, uno de los motores que han impulsado el crecimiento económico ha sido la espiral inflacionista del mercado de fichajes en los últimos 6 años, que ha provocado el incremento del 105% en facturación por concepto ‘traspasos’ (Menchén, 2018).

¹³ Término utilizado para referirse al trofeo recibido al proclamarse campeón de la Champions League.

¹⁴ En francés: Union des Associations Européennes de Football. A partir de ahora lo citaremos a través de su acrónimo: UEFA.

El nuevo paradigma económico implica que, el aumento de ingresos de explotación que hemos explicado sea utilizado por los clubes de élite en gran parte para fichar nuevos jugadores y pagar sus sueldos. Se genera competencia y ansia por adquirir antes que los rivales a los mejores jugadores, provocando como se viene viendo un aumento disparatado de los gastos. Estos gastos suponen el riesgo de entrar en un callejón sin salida, donde los gastos superan a los ingresos y aparecen tensiones financieras por el hecho de no poder pagar las cuantías que se deben (Gay de Liébana, 2016).

Mientras que hemos resumido las fuentes de ingreso de los principales clubes europeos, los gastos podemos resumirlos en tres canales fundamentales.

En primer lugar, aparecen los 'gastos de personal' teniendo en cuenta desde jugadores como técnicos tanto de los primeros equipos como de categorías inferiores de aquellos que tengan.

Tabla 1 - Gastos Personal

| Temporada | Gasto (en €) |
|------------------|---------------------|
| 1999/00 | 332.748.433,92 |
| 2000/01 | 442.095.304,15 |
| 2001/02 | 492.145.337,52 |
| 2002/03 | 516.923.898,54 |
| 2003/04 | 508.739.531,01 |
| 2004/05 | 567.012.815,62 |
| 2005/06 | 626.014.420,46 |
| 2006/07 | 714.030.677,71 |
| 2007/08 | 752.370.288,00 |
| 2008/09 | 803.355.931,97 |
| 2009/10 | 815.787.855,51 |
| 2010/11 | 964.899.375,21 |
| 2011/12 | 1.032.591.780,09 |
| 2012/13 | 1.015.727.859,33 |
| 2013/14 | 1.074.582.759,81 |
| 2014/15 | 1.217.460.608,03 |
| 2015/16 | 1.429.787.487,65 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del CSD

Como observamos en la tabla, aparece un incremento anual de los gastos de personal en La Liga española. Tan solo aparecen disponibles datos hasta 2016, donde se observa un crecimiento medio desde la temporada 1999/2000 del 9%. Hay que tener en cuenta que

los años de mayor crecimiento van generalmente acorde al buen desempeño de los equipos tanto en competiciones nacionales como en europeas.

Así, el ejercicio 2015/2016 supuso un crecimiento del 17,4%, debido principalmente al mayor importe de las primas pagadas como consecuencia de mayor presencia de equipos españoles en competiciones europeas.

Como adelantábamos, los grandes protagonistas del gasto en las grandes ligas son los sueldos de jugadores, así como la amortización de los derechos de los futbolistas. Esta partida de gastos de personal, podemos desglosarla en tres factores a su vez fundamentales:

- Sueldos y salarios. Como bien veníamos diciendo es una de las partidas que más crecimiento lleva, y es la partida de gastos principal responsable de que, según autores como Gay de Liébana (2016) muy pocos clubes en toda Europa resulten rentables. Uno de los principales motivos de crecimiento se debe al creciente interés de las televisiones antes mencionado. Según Barajas Alonso (2008), dicho interés inyectó grandes sumas de dinero al fútbol, traducido en mayor disponibilidad de fondos que lleva a una inflación tanto en traspasos como en sueldos de jugadores.

Actualmente en España, en base al acuerdo alcanzado entre la Liga de Fútbol Profesional y la Asociación de Futbolistas Españoles¹⁵, se establece un salario mínimo fijo de 155.000 euros para los jugadores de La Liga Santander, y un mínimo de 77.500 euros para deportistas de la Segunda División. Esta normativa se hizo oficial el 8 de diciembre de 2015, en el Boletín Oficial del Estado, y representa la resolución del convenio colectivo que mencionábamos.

Para hacernos una idea de las proporciones, hacemos referencia al Salario Mínimo Interprofesional que acordaron los partidos políticos para 2018, situado en la cuantía de 10.302,60€ repartidos en 14 pagas (Consejo de Ministros, 2017). Si repartiésemos el salario mínimo en 14 pagas, supondría algo más de 11.070€ mensuales frente a los 735,90€ de Sueldo Público. Hablamos por tanto de un sueldo mínimo 15 veces superior por parte de los jugadores de Primera, y 7,5 veces superior los de Segunda,

¹⁵ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: AFE

cifras que apoyan el argumento de que Sueldos y Salarios representan gran parte de los gastos en un club.

Más allá de los salarios mínimos, con el paso de los años los salarios de los jugadores de élite se han disparado. Esta burbuja en el mercado futbolístico provoca que haya jugadores cuyo salario fijo supere la cifra de los 20 millones de euros netos. Es así en jugadores como Cristiano Ronaldo, Neymar Dos Santos, o Lionel Messi (este último superando la cifra de los 40 millones tras la firma de su última renovación en 2018) (López Durán, 2018).

- Primas. Como mencionábamos acorde al crecimiento del gasto de personal reflejado en la tabla, las primas influyen en gran medida en el incremento de estos gastos. Al igual que hemos considerado como fuente de ingreso la participación en competiciones europeas, consideramos como gasto la parte de dichos ingresos que se destinan a plantilla y personal adicional.

El incremento destacado de la temporada 2015/16 (la última de la que disponemos de datos oficiales) del 17,4%, se debe en parte a que fueron cinco en lugar de cuatro los que participaron en la Champions League, y tres de los equipos españoles desarrollaron buenas actuaciones que supusieron tanto más ingresos como mayores primas.

Sin embargo, esta partida de gasto es menos representativa en equipos que no participan en competiciones europeas. Es más elevada en equipos de élite como el Real Madrid. A pesar de la dificultad de predicción de esta fuente de gastos, posteriormente trataremos de predecir la tasa de crecimiento medio apropiada a esta partida.

- Derechos de imagen. Representa una porción del salario de los jugadores, aparte de la actividad deportiva desempeñada. El futbolista cede parte de su marca personal para que el club al que pertenece pueda utilizarla en campañas publicitarias o en actividades comerciales (Lambea, 2016). Estos derechos de imagen son más costosos para jugadores de élite.

La gran ventaja de los derechos de imagen es la tributación de estos, puesto que permite que un 15% en concepto de derechos de imagen tribute con un tipo del 28% en lugar del tipo marginal máximo del 47% al que tributan el resto de los ingresos de futbolistas.

Es una partida importante en equipos de élite, teniendo en cuenta también los ingresos comerciales que antes mencionábamos. Estos gastos son mayores cuanto mayor sea la atracción mediática de los jugadores. Pagará más un club por este concepto en función de los ingresos que el jugador vaya a generar en concepto de ingreso comercial. Por tanto, en equipos como el Real Madrid, jugadores como Cristiano Ronaldo en el fútbol o Sergio Llull en el baloncesto justifican que la partida de derechos de imagen sea elevada.

En segundo lugar, ‘gastos con relación a amortizaciones’, y provisiones de deterioro de Inmovilizado Intangible de jugadores. Se incluyen en esta partida la amortización de todas las partidas del inmovilizado. Sin embargo, gran parte del inmovilizado de un equipo de fútbol la representan los jugadores y por tanto llevan asociado un gasto de amortización elevado. Son inversiones elevadas que se deben amortizar en periodos cortos de tiempo, lo que dura el contrato.

Además, se incluyen en esta partida amortización de Estadios e Instalaciones deportivas, amortización de construcciones, y amortización de instalaciones técnicas y otros inmovilizados materiales. Estas asunciones de gastos se hacen de forma general, aunque no es lo mismo para equipos de élite que para equipos de menos categoría, como no es lo mismo para equipos españoles o extranjeros puesto que varía tanto la ley como las costumbres y estructuras de los clubes.

En tercer lugar, elaboramos una partida denominada ‘otros gastos de gestión’. A su vez, se pueden destacar diferentes líneas de gastos:

- Consumo de materias primas y otras materias primas consumibles. Donde se incluye fundamentalmente las compras y consumos de material deportivo de los equipos.
- En España aparecen ‘otros gastos de gestión corriente’ donde se incluyen contribuciones obligatorias reguladas en el Real Decreto 5/2015¹⁶. Entre ellas destacan Servicios exteriores (arrendamientos de activos, reparaciones y conservación, primas de seguro...etc.), tributos, desplazamientos (especialmente

¹⁶ Real Decreto-ley 5/2015, de 30 de abril, de medidas urgentes en relación con la comercialización de los derechos de explotación de contenidos audiovisuales de las competiciones de fútbol profesional.

elevado en equipos que participan en altas competiciones) o gastos de gestión y adquisición de jugadores.

Teniendo en cuenta las fuentes de ingreso y de gasto definidas anteriormente, así como la amortización, seremos capaces de estimar el Resultado de Explotación para posteriormente poder realizar una valoración del club. Sin embargo, además de comentar la naturaleza de los ingresos y los gastos, surgen dos aspectos fundamentales necesarios. El tratamiento de los jugadores y su inclusión o no como Inversión en bienes de capitales¹⁷ por un lado; por otro, la definición de las Necesidades Operativas de Fondos¹⁸ y los aspectos que consideraremos para calcularlo.

6.3. Tratamiento financiero de los jugadores: inclusión o no en el Capex

Los jugadores se incluyen contablemente dentro del Inmovilizado Intangible de acuerdo con el Plan General de Contabilidad. Sin embargo, hoy en día, la contabilización de jugadores de La Liga suele generar problemas y discusiones por las discrepancias existentes entre valor contable y valor de mercado.

Esta partida del activo es de gran importancia cualquiera que sea la Entidad Deportiva que estemos tratando. Se incluyen todos los derechos de jugadores valorados a precio de adquisición, que es el precio que se paga al equipo de procedencia del jugador. La amortización de estos se hace de manera lineal y teniendo en cuenta la duración del contrato de cada jugador. A fecha de cierre, se activan los costes que impliquen una mejora de contrato, a la vez que se contabilizan pérdidas o correcciones ocasionadas por deterioro de valor.

El activo intangible fluctúa continuamente, a lo que los clubes tratan de adaptarse de la mejor manera posible. Sin embargo, encontrar el valor de mercado de un jugador es complicado dada la inexistencia de un mercado activo, la dificultad de encontrar transacciones similares y los cambios impredecibles que pueden producirse en un día que afecten al valor de mercado (lesiones, consecución de títulos...etc.). Por tanto, como

¹⁷ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: CAPEX

¹⁸ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: NOF

establece el Real Madrid en las Cuentas Anuales del club, hasta el momento de la venta resulta muy complicado determinar de manera objetiva y razonable el valor de cada uno de los activos del inmovilizado intangible.

Es muy complicado determinar el valor de mercado de un jugador. Ya no solo es complicado detallar los ingresos que generan para un equipo en materia de camisetas vendidas u otros productos de marketing, sino que es prácticamente imposible cuantificar la riqueza que aportan al club en base por ejemplo a prestigio o imagen que generan del club.

Los clubes por tanto han de contabilizar a los profesionales a través del valor contable ajustado. Matizando que lo que se compran son los contratos y no los jugadores en sí, el club contabiliza el coste de la adquisición y ha de establecer las correcciones de valor necesarias y siempre bajo indicios claros o evidencias objetivas para tratar de proporcionar el valor objetivo de los jugadores.

El Capex se define como “el gasto que una empresa realiza en bienes de equipo y que genera beneficios para una compañía, bien sea a través de activos fijos o a través de un aumento en el valor de los activos fijos ya existentes”. Dentro de esta partida, por tanto, habrá que incluir cualquier tipo de inversión realizada en la mejora de instalaciones deportivas (en el caso del Real Madrid como hemos adelantado y desarrollaremos más adelante la inversión en el nuevo Santiago Bernabéu) así como la amortización de los activos que aparecen en el presupuesto del año de valoración. Incluimos también por tanto la inversión en jugadores dentro del Capex.

Es importante tener en cuenta la actividad del inmovilizado intangible. En la actividad de los clubes de fútbol se establece un límite de jugadores pertenecientes a la plantilla, por lo que una actividad de gestión ordinaria es la actividad de traspaso de jugadores en un club de fútbol. Como veremos posteriormente con el análisis del Real Madrid, estos costes los incorporamos en este caso como gastos operativos a pesar de que en determinadas situaciones se realicen beneficios en lugar de pérdidas. Lo incorporamos para realizar el cálculo del EBITDA.

Para valorar posteriormente el Capex, haremos uso de las Cuentas Anuales, así como de los presupuestos fijados para el año. Nos tendremos que fijar en años anteriores para tratar de establecer una tasa apropiada de crecimiento del CAPEX.

6.4. Tratamiento financiero de las NOF

Las NOF de acuerdo con autores como Damodaran (2006) o Baños-Baballero (2014) representan la inversión requerida para poder llevar a cabo las operaciones corrientes de una empresa. Suponen una inversión a representar con la siguiente expresión:

$$N.O.F. = Existencias + Clientes - Proveedores$$

En este caso, consideramos esta medida de gestión de liquidez más oportuna que el análisis del fondo de maniobra, puesto que este último tiene en cuenta la partida de tesorería que es muy volátil en equipos de fútbol dada la variabilidad de traspasos de jugadores de cada año.

En las N.O.F. a la hora de analizar un club de fútbol es habitual observar las siguientes partidas, entre otras:

- Deudores por traspasos de jugadores
- Existencias
- Deudores por ingresos de explotación
- Acreedores comerciales
- Tesorería (hay que tenerla en cuenta descontándola del activo corriente). En muchas ocasiones aparece en el balance como efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

Puede hacerse una estimación de las NOF en base al porcentaje promedio sobre ventas, como veremos posteriormente en el análisis de las NOF del Real Madrid, que serán necesarias para el posterior cálculo de los Flujos de Caja.

7. Análisis financiero del Real Madrid

Como hemos especificado anteriormente siguiendo a Damodaran (2006), puesto que las características de los activos influyen en la valoración, vamos a hacer un análisis de los principales activos del Real Madrid. Haremos el estudio partiendo de las Cuentas Anuales correspondientes a 2016/2017 puesto que son las más actualizadas¹⁹.

Es importante también realizar un análisis de las principales fuentes de ingresos y gastos del club, teniendo en cuenta la clasificación que hemos desarrollado anteriormente y analizando aquellas que tienen repercusión en el cálculo de los flujos. Realizar un análisis financiero del sector supone uno de los pasos necesarios para llevar a cabo una buena proyección de flujos de caja.

En el caso del Madrid como ya mencionábamos, al no ser SAD puede dedicar su actividad a la práctica de más de un deporte, y en sus cuentas anuales incluye las cifras relacionadas con el Baloncesto²⁰

“A 30 de junio de 2017 y de 2016 el Club posee el 100% del capital social de la sociedad Real Madrid Consulting (Beijing) Co, Ltd. Sociedad constituida el 24 de marzo de 2015 con un capital social de 150 miles de dólares (USD) y con inicio de su actividad el 1 de julio de 2015” (Real Madrid Club de Fútbol, 2016-2017).

Sin embargo, el Club no realiza cuentas consolidadas con la sociedad anteriormente mencionada, dado que de acuerdo con el artículo 7 del RD 1159/2010²¹, se considera que no existe ningún interés significativo de parte de la sociedad dependiente, ni individual ni en conjunto, para representar la imagen fiel de la situación financiera y de los resultados del grupo.

El posterior análisis del balance de situación y de la cuenta de pérdidas y ganancias se hace en base a datos de referencia publicados en el Informe Económico 2016-2017 e Informe de Auditoría, así como del Informe de Gestión 2016-2017. También a la hora de

¹⁹ La cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Balance de situación aparecen disponibles en los Anexos. Haremos alusión a ambos Estados mediante tablas y gráficas.

²⁰ Ambas las trataremos de forma conjunta, puesto que se ambas conforman las cuentas del Real Madrid Club de Fútbol.

²¹ De formulación de cuentas anuales consolidadas que regula la dispensa de la obligación de consolidar

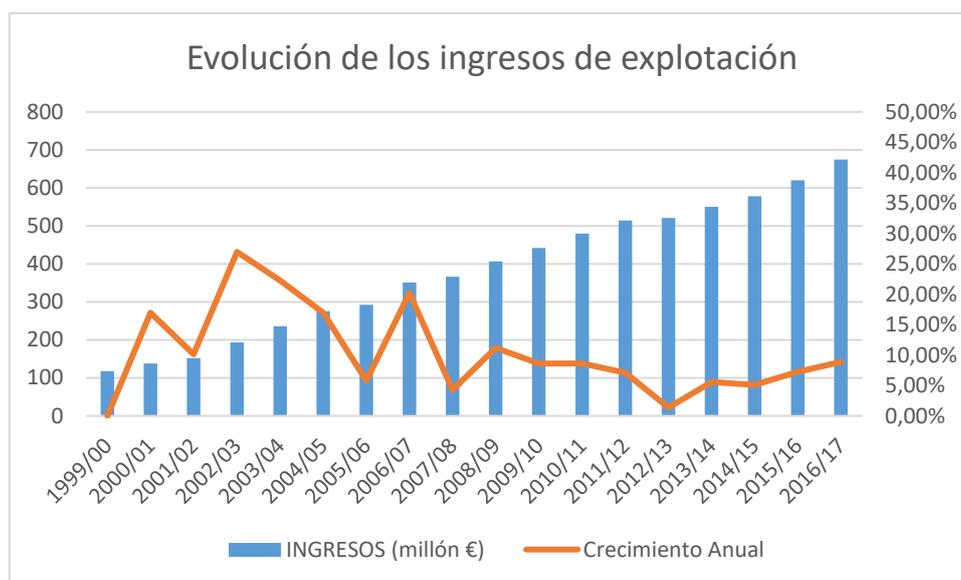
analizar determinadas variables haremos uso de las Cuentas Anuales publicadas años atrás.

La realización de este análisis nos servirá para tratar de definir la variable de crecimiento de cada una de las partidas de ingresos y gastos que tenemos en cuenta a la hora de realizar la valoración.

7.1. Análisis de las principales fuentes de ingreso

Como ya mencionábamos con anterioridad, los ingresos de explotación de los clubes de fútbol y por tanto del Real Madrid han aumentado con el paso de los años. Este Club precisamente se encuentra en la élite del deporte español y europeo, y ha experimentado los cambios en la tipología y naturaleza de ingresos.

Gráfico 1 – Ingresos de explotación



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

En el caso del Real Madrid, los ingresos de explotación han tenido un ritmo medio de crecimiento anual del 11% desde la temporada 1999/00. La primera cuestión por resolver viene cuando analizamos los datos en relación con la variable tiempo. Coger datos temporales de 17 años teniendo en cuenta los cambios que ha sufrido esta industria resulta poco apropiado. En el anexo tres encontramos detalladas las tasas de crecimiento de los últimos años. Se puede observar que hay crecimientos del 20% y del 27% en los primeros

años que distorsionan la media y la desviación típica. Por ese motivo, escogemos datos de ocho años atrás. Así, por un lado, evito las distorsiones ocasionadas por el cambio en la industria, y dispongo además de datos suficientes que incluyan años con mayor y menor participación en competiciones, recogiendo por tanto datos suficientes para estimar un crecimiento futuro.

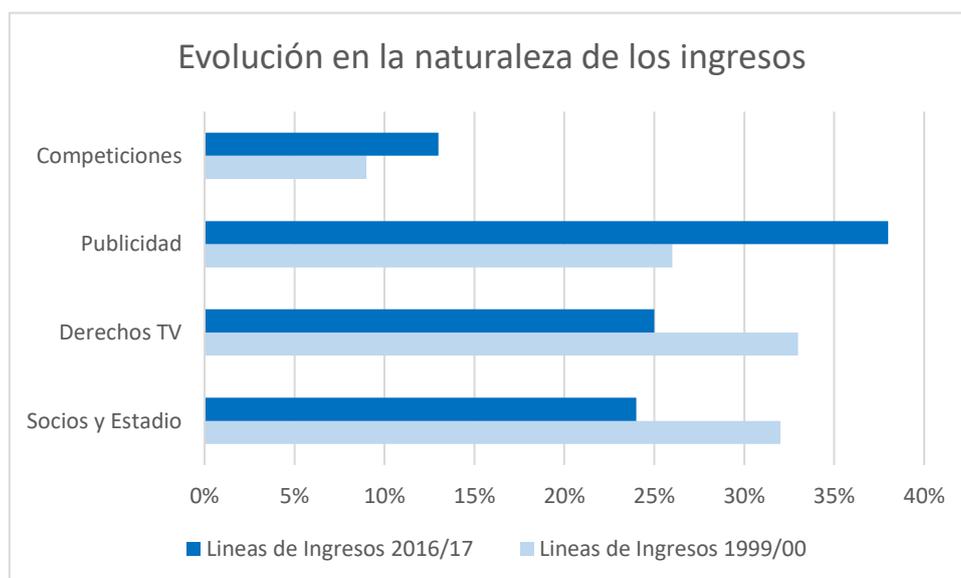
Tabla 2 – Resumen crecimiento de ingresos

| | Espacio temporal | |
|-------------------|------------------|--------|
| | 17 años | 8 años |
| Crecimiento medio | 11,01% | 6,55% |
| Desviación típica | 8,14% | 0,45% |

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

Así, como observamos en la Tabla, utilizando 8 años como espacio temporal el crecimiento medio anual de los ingresos de explotación es de 6,55%, una cifra que se ajusta mucho mejor y está más en línea con un crecimiento estable a lo largo del tiempo. Observamos que la desviación típica es 0,45%, cifra mucho más fiable para establecer la tasa de crecimiento a futuro.

Gráfico 2 – evolución en la naturaleza de los ingresos



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

En cuanto a la evolución en la tipología de ingresos, mencionábamos que en la temporada 2000 la Televisión ya representaba una buena parte de los ingresos del Club. Tal y como establecen en las cuentas anuales, el objetivo es reducir paulatinamente el peso de los ingresos de televisión de Liga y Champions League a la par que se aumentan el resto de los ingresos. El objetivo es conseguir diversificación para conseguir estabilidad económica. Cuanto menos representativa sea una fuente de ingreso determinada, mayor capacidad dispondrá para amortiguar oscilaciones derivadas del desarrollo de la actividad deportiva.

La partida que más reducción experimenta es la de Socios y Estadio. Si hacemos referencia a los datos, hay una reducción del 32% al 24%. Principalmente la caída se debe a la partida de socios que como veníamos diciendo se reduce con el paso de los años, y trata de mantenerse con inversiones en instalaciones y otros ingresos de Estadios y pabellones deportivos.

A continuación, utilizando exclusivamente datos de las ocho últimas temporadas, haremos el desglose de los ingresos teniendo en cuenta las cuatro principales fuentes que hemos determinado con anterioridad.

Tabla 3 – Principales líneas de ingreso

| | Crecimiento medio | Desviación típica | Mediana |
|------------------|-------------------|-------------------|---------|
| Socios y Estadio | 1,33% | 0,70% | 0,67% |
| Derechos TV | 2,70% | 1,09% | 1,91% |
| Publicidad | 10,53% | 8,91% | 7,32% |
| Competiciones | 18,49% | 29,43% | 15% |

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

Observamos la diferencia que hay utilizando la media y la mediana. Para hacer buen uso de la media y establecer una tasa de crecimiento estable habría que hacer un estudio más en profundidad de la desviación típica y de los sucesos responsables de la misma. Además, dada la elevada desviación típica del concepto competiciones ligado a la volatilidad de este, haremos uso de la mediana pues se considera más representativa y más acorde al crecimiento medio de los ingresos totales de explotación mostrados anteriormente. En el Anexo 4 encontramos el desglose de cada línea de ingresos de los últimos ocho años.

Los socios contribuyen tanto por las cuotas como por abonos, una cifra total del 7,4%, representando una caída del 0,7% y del 2,4% respecto de las temporadas 2015/16 y 2009/10 respectivamente. Lo que mantiene un crecimiento del 0,67% en la partida Socios y Estadio por tanto son los ingresos derivados del Estadio Santiago Bernabéu y el Pabellón de Baloncesto (palacio de los deportes). La medida de dispersión utilizada para esta línea de ingresos refleja bajo dispersión por lo que nos quedamos con la tasa de crecimiento del 0,67%.

Resalta la estrategia llevada a cabo por Florentino Pérez desde su llegada al club blanco. Se dio inicio al Madrid galáctico, cuyo objetivo no era otro que atraer a las principales estrellas del momento. A pesar de que no resultó ser un modelo tan exitoso como se esperaba en el aspecto deportivo (Gay de Liébana, 2016), han disparado en los últimos años los ingresos por publicidad y marketing, con la llegada de jugadores estrella como Cristiano Ronaldo o Gareth Bale que tienen un impacto mediático muy notorio.

Los ingresos por publicidad han ido en aumento. Podemos observar que tanto publicidad como competiciones son aquellos que más desviación típica tienen, puesto que son los más ligados al desempeño deportivo del equipo. Las temporadas de mejor actuación de los equipos van acompañadas de mayores ingresos. Así, como se observa en el Anexo cuatro, hay fundamentalmente dos aumentos extraordinarios en la partida de ingresos de publicidad y marketing. Esto se debe a la consecución de títulos importantes en los años anteriores; al alcanzarse los títulos a finales del ejercicio económico, las consecuencias materiales se reflejan fundamentalmente el ejercicio posterior (mejoras de contrato de publicidad, más venta de camisetas, mejora de derechos de *merchandising*...etc.).

Emirates y Bwin destacan entre los patrocinadores del Club (además de Telefónica, Adidas, Audi o Nivea). Bwin pasó de aparecer en las camisetas de los jugadores a convertirse en socio digital, mientras que Emirates firmó un contrato en 2013/14 con el Club fijado en 30 millones (Pacheco, 2017), el actual aumento firmado a final de la temporada pasada ronda los 40 millones de euros por temporada. Esto, sumado al incremento del resto de ingresos comerciales y publicitarios por la consecución de dos títulos europeos consecutivos justifican el extraordinario incremento del 36% en la partida de marketing. Por la distorsión que produce, utilizamos como tasa de crecimiento la mediana mostrada en la tabla del 7,32%.

Los ingresos por competiciones reflejan una dispersión demasiado elevada. A pesar de que representan el menor porcentaje respecto al total de los ingresos (la temporada 2016/17 un 11%), es una partida importante. Coincide que los ingresos aumentan más las temporadas 2013/14, 2015/16 y 2016/17, dado que el desempeño del club blanco en Europa es bueno alcanzando los tres años el título de la Champions League. Dada la incertidumbre de esta línea, escogemos también la mediana suponiendo entonces una tasa de crecimiento del 15%.

Por último, en cuanto a los ingresos televisivos, pese a que desde el año 2000 y años atrás, los ingresos por derechos televisivos venían pisando fuerte, las regulaciones han provocado que se estabilice dicho crecimiento. Aunque siempre hay más ingresos en proporción al desempeño futbolístico, teniendo en cuenta que el Madrid se ha encontrado en la élite los últimos años, se estabiliza el crecimiento. La tasa de crecimiento escogida es la mediana, del 1,91%

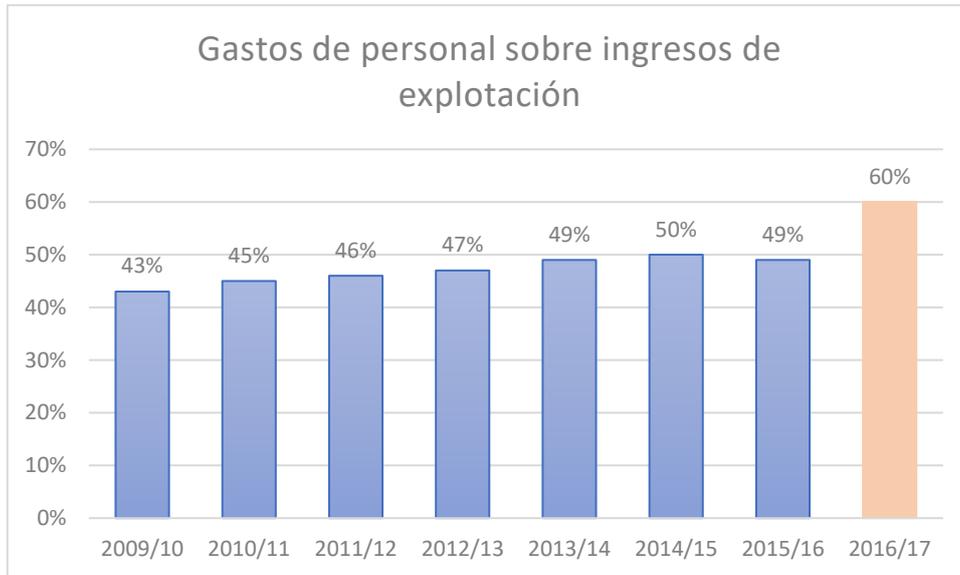
7.2. Análisis de los gastos con relación a los ingresos

En cuanto a los gastos incurridos por el Club, no podemos entrar tanto en detalle por falta de información de Sueldos y Salarios, Primas y pagos por derechos de imagen.

Sin embargo, una buena medida para los gastos de personal es el indicador ‘Gastos de personal sobre ingresos de explotación’. Es un indicador utilizado internacionalmente y recomendado por la Asociación Europea de Clubes, que marca el valor máximo en 70% y el de excelencia en 50%.

Mientras que los últimos años se ha mantenido este indicador muy cercano a los valores de excelencia, este último año se ha incrementado como vemos a continuación.

Gráfico 3 – gastos sobre ingresos de explotación



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

Observamos un claro aumento este último ejercicio debido fundamentalmente al pago de primas asociadas a un año de grandes logros deportivos. Concretamente, la consecución de cuatro títulos (Liga de Campeones, Liga, Mundial de Clubes y Supercopa de Europa) son los responsables de este aumento, ya que según las Cuentas presentadas: “Sin el impacto de las primas, el valor del ratio se situaría en un 53%” (Real Madrid Club de Fútbol, 2016-2017).

Sin embargo, para evaluar los gastos del club en función de los ingresos de este, analizaremos el resultado de explotación antes de amortizaciones o EBITDA antes de enajenación del inmovilizado. Es lo que utilizamos para medir qué excedente operativo alcanza el club una vez deducidas las fuentes de gasto que detallábamos en el epígrafe de cambios en la naturaleza de gastos.

Tabla 4 – Ebitda antes de enajenación de inmovilizado

| Temporadas | EBITDA antes de enajenación del inmovilizado |
|------------|--|
| 2009/10 | 112 |
| 2010/11 | 148 |
| 2011/12 | 134 |
| 2012/13 | 132 |
| 2013/14 | 125 |
| 2014/15 | 135 |
| 2015/16 | 163 |
| 2016/17 | 86 |

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

Como observamos en la tabla, se ha obtenido una cifra considerablemente más baja que la del año anterior, debido a los logros previamente comentados. La cifra se sitúa en 86 millones € frente a los 163 millones € del año anterior, representando un 12,7% sobre los ingresos totales (675 millones €) lo que supone que por cada 100€ de ingresos se han obtenido 26 euros de excedente una vez cubiertos los gastos.

Sin embargo, como mencionábamos anteriormente, hay que tener en cuenta que el traspaso de jugadores es una actividad ordinaria del club. El Real Madrid se encuentra en una situación poco usual en los equipos de fútbol, y es que ha realizado beneficios de 40 millones € de media los últimos cuatro años. Mientras que la temporada 2015/16 no realizaron ni beneficios ni pérdidas en esta partida, el ejercicio 2016/17 realizaron beneficios de 52 millones €. Así, por tanto, el EBITDA ha evolucionado las últimas temporadas de la siguiente manera.

Tabla 5 - Ebitda

| Temporadas | EBITDA |
|------------|--------|
| 2009/10 | 146 |
| 2010/11 | 151 |
| 2011/12 | 154 |
| 2012/13 | 150 |
| 2013/14 | 165 |
| 2014/15 | 203 |
| 2015/16 | 163 |
| 2016/17 | 138 |

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

Dado el desempeño del club, puede resultar extraño que el EBITDA disminuya. Como resalta el club en sus cuentas anuales: “Sin el efecto de los títulos, el EBITDA del ejercicio 2016/17 hubiera sido de 180 millones €” (Real Madrid Club de Fútbol, 2016-2017). Resulta extraño puesto que dicha afirmación genera la duda: Si no se ganan títulos, ¿el EBITDA aumenta?; la respuesta se asocia a, como mencionábamos antes, un aumento considerado de las primas pagadas a todo el personal por los logros deportivos.

Además, “la evolución del EBITDA en los últimos años es el resultado de una gestión económica que persigue la mejora de la rentabilidad a través de un esfuerzo combinado de crecimiento de ingresos y contención de costes” (Real Madrid Club de Fútbol, 2016-2017). Si analizamos media y mediana los valores de crecimiento del EBITDA estos últimos años son muy próximos a 0, por lo que se deduce que los ingresos que se generan unos años por determinadas consecuciones se compensan con gastos en primas y otros gastos adicionales. Además, los ingresos generados de traspasos en las últimas cuatro temporadas compensan los años anteriores haciendo que el crecimiento sea próximo a cero.

7.3.Principales partidas del Balance de Situación

Las partidas más importantes del Balance a analizar son aquellas que guardan relación con los flujos de caja libre del Real Madrid club de fútbol, que necesitaremos para posteriormente realizar la valoración.

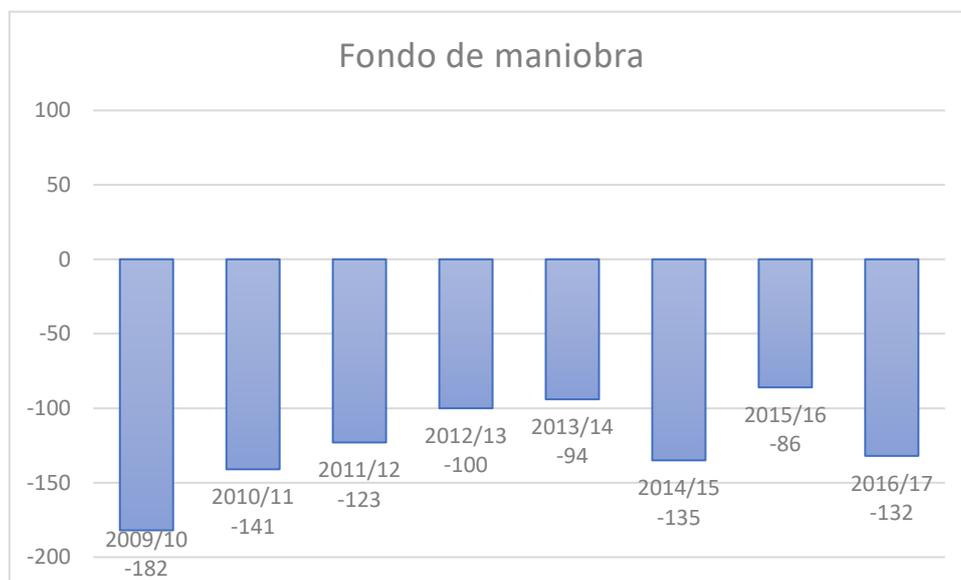
En este caso, comenzamos por el Capex. A la hora de hablar del Capex en el club de fútbol hacemos referencia a las inversiones realizadas por el mismo. Las inversiones del Club han ido evolucionando desde el año 2000. Además de inversión en jugadores, se ha destinado una parte muy relevante de las inversiones a construcción y mejora de instalaciones, así como al desarrollo tecnológico. Al ser complicado de estimar en función de datos pasados cuáles van a ser las inversiones futuras en Capex, tendremos que hacer uso de los presupuestos presentados por el Club para la temporada 2017/18.

Para el Capex, tendremos en cuenta la estimación de amortización de los activos, más la parte proporcional que se destine al Estadio durante los años que formen nuestro horizonte temporal. En el caso de la amortización del inmovilizado intangible los presupuestos lo sitúan en 102.421€; y según adelantábamos antes el nuevo Bernabéu supondrá una inversión de alrededor de 400 millones de €, de los que incluiremos un tercio aproximadamente 133 millones € que dividiremos entre los años de proyección de los flujos de caja.

En cuanto al estudio de las NOF, hacemos referencia al Balance de Situación presentado en el Anexo 1. Para comprobar la gestión de liquidez del Real Madrid también podríamos hacer referencia al Fondo de Maniobra que presenta en las Cuentas Anuales, que se constituye de los recursos de los que dispone una compañía a corto plazo. Indica la parte del Activo corriente que está siendo financiada por capitales permanentes²²; por lo general, una empresa tendrá buena salud cuando el fondo de maniobra sea positivo (Lorenzana, 2012).

²² Compuestos por Pasivo No Corriente y Patrimonio Neto.

Gráfico 4 – Fondo de Maniobra



Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

A pesar de materializarse el esfuerzo de reducir el Saldo del Fondo de maniobra, los últimos 8 años han sido negativos. Este último ejercicio en concreto, se aprecia un saldo negativo de hasta 132 millones €. Sin embargo, no significa que el Real Madrid se encuentre en situación de quiebra. La dinámica operativa de este tipo de empresas tiene la peculiaridad de tener saldos acreedores a corto plazo que son renovados año a año, por lo que van a existir por importe similar al cierre de cada ejercicio. Como indica el club, estos saldos no suponen deuda ni constituyen problemas de liquidez o continuidad en las operaciones. Además, el beneficio observable en la cuenta de pérdidas y ganancias²³ junto a un elevado colchón de Tesorería que aumenta en el ejercicio 2016/17 hasta los 178 millones €, evitan una situación de quiebra o suspensión de pagos que podría temerse por tener el fondo de maniobra en negativo.

Sin embargo, a la hora de comprobar la gestión de liquidez en función de las NOF, observamos que estas son positivas.

²³ Ver Anexo 2

Tabla 6 - NOF

| Necesidades Operativas de Financiación | | |
|---|----------------|---------------|
| Miles € | 30/06/2016 | 30/06/2017 |
| Deudores por ingresos de explotación | 64.597 | 105.047 |
| Existencias | 2.579 | 2.551 |
| Deudores por traspasos de jugadores | 52.626 | 19.754 |
| Efectivo y otros activos líquidos | 211.485 | 177.988 |
| Acreeedores comerciales | 210.041 | 260.024 |
| Necesidades Operativas de Financiación | 121.246 | 45.316 |
| Variación de las NOF sobre los ingresos | 19,56% | 6,71% |
| PROMEDIO VARIACION | 13,13% | |

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

A partir de la información contenida en el cuadro, podemos estimar cuales van a ser las NOF de los próximos años y podremos calcular las variaciones que incluiremos en los flujos de caja. Como bien indicábamos en el epígrafe para el tratamiento de las NOF, la estimación la haremos en función del porcentaje promedio sobre ventas. Al disponer de datos detallados de las últimas dos temporadas, haremos la proyección en función del promedio de ambos años como veremos a la hora de calcular los flujos de caja.

Destaca la diferencia de un año a otro sobre todo en determinadas partidas del Activo Corriente que hemos utilizado. El Activo Corriente presenta una disminución de 23 millones; de las partidas utilizadas destaca por un lado la disminución de 33 millones € del importe de deudores por traspaso de jugadores, debido a “mayor cobro realizado en el ejercicio del saldo anterior que la suma del saldo generado por nuevos traspasos más el trasvase realizado desde el saldo de largo plazo del ejercicio anterior” (Real Madrid Club de Fútbol, 2016-2017). Y por otro lado destaca el aumento de 40 millones € de

deudores comerciales, debido a como ya comentábamos antes, el incremento de ingresos derivado del patrocinio y los logros deportivos.

Hemos tenido en cuenta Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar como la cuenta proveedores que utilizaríamos en una empresa corriente. Podemos encontrar en esta partida los elementos que financian la operativa del Real Madrid en el corto plazo, y que podemos desglosar conforme a la siguiente tabla:

Tabla 7 – Acreedores Comerciales

| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar | | |
|---|----------------|----------------|
| Miles € | 30/06/2016 | 30/06/2017 |
| Acreedores por compras y prestación de servicios | 61.470 | 62.168 |
| Entidades deportivas acreedoras por prestación de servicios | 4.533 | 783 |
| Personal deportivo | 138.746 | 189.939 |
| Personal no deportivo | 5.292 | 7.134 |
| Total Acreedores comerciales | 210.041 | 260.024 |

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

En este caso, no incluimos para el cálculo de las NOF las líneas de otras deudas con las Administraciones públicas, ni las del Pasivo por impuesto corriente.

Una vez hemos definido las líneas de ingreso con sus respectivos crecimientos, así como los gastos, el Capex y las NOF, podemos entrar a desarrollar el modelo que nos de el valor intrínseco del club, y que representará el precio por el que el Real Madrid debería salir a bolsa, completando así el objetivo del estudio.

8. Modelo de Flujos de caja descontados

Según Fernández (2008: 9): “el valor de las acciones de una empresa, suponiendo su continuidad, proviene de su capacidad para generar flujos de caja para los propietarios de las acciones”.

La empresa es considerada como un generador de flujos de caja, y el método consiste en el cálculo del valor actual de los mismos utilizando la tasa de descuento apropiada. Ese valor actual obtenido representa el valor de la empresa, y la tasa de descuento mide por un lado el riesgo que soportan los flujos, y por otro el coste de oportunidad de realizar inversiones alternativas. Realizar el descuento es necesario puesto que no es lo mismo contar con unos determinados fondos ahora que en un tiempo futuro.

La tasa de descuento utilizada va a variar en función de los Flujos de caja que vayamos a emplear. Resumidos en la tabla, aparecen los principales flujos de caja con las correspondientes tasas de descuento a aplicar con cada una de ellas.

Tabla 8 – Flujos de caja y Tasas

| Flujo de Caja | Tasa de descuento |
|----------------------|--------------------------|
| FCF | CMPC |
| FC accionistas | Ke |
| CCF | CMPC (AI) |

Fuente: elaboración propia

Si el objetivo es la obtención del valor total, los flujos de caja a utilizar son los Flujos de caja libre o ‘Free Cash Flow’²⁴, y la tasa de descuento correspondiente es el Coste Medio Ponderado de Capital²⁵. Sin embargo, si utilizamos el Flujo de caja para accionistas, la tasa correspondiente equivale al coste específico de éstos (Ke). Y finalmente, si se utilizase el Flujo de caja para los Capitales²⁶, la tasa apropiada de descuento es CMPC Antes de Impuestos (AI).

En el caso de la valoración del Real Madrid, puesto que buscamos hacer la valoración total del Club, vamos a hacer el estudio con Flujos de Caja Libre que estimaremos posteriormente.

²⁴ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: FCF

²⁵ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: CMPC ó WACC

²⁶ En adelante lo citaremos a través de su acrónimo: CCF

Damodaran (2006) y Fernández (2008) son dos autores que consideran este método uno de los métodos más correctos de valoración. Además, establecen los ingredientes necesarios para desarrollar con eficacia el modelo:

- Flujos de caja libre, con la correspondiente proyección de crecimiento de los flujos de caja con el paso de los años.
- Establecer la tasa de descuento de flujos. Esta tasa establece el coste de financiación de los activos, y en nuestro caso como ya hemos mencionado utilizaremos el CMPC o WACC.
- Calcular el Valor Residual de la empresa.

La expresión analítica del modelo se corresponde con la siguiente fórmula²⁷:

$$Enterprise\ Value = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Q_i}{(1 + Kt)^i}$$

Si utilizásemos esta expresión, sería necesario realizar una proyección de todos los flujos que se espera obtener en el futuro, por lo que Damodaran (2006) y Fernández (2008) plantean una serie de alternativas a utilizar con el fin de solucionar el problema.

En primer lugar, un modelo de crecimiento constante. Que consiste en calcular el valor de la empresa bajo la hipótesis de que los flujos de caja tienen una tasa de crecimiento (g) que es constante y perpetua en el tiempo. Es de las dos alternativas la más sencilla pero menos eficaz, y más teniendo en cuenta la dificultad de previsión de flujos de caja del Real Madrid por la naturaleza de sus ingresos.

En segundo lugar, como ya mencionaba anteriormente, se incluiría el cálculo del valor residual a partir de un determinado horizonte temporal. Actualizando los flujos de caja a la tasa de descuento apropiada (CMPC) y sumando el valor residual descontado, obtenemos el valor de la empresa. Esta última alternativa será la utilizada en nuestra valoración, y responde a la siguiente ecuación:

²⁷ Donde:

Enterprise Value = Valor total empresarial. En adelante lo citaremos a través de su acrónimo EV

Q_i = Flujos de caja futuros

Kt = Coste o tasa de descuento. En nuestro caso CMPC

$$EV = \frac{CF1}{(1 + CMPC)} + \frac{CF2}{(1 + CMPC)^2} + (\dots) + \frac{CFn + Valor\ residual}{(1 + CMPC)^n}$$

8.1. Cálculo del Coste Medio Ponderado del Capital

Acorde a Fernández (2008; 12) “el WACC se calcula ponderando las rentabilidades exigidas a la deuda (Kd) y a las acciones (Ke), en función de la estructura financiera de la empresa”. El cálculo del CMPC se corresponde con la siguiente fórmula:

$$CMPC = \frac{(E \times Ke) + (D \times Kd \times (1 - T))}{E + D}$$

Siendo:

- E: valor de los recursos propios
- Ke: coste de los recursos propios
- D: valor de los recursos ajenos
- Kd: coste de los recursos ajenos
- T: tasa impositiva

Empezaremos calculando el coste de los recursos ajenos. El club establece que se financia a un tipo de interés referenciado al Euribor, al que se añade un diferencial de mercado. Sin embargo, para el cálculo del Kd, haremos uso de la fórmula: gastos financieros del año 2017 entre el promedio de deuda financiera de la temporada 2016/17.

Consideramos como ‘deuda financiera promedio’ la media de los ejercicios 2015/16 y 2016/17, que asciende a la cantidad de 81.740 miles de €²⁸. En cuanto a los gastos financieros, no incluiremos diferencias de cambio ni gastos financieros de actualización de pasivos financieros. Alcanzamos la cifra de 1.601 miles de €, que dividido por el promedio anterior nos da un **coste de los recursos ajenos de 1,95%**.

A pesar de no representar del todo la realidad, consideramos el valor como un indicador razonable por dos motivos fundamentales; en primer lugar, la rentabilidad-riesgo es

²⁸ Tenemos en cuenta deudas con entidades de crédito de estos años. Sin embargo, no incluimos la partida de otros pasivos financieros dado que no conocemos su naturaleza y si conlleva o no gastos financieros.

superior al activo de la zona Euro libre de riesgo: el Bono Alemán a diez años²⁹; y en segundo lugar, consideraremos 1,95% un dato válido siempre que el coste de los recursos propios que calcularemos posteriormente sea superior a este.

Para el cálculo de los recursos propios haremos uso del Modelo de Valoración del Precio de los Activos Financieros o CAPM. Según autores como Dapena (2014) ó Fernández (2008) es un modelo utilizado frecuentemente para determinar la tasa de rentabilidad que requiere un activo determinado, y se define con la siguiente fórmula:

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

Donde:

- Rf representa el activo libre de riesgo, que como mencionábamos con anterioridad a día 06 de mayo de 2018 presenta una rentabilidad de **0,559%**.
- Rm – Rf: se define como la prima de riesgo de mercado. Andrés de Rozas (2015) realiza un trabajo de investigación sobre la Prima de Riesgo País en el modelo CAPM, y establece que podemos simplificar el estudio utilizando como dato la prima de riesgo de un país en concreto. Por ser una industria global, al diferencial entre el bono español y el alemán le añadimos un porcentaje, estableciendo una **prima de riesgo para este modelo del 4%**.
- βi representa la volatilidad de un determinado activo con respecto a la volatilidad de mercado. Generalmente, la beta se relaciona al tipo de negocio de cada empresa, presentando betas menores a uno aquellos negocios más estables y betas mayores a uno aquellos negocios más inestables (Ucha, 2018).

El problema surge dado que el Real Madrid no cotiza en bolsa y no aparece público el dato de su Beta. Por ese motivo, utilizaremos las Betas de empresas comparables que en este caso son otros equipos de fútbol que sí cotizan en bolsa y cumplan determinados requisitos de similitud.

²⁹ A día 06/01/2017 presenta una rentabilidad del 0,559%.

Cuando elegimos comparables, el fútbol como concepto globalizado nos permite elegir clubes de fútbol que pertenezcan a otros países europeos. Uno de los requisitos fundamentales de elección de comparables, es elegir equipos que hayan participado en los últimos años en la Liga de Campeones, y que se hayan situado en la parte alta de la clasificación las últimas temporadas. Dos requisitos que según Hitchner (2003) son necesarios son: similitud en riesgo-negocio, y similitud en riesgo financiero. Ambos se cumplen en la elección de comparables. Las características que hemos especificado en cuanto a ingresos y gastos se aplican a todos los equipos europeos (a pesar de las diferencias puntuales entre países), y sobre todo a aquellos equipos situados en la élite de sus respectivas ligas.

La cuestión por estudiar una vez elegidas las empresas comparables es el nivel de endeudamiento en unos clubes y otros. A pesar de la globalización de la industria, las condiciones legales de cada país y la situación de los clubes hacen que el nivel de endeudamiento sea muy distinto entre unos y otros. Por ese motivo, a las betas que obtenemos de clubes cotizados, le aplicaremos la fórmula que nos permita obtener una beta des-apalancada (que es la que utilizaremos por no tener en cuenta la estructura de capital de los clubes).

$$\beta l = \beta u * \left[1 + \left(\frac{D}{E} \right) * (1 - t) \right]$$

Donde:

- βl : representa la Beta apalancada de los equipos de fútbol, a la que tenemos acceso dado que cotizan en bolsa y es un dato público.
- βu : representa la Beta sin tener en cuenta la estructura de capital. Utilizaremos este valor para realizar el promedio de todas las Betas. Una vez obtenido el promedio, utilizaremos la fórmula de nuevo con la estructura de capital del Real Madrid para obtener la Beta apalancada del Real Madrid, la cual utilizaremos para el cálculo del Ke.

Teniendo en cuenta una tasa impositiva del 25% para evitar el efecto de diferencias fiscales en los diferentes países, vemos explicado en la siguiente tabla la obtención de la Beta del Real Madrid.

Tabla 9 – Betas

| Comparables | Beta Apalancada | Beta Des-Apalancada |
|------------------------|-----------------|---------------------|
| Manchester United | 0,58 | 0,32 |
| Borussia Dortmund | 0,22 | 0,18 |
| Juventus | 0,77 | 0,30 |
| Sport Lisboa e Benfica | 1,18 | 0,21 |
| Oporto | 0,71 | 0,33 |
| Real Madrid | 0,39 | 0,27 |

Fuente: elaboración propia a partir de Reuters.com y Cuentas Anuales 2016/17

En el Anexo 5 podemos observar más en detalle la obtención de las Betas. Hemos hecho uso de la media de las betas des-apalancadas, añadiendo posteriormente el ratio de deuda contra capital total del Real Madrid, que es de 57,11%.

La Beta obtenida es 0,39, calificable al ser inferior a 1 como Beta Defensiva (Hitchner, 2003). Encontramos coherencia en el resultado puesto que el Real Madrid no presenta una deuda muy elevada en su balance y una de las consecuencias de tener Beta elevada sería el riesgo financiero y el exceso de deuda. Como observamos en la Tabla 9, los equipos con Beta apalancada más elevada son aquellos que presentan mayor nivel de deuda en el balance. Además, la Beta del sector es de 0,57 (Reuters, 2018), por lo que es un club seguro dentro del sector.

Una vez obtenida la Beta, calculamos el coste de los recursos propios que asciende a 2,12%, cifra que como decíamos antes damos por válida por ser superior al coste de los recursos ajenos.

Con el coste de los recursos propios y el de los recursos ajenos, introducimos los datos en la fórmula para obtener un CMPC cercano al 2%. Aunque es una cifra que puede considerarse extremadamente pequeña, es coherente con todos los datos de la fórmula. La Beta no es muy elevada como tampoco lo son la rentabilidad del activo libre de riesgo ni la prima de riesgo. Así, el coste de los recursos propio y ajenos no son muy elevados lo que nos lleva a obtener el 2% que nos permitirá hacer el descuento de los flujos de caja futuros.

8.2. Cálculo de los Flujos de Caja

Como horizonte temporal hemos elegido cinco años para el cálculo de los FCF, dada la inestabilidad de la industria futbolística, y la volatilidad e incertidumbre de los ingresos que anteriormente hemos analizado.

Vamos a plantear dos alternativas para el cálculo de los FCF. En la estimación de estos, haremos referencia al presupuesto oficial presentado por el club para la temporada 2017/18.

La primera opción es partir del EBITDA para hacer el estudio. Previamente hemos analizado el crecimiento de los últimos años tanto del EBITDA antes de enajenación del inmovilizado como del EBITDA. Sin embargo, aunque esta opción parece apropiada, tiene el inconveniente de no presentar una tasa de crecimiento que podamos considerar estable. Como observábamos, el EBITDA va a variar mucho en función de las primas que pagamos a los jugadores, y con el paso de los años tanto media como mediana nos llevan a crecimientos cercanos a cero. Por la imposibilidad de establecer una tasa de crecimiento coherente y estable en el tiempo, descartamos esta opción.

La segunda opción y la que vamos a utilizar, supone partir de los ingresos y las tasas de crecimiento que hemos establecido en apartados anteriores. Además, haremos uso de los datos que aparecen en el Presupuesto 2017/18 presentado por el Club en las Cuentas Anuales, que formarán el primer año de los cinco de la proyección.

Por tanto, los crecimientos de los ingresos van acorde a la mediana presentada en la Tabla 3, donde se presenta el crecimiento de las principales líneas de ingreso definidas en el modelo. En cuanto a los gastos, por falta de datos para hacer un crecimiento anual, se presupone que el incremento anual es del 3%.

La estimación de los ingresos en base a las mencionadas tasas de crecimiento nos va a permitir calcular las NOF, puesto que como mencionábamos antes las calculamos en función de un porcentaje sobre los ingresos de explotación. Podemos observar en la siguiente tabla el porcentaje anual de las NOF y la inversión o desinversión que supone; dato que incluiremos en el cálculo del FCF.

Tabla 10 – Porcentaje de las NOF

| Miles € | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
|---|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Importe Neto de la cifra de negocios | 690.314 | 725.749 | 764.315 | 806.355 | 852.257 |
| % NOF sobre ingresos | 90.670 | 95.325 | 100.390 | 105.912 | 111.941 |
| ΔV NOF | | -4.654 | -5.065 | -5.522 | -6.029 |

Fuente: elaboración propia a partir de las cuentas anuales 2016/17

Se observa un aumento gradual de las Necesidades Operativas de Financiación, que conllevan una salida de caja del club, y por tanto supone añadir en negativo al flujo de caja libre.

Por otro lado, la inversión en Capex hemos hecho referencia a ella en apartados anteriores, donde recordamos establecíamos una inversión constante en Capex formada por amortización ordinaria a la que sumábamos un tercio de la inversión que rondaba los 400 millones de € y que repartimos entre los cinco años de proyección. La amortización la supondremos constante en base a la presentada en el presupuesto de la temporada 2017/18 ante la imposibilidad por falta de datos de estimar de forma más exacta las amortizaciones futuras. Añadiendo la inversión en el nuevo estadio obtenemos el Capex como aparece en la tabla 11.

Tabla 11 - Capex

| Miles € | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Amortización | 102.421 | 102.421 | 102.421 | 102.421 | 102.421 |
| Nuevo Estadio | 26.667 | 26.667 | 26.667 | 26.667 | 26.667 |
| Capex | -129.088 | -129.088 | -129.088 | -129.088 | -129.088 |

Fuente: elaboración propia

Además, hacemos referencia a resultados por enajenaciones al igual que deterioros y pérdidas. Para estimar su valor en los años futuros, utilizamos tanto los datos disponibles de años anteriores como los del presupuesto 2017/18. Hacemos una media y establecemos unos valores de crecimiento que sean constantes. Para la partida deterioros, como no se considera suficientemente representativo exclusivamente con estos años porque dos de ellos son valores muy cercanos a cero, utilizamos también datos de la Temporada 2014/15. Se establece por tanto un crecimiento constante de 33.887 y -3.115 miles de € para las partidas de Resultado por enajenaciones de inmovilizado y deterioros y pérdidas respectivamente.

Por último, para el cálculo del Valor Residual estableceremos una tasa de crecimiento a perpetuidad. La tasa de crecimiento a perpetuidad no presenta un método de cálculo científico (Sánchez, 2014). Teniendo en cuenta las características volátiles de la industria del fútbol, el valor del CMPC previamente calculado, y que según Sánchez (2014) suele considerarse equivalente al importe de la inflación o al crecimiento histórico del PIB, en nuestro caso hemos establecido una tasa ‘g’ igual al **1%**.

Tras el cálculo de los flujos de caja, restaremos el valor que hemos utilizado antes de la deuda del Real Madrid, valorada en 81.740 miles de €. En el anexo 6 podemos encontrar la obtención de valor de los flujos de caja bajo todas las hipótesis y estimaciones anteriores, y un resumen de los FCF y el Valor Residual descontados en la Tabla 11.

Tabla 11- Flujos de caja descontados

| | PROYECCIONES | | | | |
|-----------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|------------------|
| Miles de € | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |
| Flujos de caja | 11.436 | 6.994 | 21.939 | 39.038 | 58.563 |
| Valor Residual | | | | | 5.914.882 |
| FCF descontado | 11.212 | 6.722 | 20.674 | 36.065 | 5.410.333 |

Fuente: elaboración propia

Si tenemos en cuenta la suma de todos los flujos de caja descontados y restamos el valor de la deuda que hemos mencionado, obtendríamos mediante la utilización del modelo de flujos de caja descontados un valor de mercado del Real Madrid aproximado de **5.403,266 millones de €**.

Sin embargo, dar un valor no es el objetivo del trabajo, sino aportar un rango de valores para lo que debemos realizar el análisis por el método de múltiplos que permitirá dar un rango por el que el Real Madrid saldría a cotizar en caso de una OPV.

9. Valoración por el método de Múltiplos

Como ya introducíamos cuando hablábamos de los métodos de valoración, el modelo de múltiplos es muy útil cuando no lo utilizamos de forma aislada. Por ese motivo lo utilizamos como complemento al descuento de flujos realizado en el epígrafe anterior.

Tratamos de estimar el valor de determinados activos utilizando de referencia una variable que es común a activos que se consideran similares (Dapena, 2014). Según este autor, podemos resumir el proceso de valoración en tres fases que posteriormente desarrollaremos:

- Identificación de comparables con la correspondiente obtención de valor de mercado de estos.
- Conversión de valores en estandarizados, dando lugar a múltiplos
- Comparar el valor estándar controlando las diferencias que hay entre los activos que se comparen y que puedan influir en la estimación del valor.

9.1. Elección de comparables

A la hora de calcular la Beta para poder desarrollar el modelo CAPM hemos dado una introducción de las compañías comparables que utilizamos para el Real Madrid. Al no poder tratarse de otros equipos españoles puesto que no cotiza ninguno en bolsa, escogemos otros equipos europeos. Podríamos encontrarnos diferencias culturales, sociales y políticas, pero el concepto global del fútbol facilita la elección de los equipos.

Sin embargo, consideramos oportuno incluir un equipo más a la lista de cinco que antes incluíamos, el SS Lazio de la liga italiana, a fin de que haya más presencia de equipos de las ligas que consideramos de referencia. Todos los equipos presentes comparten sector, y a pesar de que el riesgo-negocio no es el mismo para todos puesto que depende en gran medida del desempeño deportivo del equipo, podemos incluirlos todos en la elección de comparables. A pesar de que en cuanto a riesgo financiero pueden aparecer diferencias según los países que estemos tratando, se presupone que al ser equipos de la Unión Europea todos presentan características de riesgo financiero muy similares.

Para facilitar el cálculo, la capitalización de mercado y el resto de las variables de estudio lo haremos tomando como moneda el euro, puesto que es la moneda que utilizaremos para dar valor de salida a bolsa al Real Madrid. A continuación, presentamos las variables

valor de empresa, capitalización de mercado y deuda neta, que serán necesarios para posteriormente calcular los múltiplos.

Tabla 12 – Comparables

| Millones € | Capitalización Mercado | Deuda Neta | Enterprise Value | EBITDA | EV/EBITDA |
|------------------------|------------------------|------------|------------------|---------|--------------|
| Manchester United | 3.480,93 | 766,39 | 4.247,32 | 199,788 | 21,26 |
| Borussia Dortmund | 549,24 | 98,00 | 647,24 | 61,04 | 10,60 |
| Juventus | 623,30 | 525,19 | 1.148,49 | 111,912 | 10,26 |
| Sport Lisboa e Benfica | 30,93 | 426,76 | 457,69 | 19,17 | 23,88 |
| SS Lazio | 89,13 | 220,02 | 309,15 | 48,44 | 6,38 |
| Oporto | 13,57 | 372,99 | 386,56 | 12,202 | 31,68 |

Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de comparables y Reuters.com

9.2. Elección de los múltiplos

En cuanto a la elección de los múltiplos, hemos considerado apropiado utilizar el múltiplo EV/EBITDA. También habíamos considerado como opción utilizar el múltiplo EV/EBIT; sin embargo, se descarta esta opción dado el estudio que hemos realizado anteriormente en relación con las amortizaciones. A pesar de que son comparables, la amortización de los diferentes clubes puede dar lugar a distorsiones.

Para hacer uso del múltiplo, hemos recurrido a las Cuentas Anuales de los diferentes equipos debido a que, por el hecho de cotizar en bolsa, tienen obligación de publicarlas. Los resultados podemos observarlos en la Tabla 12. Además, dado que los resultados de dicho múltiplo son muy variados, haremos el cálculo del Valor del Real Madrid en base a media, mediana, máximo y mínimo, tratando posteriormente de ofrecer un pool de valores que complemente el dato obtenido con el modelo de flujos de caja descontado.

Como EBITDA del Real Madrid vamos a utilizar el que aparece en los presupuestos 2017/18. Como comentábamos en epígrafes anteriores, este año a pesar de los resultados ha disminuido el EBITDA por lo que no se considera una cifra representativa. Por tanto, cogemos como valor 153,225 millones €, y a partir de ahí desarrollamos el cálculo.

Tabla 13 – Múltiplos

| EV/EBITDA | | Valor Real Madrid |
|-----------|-------|-------------------|
| Media | 17,34 | 2.657,49 |
| Mediana | 15,93 | 2.441,08 |
| Máximo | 31,68 | 4.854,11 |
| Mínimo | 6,38 | 977,90 |

Fuente: elaboración propia

Descartamos en primer lugar la utilización del mínimo, puesto que no se considera que represente la realidad. Sin embargo, el resto de los datos los analizamos puesto que van a ser útiles para dar un rango final de valores. El máximo múltiplo es el que más se aproxima al valor obtenido por descuento de flujos de caja. Sin embargo, las observaciones de media y mediana son muy similares y nos llevan a considerar que, si realizásemos más observaciones y valorásemos de nuevo el Real Madrid utilizando este método, nuestro valor se aproximaría más a los 2.500 millones €.

Por tanto, podemos establecer por este modelo que el rango de valores por el que el Real Madrid tendría que salir a cotizar en bolsa es de {2.700; 4800} millones de €.

10. Conclusiones

Este trabajo de investigación nos lleva a elaborar unas conclusiones que dan respuesta a los objetivos que planteábamos al inicio del ensayo.

En primer lugar, el Real Madrid es una de las excepciones de clubes españoles que no son SAD y que le impide por tanto poder salir a cotizar a bolsa. A pesar de cumplir requisitos de idoneidad y disponer de capital social suficiente, la transformación sería muy compleja y hace que desde un punto de vista legal no resulte atractivo para el club el salir a cotizar al mercado.

Además, uno de los requisitos para ser SAD y poder salir a cotizar es que los clubes dediquen su actividad exclusivamente al fútbol, por lo que la valoración que hemos realizado carecería de validez al haberse realizado utilizando las Cuentas Anuales conjuntas de fútbol y baloncesto.

Aparte de los requisitos legales, hacemos una recapitulación de los aspectos fundamentales que surgen a la hora de valorar un equipo de fútbol. La globalización, así como cambios tecnológicos condicionan y han hecho evolucionar muchos aspectos de los clubes que afectan a la hora de hacer valoraciones. El cambio fundamental se observa en la tipología tanto de ingresos como de gastos. El fútbol se ha ido convirtiendo en un fenómeno de masas que ocasiona demanda y provoca que las principales fuentes de ingreso hayan pasado a obtenerse en el ámbito internacional. Tanto derechos televisivos como ingresos de marketing y comerciales han ganado mucho terreno, y el efecto mediático a nivel internacional de los equipos influye mucho más con el paso del tiempo a la hora de generar ingresos. Se definen cuatro líneas de ingreso fundamentales: socios y estadio, derechos televisivos, marketing y competiciones, y la evolución e importe de estos varía mucho en función del club, la calidad de su plantilla y los resultados deportivos de los mismos.

Otra línea importante tratada ha sido el inmovilizado material de los clubes de fútbol en donde se incluye contablemente a los jugadores. La amortización de estos forma parte del Capex como mencionábamos y es de especial importancia puesto que en equipos similares al Real Madrid suponen la partida más importante del balance de situación representando cantidades como ya veíamos de más de 300 millones de euros. La amortización de los mismos se hace en función de la duración de los contratos y

representa junto a los salarios y las primas las partidas de gasto más representativas de muchos clubes.

Tanto ingresos como gastos se han tratado de forma general, aunque la aplicación de estos va acorde a equipos que hayan estado o estén en la élite del fútbol europeo.

En cuanto a la situación del Real Madrid a nivel económico, el club blanco encadena unos años de muy buenos resultados deportivos que han incrementado tanto ingresos como gastos (especialmente por el pago de las primas como hemos desarrollado a lo largo del trabajo), y que ayudan a mantener una situación de estabilidad económica en la empresa. A pesar de que como comentamos, indicadores como el fondo de maniobra aparecen en negativo, podemos afirmar que es debido a la estructura operativa de la empresa y que por tanto no presenta problemas de solvencia ni de repago de deuda.

Los últimos dos años del club en cuanto a fichajes y movimientos de flujos de caja han sido poco usuales si lo comparamos con el resto de los años, y resalta por ejemplo que a pesar de haber ganado títulos, el club haya disminuido el nivel de EBITDA. Esto es de nuevo, debido a que, a pesar de un aumento de ingresos, el pago de las primas puede tener efectos negativos de hasta 42 millones € (como ha ocurrido la temporada 2016/17).

Todos los aspectos en relación con ingresos y gastos han sido determinantes a la hora de hacer ambos modelos de valoración. Sin embargo, por falta de datos relevantes para hacer estimación de determinadas partidas, ha resultado necesario establecer hipótesis que permitiesen facilitar el cálculo y aproximar más el rango de valores de salida a bolsa.

La valoración por descuento de flujos de caja nos aporta exclusivamente un valor aproximado del Real Madrid, debido a la dificultad de proyección de datos. Además, aplicando este modelo hemos considerado un único escenario en el que el Real Madrid se mantiene en la élite del deporte europeo con el paso de los años, sin considerar la posibilidad de que: bien se produzca una ‘burbuja’ en toda la industria del fútbol, o bien se produzca una quiebra en el club que le llevase por ejemplo a jugar en Segunda División.

Por ese motivo, el complemento utilizado ha sido la valoración por múltiplos que nos lleva a dar respuesta a la principal pregunta de investigación, que como recordamos era dar un **rango de valores por el que el Real Madrid saldría a cotizar en caso de que se produjese una OPV: {2.700; 5.400} millones €.**

11. Bibliografía

- Agencia EFE. (03 de mayo de 2017). Así es el nuevo reparto televisivo de LaLiga: perder un puesto vale mucho. *Diario Marca*. Recuperado el 17 de Marzo de 2018, de <http://www.marca.com/futbol/primera-division/2017/05/03/5909f8a5ca4741b3078b458d.html>
- Agencia EFE. (16 de septiembre de 2017). Wanda Metroplitano, nuevo estadio. *ABC*.
- Andrés de Rozas, R. (marzo de 2015). *La prima de riesgo país en Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Trabajo de investigación, Madrid.
- Barajas, Á. A. (2007). *Las finanzas detrás del balón. El negocio del fútbol*. Madrid.
- Bolsa de Madrid, B. (2018). *Guía para salir a Bolsa*. Madrid.
- Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA. (2016/17). *Annual Report*. Dortmund.
- Consejo de Ministros. (29 de diciembre de 2017). *Salario Mínimo Interprofesional*. Obtenido de <http://www.salariominimo.es/>
- Corpas, A. (03 de agosto de 2017). Neymar firma cinco años con el PSG y ya es el fichaje más caro de siempre. *El Mundo*. Obtenido de <http://www.elmundo.es/deportes/futbol/2017/08/03/59835203468aebb27b8b46cc.html>
- Cruz, I. d. (14 de abril de 2017). *Investing*. Obtenido de <https://es.investing.com/analysis/combinando-inversi%C3%B3n-burs%C3%A1til-y-hobby-200182868>
- Dapena, J. P. (2014). *Valor de mercado y valor contable de la firma: activos intangibles y valor llave*. Trabajo de Grado, Universidad del Cema, Finanzas y Economía.
- De La Riva, M. (09 de junio de 2017). La Juve cobrará 28 M€ más por la Champions que el Madrid. *Diario AS*.
- Deloitte. (2018). *Deloitte Football Money League*. Manchester: Sports Business Group.
- Escudero, J. L. (08 de Febrero de 2018). El fútbol español llega a la bolsa: así será el desembarco de los clubes en el parque. *El Economista*.
- España. Ley 10/1990, de 15 de octubre, del Deporte. Publicado en: «BOE» núm. 249, de 17 de octubre de 1990, páginas 30397 a 30411 (15 págs.). Sección: I. Disposiciones generales. Departamento: Jefatura del Estado. Referencia: BOE-A-1990-25037
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Navarra: IESE Business School.
- Fernández, P. (2013). C1 Métodos de valoración de empresas. En P. Fernández, *Valoración de empresas 2ª Edición* (págs. 1-25). Navarra: IESE.
- Futebol Clube do Porto - Futebol, SAD. (2016-2017). *MANAGEMENT REPORT & CONSOLIDATED ACCOUNTS*. Oporto.
- Gay de Liébana, J. M. (2016). *La gran burbuja del fútbol*. Barcelona: Penguin Random House.

- Geryon, F. (Lunes 30 de marzo de 2015). *Futbolia*. Obtenido de <http://www.futbolia.com/date-cuenta/clubes-de-futbol-que-no-son-sociedad-anonima>
- Hitchner, J. R. (2003). Cost of Capital/ Rates of Return. En J. R. Hitchner, *Financial Valuation; Applications and Models* (págs. 126-168). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Labatut Serer, G. (2010). *El valor de las empresas: métodos de valoración tradicionales y comparativos (multiplos)*. Universidad de Valencia, Departamento de contabilidad, Valencia.
- Lambea, A. (03 de diciembre de 2016). Cinco claves para entender los derechos de imagen de deportistas. *El Mundo*. Obtenido de <http://www.elmundo.es/deportes/football-leaks/2016/12/03/5842ca90e2704e3d0f8b45bb.html>
- López Durán, L. (10 de marzo de 2018). *blastingnews*. Obtenido de Los 10 futbolistas mejor pagados del mundo: <https://es.blastingnews.com/deportes/2018/03/los-10-futbolistas-mejor-pagados-del-mundo-002425437.html>
- Lorenzana, D. (05 de octubre de 2012). *Pymes y Autónomos*. Obtenido de <https://www.pymesyautonomos.com/fiscalidad-y-contabilidad/que-es-el-fondo-de-maniobra-y-por-que-es-una-magnitud-tan-importante>
- Manchester United plc. (2017). *Annual Accounts*. Manchester.
- MarketWatch. (17 de Mayo de 2018). *MarketWatch.com*. Obtenido de <https://www.marketwatch.com/investing/stock/slben/financials/balance-sheet>
- Menchén, M. (17 de Enero de 2018). *Palco 23*. Obtenido de <https://www.palco23.com/clubes/el-futbol-europeo-alcanza-unos-ingresos-record-de-18500-millones-y-acentua-su-polarizacion.html>
- Pacheco, J. (31 de marzo de 2017). El Madrid firmará un nuevo contrato con Fly Emirates. *El Español*. Obtenido de <http://elbernabeu.elespanol.com/articulo/futbol/abc-madrid-firmara-nuevo-contrato-fly-emirates/20170331125804010733.html>
- Porta, E. (12 de Enero de 2016). El Tour del Bernabéu, el museo más rentable de Madrid. *El Economista*.
- Real Madrid C.F. (2012). *Estatutos Sociales*. Madrid.
- Real Madrid Club de Fútbol. (2016-2017). *Informe económico*. Madrid.
- Reuters. (mayo de 2018). *Reuters.com*. Obtenido de <https://www.reuters.com/finance/stocks/financial-highlights/MANU.N>
- Sánchez, Ó. (3 de febrero de 2014). *El blog sobre VALORACION DE EMPRESAS*. Obtenido de <http://valoracionygestion.blogspot.com/2014/02/la-tasa-de-crecimiento-g-y-su.html>

Ucha, A. P. (mayo de 2018). *Economipedia.com*. Obtenido de <http://economipedia.com/definiciones/beta-de-un-activo-financiero.html>

V., A. (2018). *salariominimo.es*. Obtenido de <http://www.salariominimo.es/>

Vallespir, V. (17 de Mayo de 2018). Las impresionantes ganancias de la Premier League en derechos televisivos. *SPORT*.

12. ANEXOS

- Anexo 1: Balance de situación

| PASIVO Y PATRIMONIO NETO | | |
|---|------------------|------------------|
| miles € | 30.06.16 | 30.06.17 |
| PATRIMONIO NETO | 442.248 | 463.476 |
| Fondos propios | 437.540 | 458.912 |
| Fondo social | 378.435 | 404.513 |
| Reserva de actualización R.D 7/96 | 8.548 | 8.548 |
| Reserva de actualización ley 16/2012 | 20.227 | 20.227 |
| Reserva de capitalización | - | 4.202 |
| Resultado del ejercicio | 30.280 | 21.372 |
| Subvenciones, donaciones y legados recibidos | 4.708 | 4.564 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 177.386 | 162.127 |
| Provisiones a largo plazo | 36.939 | 13.699 |
| Deudas a largo plazo | 103.898 | 117.585 |
| Deudas con entidades de crédito | 81.689 | 81.791 |
| Otros pasivos financieros | 22.209 | 35.794 |
| Pasivos por impuesto diferido | 14.397 | 13.891 |
| Periodificaciones a largo plazo | 22.152 | 16.952 |
| PASIVO CORRIENTE | 425.485 | 449.059 |
| Provisiones a corto plazo | 1.350 | 1.745 |
| Deudas a corto plazo | 131.513 | 69.810 |
| Deudas con entidades de crédito | 219 | 216 |
| Otros pasivos financieros | 131.294 | 69.594 |
| Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar | 225.200 | 287.012 |
| Periodificaciones a corto plazo | 67.422 | 90.492 |
| TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO | 1.045.119 | 1.074.662 |

| ACTIVO | | |
|--|------------------|------------------|
| miles € | 30.06.16 | 30.06.17 |
| ACTIVO NO CORRIENTE | 705.263 | 757.472 |
| Inmovilizado intangible deportivo | 333.500 | 366.246 |
| Inmovilizado intangible no deportivo | 10.450 | 8.788 |
| Inmovilizado material | 323.602 | 332.700 |
| Inversiones inmobiliarias | 10.609 | 10.654 |
| Inversiones financieras a largo plazo | 11.192 | 26.677 |
| Activos por impuesto diferido | 15.910 | 12.407 |
| ACTIVO CORRIENTE | 339.856 | 317.190 |
| Existencias | 2.579 | 2.551 |
| Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar | 122.696 | 131.527 |
| Periodificaciones a corto plazo | 3.096 | 5.124 |
| Efectivo y otros activos líquidos equivalentes | 211.485 | 177.988 |
| TOTAL ACTIVO | 1.045.119 | 1.074.662 |

- **Anexo 2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias**

| Cuenta de Pérdidas y Ganancias | | |
|---|-----------------|-----------------|
| Miles € | 2015/16 | 2016/17 |
| Importe Neto de la cifra de negocios | 619.710 | 671.864 |
| Ingresos Socios y estadio | 153.730 | 166.569 |
| Ingresos Derechos TV | 86.039 | 165.299 |
| Ingresos Publicidad y Marketing | 167.577 | 254.138 |
| Ingresos competiciones | 212.364 | 85.858 |
| Gastos de Explotación | -456.970 | -588.538 |
| Gastos de Personal | -306.877 | -406.109 |
| Gastos de materias primas y otros consumibles | -22.252 | -26.347 |
| Otros gastos de explotación | -127.841 | -156.082 |
| Amortización del inmovilizado | -123.574 | -110.157 |
| Imputación de Subvenciones de inmovilizado | 193 | 192 |
| Exceso de Provisiones | - | 1.539 |
| Deterioros, resultado por enajenaciones y otros | -280 | 51.689 |
| RESULTADO DE EXPLOTACION | 39.308 | 27.619 |
| Ingresos financieros | 9.158 | 1.657 |
| Gastos financieros | -5.123 | -3.011 |
| RESULTADO FINANCIERO | 4.035 | -1.354 |
| RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS | 43.343 | 26.265 |
| Impuesto sobre beneficio | -13.063 | -4.893 |
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 30.280 | 21.372 |

- **Anexo 3: Crecimiento de los ingresos del Real Madrid desde la temporada 1999/00.**

| Temporada | INGRESOS (millón €) | Crecimiento Anual |
|-----------|---------------------|-------------------|
| 1999/00 | 118 | - |
| 2000/01 | 138 | 16,95% |
| 2001/02 | 152 | 10,14% |
| 2002/03 | 193 | 26,97% |
| 2003/04 | 236 | 22,28% |
| 2004/05 | 276 | 16,95% |
| 2005/06 | 292 | 5,80% |
| 2006/07 | 351 | 20,21% |
| 2007/08 | 366 | 4,27% |
| 2008/09 | 407 | 11,20% |
| 2009/10 | 442 | 8,60% |
| 2010/11 | 480 | 8,60% |
| 2011/12 | 514 | 7,08% |
| 2012/13 | 521 | 1,36% |
| 2013/14 | 550 | 5,57% |
| 2014/15 | 578 | 5,09% |
| 2015/16 | 620 | 7,27% |
| 2016/17 | 675 | 8,87% |

- **Anexo 4: Desglose de ingresos de las últimas 8 temporadas**

| Temporadas | Ingresos S+E | Crecimiento | Total | %Sobre Total | Temporadas | Ingresos Televisión | Crecimiento | Total | %Sobre Total |
|------------|--------------|-------------|-------|--------------|------------|---------------------|-------------|-------|--------------|
| 2009/10 | 149,00 | | 442 | 34% | 2009/10 | 134,00 | | 442 | 30% |
| 2010/11 | 150,00 | 1% | 480 | 31% | 2010/11 | 150,00 | 12% | 480 | 31% |
| 2011/12 | 150,00 | 0% | 514 | 29% | 2011/12 | 157,00 | 5% | 514 | 31% |
| 2012/13 | 148,00 | -1% | 521 | 28% | 2012/13 | 160,00 | 2% | 521 | 31% |
| 2013/14 | 146,00 | -1% | 550 | 27% | 2013/14 | 161,00 | 1% | 550 | 29% |
| 2014/15 | 150,00 | 3% | 578 | 26% | 2014/15 | 160,00 | -1% | 578 | 28% |
| 2015/16 | 152,00 | 1% | 620 | 25% | 2015/16 | 164,00 | 3% | 620 | 26% |
| 2016/17 | 165,00 | 9% | 675 | 24% | 2016/17 | 165,00 | 1% | 675 | 24% |

| Temporadas | Ingresos Competiciones | Crecimiento | Total | %Sobre Total |
|------------|------------------------|-------------|-------|--------------|
| 2009/10 | 23,00 | - | 442 | 5% |
| 2010/11 | 25,00 | 9% | 480 | 5% |
| 2011/12 | 41,00 | 64% | 514 | 8% |
| 2012/13 | 47,00 | 15% | 521 | 9% |
| 2013/14 | 55,00 | 17% | 550 | 10% |
| 2014/15 | 50,00 | -9% | 578 | 9% |
| 2015/16 | 75,00 | 50% | 620 | 12% |
| 2016/17 | 77,00 | 3% | 675 | 11% |

| Temporadas | Ingresos Marketing | Crecimiento | Total | %Sobre Total |
|------------|--------------------|-------------|-------|--------------|
| 2009/10 | 140,00 | | 442 | 32% |
| 2010/11 | 147,00 | 5% | 480 | 31% |
| 2011/12 | 155,00 | 5% | 514 | 30% |
| 2012/13 | 156,00 | 1% | 521 | 30% |
| 2013/14 | 172,00 | 10% | 550 | 31% |
| 2014/15 | 205,00 | 19% | 578 | 35% |
| 2015/16 | 220,00 | 7% | 620 | 35% |
| 2016/17 | 300,00 | 36% | 675 | 44% |

- Anexo 5: Detalle de obtención de las Betas

| | BETA | | | | | |
|-----------------------|-------------------|-------------------|----------|------------------------|---------|-------------|
| | Manchester United | Borussia Dortmund | Juventus | Sport Lisboa e Benfica | Oporto | Real Madrid |
| Deuda/ Fondos propios | 105,39% | 22,56% | 206,81% | 594,62% | 147,50% | 57,11% |
| Beta Apalancada | 0,58 | 0,22 | 0,77 | 1,18 | 0,71 | 0,39 |
| Beta Des-Apalancada | 0,32 | 0,19 | 0,30 | 0,22 | 0,34 | 0,27 |
| Tasa impositiva | 25% | | | | | |

- Anexo 6: Descuento de Flujos de Caja

| Miles € | Proyección de Flujos de Caja | | | | | | | | | |
|---|------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|--|--|
| | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 | | | |
| Importe Neto de la cifra de negocios | 619.710 | 671.864 | 690.314 | 725.749 | 764.315 | 806.355 | 852.257 | | | |
| Ingresos Socios y estadio | 153.730 | 166.569 | 162.644 | 163.734 | 164.831 | 165.935 | 167.047 | | | |
| Ingresos Derechos TV | 86.039 | 165.299 | 176.691 | 180.066 | 183.505 | 187.010 | 190.582 | | | |
| Ingresos Publicidad y Marketing | 167.577 | 254.138 | 282.244 | 302.904 | 325.077 | 348.872 | 374.410 | | | |
| Ingresos competiciones | 212.364 | 85.858 | 68.735 | 79.045 | 90.902 | 104.537 | 120.218 | | | |
| Gastos de Explotación | -456.970 | -588.538 | -585.450 | -603.014 | -621.104 | -639.737 | -658.929 | | | |
| Gastos de Personal | -306.877 | -406.109 | -385.022 | -396.573 | -408.470 | -420.724 | -433.346 | | | |
| Gastos de materias primas y otros consumibles | -22.252 | -26.347 | -26.338 | -27.128 | -27.942 | -28.780 | -29.644 | | | |
| Otros gastos de explotación | -127.841 | -156.082 | -174.090 | -179.313 | -184.692 | -190.233 | -195.940 | | | |
| EBITDA antes de enajenación inmovilizado | 162.740 | 83.326 | 104.864 | 122.736 | 143.211 | 166.618 | 193.328 | | | |
| Resultado por enajenaciones de inmovilizado | 1.633 | 51.667 | 48.361 | 33.887 | 33.887 | 33.887 | 33.887 | | | |
| Detentores y pérdidas | -1.913 | 22 | | -3.115 | -3.115 | -3.115 | -3.115 | | | |
| EBITDA | 162.460 | 135.015 | 153.225 | 153.508 | 173.983 | 197.390 | 224.100 | | | |
| Amortización del Inmovilizado | -123.574 | -110.157 | -102.421 | -102.421 € | -102.421 € | -102.421 € | -102.421 € | | | |
| EBIT | 38.886 | 24.858 | 50.804 | 51.087 | 71.562 | 94.969 | 121.679 | | | |
| Tasa impositiva 25% | -9.721,5 | 6.214,5 | 12.701,0 | 12.771,6 | 17.890,4 | 23.742,2 | 30.419,6 | | | |
| NOPAT | 29.165 | 18.644 | 38.103 | 38.315 | 53.671 | 71.227 | 91.259 | | | |
| Amortización del inmovilizado | 123.574 | 110.157 | 102.421 | 102.421 | 102.421 | 102.421 | 102.421 | | | |
| Inversiones en CAPEX | - | - | -129.088 | -129.088 | -129.088 | -129.088 | -129.088 | | | |
| Inversiones en NOF | - | - | - | -4.654 | -5.065 | -5.522 | -6.029 | | | |
| FLUJO DE CAJA LIBRE (FCF) | 152.739 | 128.801 | 11.436 | 6.994 | 21.939 | 39.038 | 58.563 | | | |