



FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

# VALORACION DEL ATHLETIC CLUB DE BILBAO

Autor: Andrea Gallego Varela

Coordinador TFG: Manuel Federico Goudie Pujals

MADRID | abril 2020

## **Resumen**

El fútbol ha pasado de ser un deporte de entretenimiento para convertirse en un modelo de negocio que mueve miles de millones de euros a escala nacional e internacional. A pesar de la magnitud económico-financiera que han alcanzado muchos equipos, no existe club español que haya dado el paso de salir al parque bursátil. En el siguiente trabajo analizaremos el impacto del fútbol en la economía, estudiaremos los cambios que se han producido en el sector, y procederemos a valorar una entidad: el Athletic Club de Bilbao. Nuestro objetivo será 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 Venta.

## **Abstract**

Football has evolved from an entertainment sport to a business model that moves billions of euros nationally and internationally. Despite the economic and financial magnitude that many teams have reached, there is no Spanish club that has taken the step to go public. In the following paper, we will analyze the impact of football on the economy, study the changes that have taken place in the sector and proceed to evaluate an entity: Athletic Club. Our objective will be to obtain a range of values for which the club should be listed in the event of an IPO.

## **INDICE**

- 1. Introducción**
- 2. Objetivos**
- 3. Entorno macroeconómico actual**
- 4. Entorno del sector**
  - 4.1 Requisitos para formar parte de una liga profesional de fútbol
  - 4.2 Requisitos para cotizar en un mercado secundario
- 5. Athletic Club**
- 6. Estudio de los métodos de valoración**
  - 6.1 Métodos estáticos
  - 6.2 Métodos mixtos
  - 6.3 Métodos comparativos
  - 6.4 Métodos dinámicos
- 7. Normativa contable general y específica del sector**
- 8. Aspectos fundamentales para valorar el Athletic Club**
  - 8.1 Evolución histórica de los ingresos
  - 8.2 Evolución histórica de los gastos
  - 8.3 Evolución histórica de las principales partidas del Balance de Situación
    - 8.3.1 CAPEX
    - 8.3.2 NOF
- 9. Modelo de Descuento de Flujos de Caja**
  - 9.1 Cálculo de los flujos de caja
  - 9.2 Cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital
  - 9.3 Cálculo del valor de la empresa
- 10. Modelo de Múltiplos**
- 11. Conclusiones**
- 12. Bibliografía**
- 13. Anexos**

## 1. Introducción

La Real Academia Española define el fútbol como un “*Juego entre dos equipos de once jugadores cada uno, cuyo objetivo es hacer entrar en la portería contraria un balón que no puede ser tocado con las manos ni con los brazos, salvo por el portero en su área de meta.*” Sus inicios se remontan a 1863, cuando los ingleses separaron el rugby del fútbol, creando la asociación más antigua del mundo “Football Association” (FIFA.com).

Con el paso del tiempo, el fútbol ha ido perdiendo su esencia, alejándose cada vez más de aquel deporte de entretenimiento de antaño para convertirse en una gran máquina de hacer dinero. Los jugadores han dejado de moverse por sus colores para hacerlo por intereses puramente económicos. La consultora Deloitte, estima que el sector futbolístico genera alrededor de 500.000 millones de dólares anuales, importe superior al Producto Interior Bruto de países como Suiza o Bélgica (*Diusabá Rojas, 2018*). Respecto al panorama nacional, La Liga de fútbol profesional generó en 2017, duplicando los resultados de los últimos cuatro años, un impacto económico equivalente al 1,37% del PIB español, lo que se traduce en 15.700 millones de euros y más de 180.000 puestos de trabajo (*Pereira Plata, 2019*). Las cifras que se manejan en el sector son escalofriantes. En 2018 el Barcelona pagó al Liverpool 160 millones de euros por Coutinho. Ese mismo año, el Paris Saint-Germain desembolsaba otros 135 millones por el joven francés Mbappé. Sin embargo, el fichaje más caro de la historia del fútbol ya se había producido un año antes, en 2017, cuando el magnate árabe del PSG decidía invertir 222 millones en Neymar. El periodista francés Márius Carol escribía entonces que esa cantidad equivaldría al dinero necesario para reconstruir el oriente de Mosul, ciudad siria destruida por la guerra.

La transformación del balompié ha sido motivada en gran parte por la venta de los derechos televisivos por parte de las ligas de los distintos países. Hoy en día, el deporte se organiza en torno a su rentabilidad económica y su proyección internacional. Si hace 20 años todos los partidos se disputaban a la misma hora, hoy en día es impensable simultanear dos partidos, lo que supone una retransmisión casi diaria y un disparo de los ingresos para los propietarios de los derechos televisivos. Esto conlleva un incremento sustancial de suscripciones y telespectadores, así como grandes dividendos para los equipos. En diciembre de 2018, el periódico económico *Expansión* revelaba que los

clubes de La Liga ingresaron por televisión un total 1.506,4 millones de euros en la temporada 2017-2018, un 8,5% más que la campaña anterior. Respecto a la distribución, los datos mostraban que la ratio entre el club que más cobra (el Barça, con 154 millones) y el que menos (Leganés y Girona, con 43,3 millones) en La Liga Santander es del 3,5.

Lo habitual en cualquier sector es que a medida que una empresa crece, su deseo por salir a bolsa aumente. De esta forma, la entidad suele beneficiarse de una gobernabilidad adecuada, con consejos profesionalizados, y de la obtención de recursos que puedan asegurar un crecimiento óptimo. En la industria del fútbol ocurre lo mismo, y ya son 22 los clubes que cotizan en el Stoxx Europe Football, índice creado en 2002 que corrobora una vez más la codicia económica y la visión empresarial que hay detrás de este deporte. Sin embargo, y a pesar de la magnitud mundial de equipos como el FC Barcelona o el Real Madrid, todavía no hay club español que cotice en un mercado secundario.

Interesada en el mundo financiero y nacida en una ciudad donde se respira fútbol, quiero hacer un estudio del Athletic Club de Bilbao con el objetivo de obtener un rango de valores en los que se situaría la valoración del club en el hipotético caso de que saliese a bolsa.

## **2. Objetivos**

El análisis top-down, en contraposición con el que se basa en una estrategia bottom-up, incluye a los inversores que inician su toma de decisiones en un contexto global, para ir concretando cada vez más hasta llegar a una conclusión sobre la empresa que desean estudiar. Va de lo general a lo particular. Utilizaremos este tipo de análisis en el presente trabajo y comenzaremos por una visión macro, para después estudiar el sector y finalmente la compañía.

La primera parte del trabajo se centrará en contextualizar a la entidad. Comenzaremos analizando el entorno macroeconómico europeo actual para después hacer lo propio con el nacional. De esta forma, intentaremos observar cómo distintos escenarios económicos podrían llegar a afectar la valoración final del club. En segundo lugar, llevaremos a cabo un análisis del sector. Estudiaremos tanto los requisitos necesarios para formar parte de

una liga profesional de fútbol, como para cotizar en bolsa. Concluiremos analizando la situación actual del Athletic Club respecto al contexto planteado.

La segunda parte del trabajo se focalizará en la valoración del club. Comenzaremos planteando distintos modelos de valoración (estáticos, mixtos comparativos y dinámicos) y tras una pertinente justificación optaremos por valorar a través de Descuento de Flujos de Caja y Múltiplos. Por una parte, la elección del método de DFC nos llevará a tener que estimar las principales entradas y salidas de capital. Para ello, volveremos a ir de lo general a lo particular. Primero estudiaremos la normativa contable general y específica aplicable en cualquier club de fútbol, para seguidamente analizar las partidas de ingresos y gastos del Athletic Club de Bilbao. Una vez tengamos los flujos de caja, estimaremos el Coste Medio Ponderado de Capital y procederemos a calcular el valor de la compañía. Para complementar el valor obtenido a través de DFC, volveremos a valorar a través del múltiplo EV/EBITDA.

Tras el análisis fundamental, concluiremos el trabajo dando respuesta a nuestro objetivo principal: obtener un rango de valores entre los cuales se situaría el Athletic Club de Bilbao en el hipotético caso de que decidiera llevar a cabo una OPV.

### **3. Entorno macroeconómico actual**

Hemos decidido centrarnos en analizar el viejo continente debido a que el estudio de su situación económico-política nos resulta más útil para la valoración de un club de La Liga española. No obstante, debemos considerar que tanto Europa como América han sido los dos continentes originarios del fútbol por excelencia. Sin embargo, hay una característica que diferencia al fútbol europeo del sudamericano, la brecha económica. Como ejemplo diremos que, mientras la UEFA Champions League repartirá un total de 1.950 millones de euros en premios durante la temporada 2019/2020, la Conmebol únicamente distribuirá 211 millones de dólares entre la Copa Libertadores y la Sudamericana. Por otra parte, el ganador de la Champions podría embolsarse más de 80 millones, cantidad muy superior al máximo de 21 millones de dólares que cobrará el campeón de la Libertadores. Cabe destacar también la enorme diferencia que existe entre el ingreso a la fase de grupos de un equipo europeo y de otro sudamericano. El primero obtendrá 15 millones de euros,

más 2,7 por partido ganado, mientras que en el torneo sudamericano se concederán 3 millones de dólares, más un extra de 1 millón por cada victoria (Minotti, 2019).

Si hablamos de economía y de fútbol, no podemos quedarnos en Europa y América. Hoy en día China es el nuevo paraíso del fútbol. La Super Liga China, conocida por su derroche de dinero, consigue estrellas del fútbol internacional y reconocimiento mundial a golpe de talonario. No obstante, dichos despilfarros pueden terminar en el 2020, cuando la Asociación China de Fútbol (CFA por sus siglas en inglés) limite el gasto total de cada equipo chino. Con el objetivo de fomentar el fútbol sostenible, el 1 de enero de 2020 se aprobó una política que prohíbe a cada club gastar más de 157 millones de dólares, pudiendo dedicar un máximo del 60% de esa cifra en pagar sueldos. Además, existirá un tope salarial. Los jugadores de origen chino no podrán cobrar más de 1,45 millones de dólares, y los extranjeros no superarán los 3,3 (Heraldo, 2019).

Tras comentar superficialmente las diferencias económicas entre las ligas de los principales continentes futboleros, nos centramos en estudiar la situación económica europea y nacional y veremos cómo distintos escenarios podrían influir en la valoración final del club.

La bolsa, a largo plazo, sigue la economía. El valor de las compañías cotizadas lo determinan, por una parte, la tasa de descuento (tipo de interés sin riesgo más prima de riesgo) y por otra, los beneficios futuros (en términos generales, el PIB).

Tras crecer cerca de un 2% en 2018, la economía de la zona euro se desaceleró de forma importante en 2019 como resultado de las incertidumbres en torno a la guerra comercial entre Estados Unidos y China. También fueron decisivos el Brexit y la caída de la producción de automóviles en Alemania ligada a los nuevos estándares medioambientales. El crecimiento se frenó el año pasado hasta el 1,2%, con cifras del 0,2% en Italia, 0,6% en Alemania, 1,4% en Francia y 2,0% en España (International Monetary Fund.com). Antes de la crisis sanitaria actual, las previsiones de la mayoría de los analistas y organizaciones internacionales situaban el crecimiento en 2020 para el conjunto de la zona euro en un nivel muy similar al del año pasado y, para años

posteriores, planteaban mejoraría hasta alrededor del 1,3-1,4%, nivel al que se estimaba el crecimiento a medio plazo de la zona monetaria única (Expansión, 2020).

En este contexto, cabía prever que la tasa de inflación de la zona euro aumentase solo muy gradualmente desde el 1,2% registrado en 2019 hacia niveles más cercanos al objetivo del Banco Central Europeo (BCE) del 2%. Ante esta situación, el BCE difícilmente decidiría subir los tipos de interés a corto plazo y, cuando lo empezase a hacer, sería de forma muy cautelosa. Las expectativas del mercado situaban el Euribor a 12 meses en niveles que apenas superarían el 0,50% en 2023 (FMI, 2019).

Como consecuencia del coronavirus, las previsiones de hace unos meses quedan obsoletas y el FMI estima un escenario económico totalmente diferente para el futuro de Europa. El PIB previsto para la zona euro en el 2020 es un -7,5% y para el 2021 se espera una recuperación del +4,7%. Respecto a la inflación, se prevé sea prácticamente nula. Los expertos ya asumen que esta crisis será peor que la del 2008 y por primera vez, el PIB mundial, que venía creciendo alrededor de un 3% en el último año, llegará a ser negativo en un -3%. Se estima que para el año 2021 recupere un +5,8%.

En cuanto a la situación económica nacional, antes de la pandemia se preveía que tras unos años de fuerte recuperación después de la crisis, la economía española fuese desacelerándose. Según el FMI, las previsiones para 2020 se situaban en un rango de entre 1,5%-1,7%, después del 2,0% del 2019. A medio plazo, se estimaba el crecimiento podría caer por debajo del 1,5% aunque esto dependería en parte, de los flujos migratorios y su impacto sobre el crecimiento de la población, además de las reformas que se lleven a cabo en la economía y de su impacto sobre el crecimiento de la productividad.

Respecto a la inflación, que terminó 2019 en niveles alrededor del 1,0%, (International Monetary Fund.com) cabía esperar se recuperase de forma muy gradual, al igual que en el conjunto de la zona euro, hasta niveles que se aproximasen al 2,0%. Así pues, el crecimiento del PIB nominal para la economía española se podría situar a medio plazo alrededor del 3% (PIB real creciendo al 1,0-1,5% e inflación al 1,5%-2,0%).

Suponiendo entonces que las rentas de las familias crecerían a un ritmo similar al del PIB nominal, tal y como viene sucediendo en el pasado, tendríamos una aproximación a la capacidad de compra del consumidor medio de la economía española (y de su gasto en ocio, camisetas del club, cuotas de socio, etc.).

No obstante, las cifras que se preveían hace escasos meses hoy parecen de ciencia ficción. El FMI estima que España será uno de los países que vea más mermado su crecimiento como consecuencia del coronavirus, con una bajada del PIB del 8% para el 2020 y una recuperación del 4,3% para el 2021. Esto se debe a que los sectores con más peso en el PIB español (turismo, ocio o restauración) son lo más afectados por la pandemia. Al haber menos crecimiento, disminuirá el empleo. A principios de año, el desempleo en España estaba alrededor de un 13% y el FMI considera subirá hasta el 21% en el 2020. Según sus estimaciones, volvería a bajar hasta el 17% en 2021. Respecto a la inflación, la previsión para este año es que sea negativa en un 0,3%. En 2021 recuperaría hasta el +0,5%.

Respecto al déficit público, que el año pasado estaba en torno al -2,5%, asumimos aumentará como consecuencia de un aumento de los gastos (para tratar de mitigar los efectos del covid-19) y una disminución de los ingresos (se recaudarán menos impuestos por un aumento del desempleo y por bajadas en los beneficios de las empresas). El FMI, estima un aumento del déficit hasta el -10% con una recuperación hasta el -7% en 2021 (seguiría siendo más del doble que en 2019 antes de la crisis). Como consecuencia del aumento de déficit, la deuda pública del 2019, que estaba alrededor de un 98% aumentará hasta el 115% en 2021, porcentaje que no se vía desde 1902.

El impacto económico de la crisis está siendo y será espectacular. Según un informe publicado por CaixaBank el 13 de abril, el consumo doméstico con tarjeta de crédito de la primera semana de abril de este año comparativamente con la primera semana de abril del año pasado se ha reducido un 50%. Mientras alimentación y farmacia sube un 35%, restauración, transporte, alojamientos y ocio, así como todo el gasto relacionado con el turismo, baja un 90%.

Los paralelismos entre economía, finanzas y fútbol son evidentes, y, como es de esperar, la recesión económica mundial que se espera por la pandemia tendrá gran repercusión en el sector.

Hasta ahora, podría decirse que los equipos de fútbol de primera y segunda línea han escapado de la crisis económica que vivimos desde el 2008.

Estela Santos, redactora jefa del diario Expansión, va un paso más allá y asegura que la crisis “ha sido buena” para el fútbol. En este sentido, David Casado, director de Empresas

del Banco Santander, añade que “en unos años de crisis en los que muchos sectores se han visto influenciados negativamente, el fútbol es una industria que ha ido creciendo. Y no solo el fútbol directo, sino todo lo que se crea a su alrededor. Como banco, a nosotros nos ha permitido ayudar a financiar a más particulares, a más empresas...”.

Todas estas ideas se ven reforzadas por los datos que arroja Emilio Cremades, miembro del equipo Economics de PwC: “En la temporada 2012-13, los ingresos del fútbol representaban entre un 0.74% y un 0.76% del PIB nacional. En 2017 estamos en un 1.37%. Eso significa que el fútbol no solo se ha recuperado de la crisis, sino que, además, lo ha hecho mejor que el resto de la economía. Dicho de otra manera, el fútbol ha sido una palanca que ha ayudado a la economía española, entre otros muchos elementos, a salir de la crisis”. Pero... ¿cómo puede ser esto posible?

La imagen general de la industria del fútbol es muy diferente a la de hace unos años; los ingresos aumentan, la gestión económica mejora y los equipos gozan de una mayor solvencia financiera gracias a las normas económicas que obligan a los clubes a cumplir una serie de requisitos para seguir jugando en ligas profesionales. Según informa El País en marzo de 2019, la deuda de los equipos con Hacienda ha pasado de 681,85 millones en 2011 a 217,75 millones en 2017. El periódico recoge los datos de un informe del Observatorio Sectorial DBK de Informa, que asegura que “en Primera se debe cinco veces menos que tres años atrás”. Este desapalancamiento se debe principalmente a un ajuste de los costes.

Otro factor que evidencia el hecho de que los clubes españoles no parecían estar muy afectados por la crisis económica es que, desde La Liga, el único requisito que deben cumplir los clubs para no tener un tope salarial es que sus cuentas no registren pérdidas, y, hasta la crisis sanitaria, los equipos dedicaban una mayor parte de sus ingresos a los salarios de sus jugadores que en temporadas anteriores. La media de los equipos de Primera se sitúa en un gasto del 64,9% de los ingresos, según Informa en 2018. El Athletic de Bilbao, con un 60,7% de sus ingresos, fue uno de los equipos que menos gastó en jugadores, junto con el Real Madrid y el Leganés.

El crecimiento de la masa salarial discurre en paralelo a la mejora de los ingresos, que aumentaron un 15% anual en los últimos ejercicios. Según el estudio de Informa, la retribución de los equipos de Primera y Segunda en 2018 sobrepasó los 4.100 millones

(incluyendo traspasos), un 18,4% más que la campaña anterior. De dicha cantidad, lo recibido por los derechos de televisión es lo que más pesa en la facturación de los clubes (un 45,2% en Primera).

Gracias a este equilibrio financiero, motivado en gran parte por la importancia que han cobrado los derechos televisivos, el fútbol español parecía desentenderse de la mala situación económica que rodeaba al sector y gozaba de buena salud, también si se compara con el resto de grandes Ligas. Según el informe Football Money League 2019 de Deloitte, el Real Madrid y el Barcelona son los dos clubes que más ingresos tuvieron en la última temporada. La mayor parte de los ingresos se debe a patrocinios, merchandising, giras de pretemporada, etc. No obstante, entendemos la crisis sanitaria actual supondrá un antes y un después en todos los sectores, también en el del fútbol. Por el momento sabemos que el confinamiento ha provocado que, por primera vez desde la Guerra Civil, se suspenda la Liga. Con ello, los equipos podrían tener que renunciar a parte de su principal fuente de ingresos, los derechos de televisión. Además, han tenido que cerrar sus tiendas y museos, y posponer competiciones deportivas. Asimismo, estos últimos días éramos testigos de que equipos de la categoría del FC Barcelona o el Atlético de Madrid presentaban sus primeros ERTES. El futuro es más incierto que nunca, pero podemos adelantar esta crisis tendrá un impacto muy fuerte en las cuentas anuales de todos los equipos, y, con ellas, en la valoración de los clubes. Tardaremos años en volver a ver las cifras estratosféricas que veníamos viendo en fichajes, contratos televisivos o publicidad. Todo valdrá menos.

#### **4. Entorno del sector**

Como en cualquier otra industria, los cambios implican adaptación, y el sector del fútbol ha tenido que transformarse para no caer en el olvido. La digitalización de la sociedad ha cambiado hábitos de consumo y ha abierto nuevas oportunidades de negocio para el deporte como espectáculo. La Liga ha asumido que su continuidad como torneo pasa por competir en salarios con una Premier League que en la temporada pasada facturó un 40,4% más (Palco23, 2018) pero también por reconvertirse en un producto de ocio capaz de rivalizar con cualquier otra alternativa que ocupe el tiempo libre de los consumidores, ya sea atletismo, cine o pintura.

La industria está experimentando cambios que van más allá de la concepción del juego. Entre ellos destacamos las normas de control económico, el reglamento audiovisual para mejorar la imagen de los estadios y la nueva manera de vender el fútbol más allá de nuestras fronteras. El objetivo es entrar de golpe en el ámbito del entretenimiento e internacionalizar un producto que hasta ahora había sido local. Esta situación ha sido motivada en gran parte por el peso que han adquirido las retransmisiones televisivas. El valor de estos derechos era de 196,21 millones de euros en 1999-2000 y sólo suponía el 28% de los ingresos ordinarios, cifra que se incrementó al 46% con 1.454,6 millones de euros en la temporada 2016-2017 (Palco23,2018). El gran volumen de dinero que mueven los derechos de retransmisión resulta demasiado jugoso tanto para las grandes empresas de telecomunicaciones, como para otras plataformas tales como Amazon, que ya lucha por emitir los partidos de fútbol.

Otro de los aspectos que, según planteó el gobierno en funciones de comienzos del 2019, parece va a cambiar en el sector es la necesidad que hasta ahora tenían los clubes de fútbol de convertirse en Sociedades Anónimas Deportivas (SAD). La SAD es una figura jurídica constituida en 1990 para propiciar la transparencia de los clubes en su actividad económica y mercantil.

Dado que en la década de 1980 muchas entidades estaban en bancarrota y absorbían recursos de entes públicos que los trataban como asociaciones con alguna función social, el gobierno de Felipe González impulsó la creación de esta ley para otorgarles autonomía financiera. Como consecuencia, al finalizar cada temporada en junio, los equipos deben proyectar los datos financieros de la temporada anterior a la que comenzará dos meses después, con el objetivo de invertir, de la manera más prudente posible, el presupuesto disponible en fichajes para el mercado de verano. Esto implica, por tanto, que la inversión en una SAD sea un movimiento relativamente seguro. Dicha seguridad justifica el creciente interés que magnates del petróleo o jeques, principalmente árabes y asiáticos, muestran por comprar participaciones en nuestros clubes de fútbol.

La ley de González obliga a convertirse en SAD a todo aquel club que participe en 1ª y 2ª división de fútbol y la ACB de baloncesto. Sin embargo, se permitió continuar como clubes deportivos a aquellas entidades que en 1990 hubieran presentado saldo patrimonial

positivo desde la temporada 1985/86. La excepción solo se dio en cuatro clubes: Real Madrid, FC Barcelona, Osasuna y Athletic Club de Bilbao. Esta diferencia, que puede parecer no tener un significado muy relevante, supone, de entrada, que la propiedad de los cuatro clubes recae sobre los socios, pero, además, que en principio tributaban por un tipo inferior en el impuesto de sociedades. Sin embargo, como hemos dicho anteriormente, en 2014 se aprobó la nueva Ley del Impuesto de Sociedades que eliminaba los distintos tipos impositivos para clubes deportivos y SAD. Cabe añadir que en el momento en que alguna de estas cuatro entidades tenga pérdidas estaría obligada a convertirse en SAD.

A medida que pasan los años, la norma de control económico o “control a priori” parecen más innecesaria. Los clubes manifiestan que en 1992 la deuda de los equipos era de poco más de 170 millones de euros, y en 2019 supera los 5.000 millones, algo que deja en evidencia la antigüedad de la ley (Lafuente, 2019). Otra de las cuestiones protestadas por las entidades es el hecho de que las SADs, a diferencia de lo que ocurre con las sociedades anónimas al uso, a las que se les exige únicamente un desembolso del 25% del valor de sus acciones en el momento de su constitución, requieren el 100% del capital social íntegramente desembolsado desde el inicio de la actividad. En definitiva, la norma propulsada por González parece haber quedado obsoleta, y, como consecuencia, el gobierno planea una derogación inminente.

#### **4.1.Requisitos para formar parte de una Liga profesional de Fútbol**

La Liga de Fútbol Profesional se funda en la temporada 1984-85. Hasta ese momento, el Campeonato Nacional dependía y era organizado por la Real Federación Española de Fútbol (RFEF). En la actualidad, la Liga, presidida por Javier Tebas desde 2013, forma parte de la RFEF, sin embargo, tiene personalidad jurídica propia y goza de autonomía para su funcionamiento. Está constituida por un total de 42 equipos: 20 en Primera División y 22 en Segunda División.

En el anexo 1 podemos ver los 17 requisitos necesarios para formar parte de la Liga Profesional de Fútbol. Mencionar únicamente en el último, relacionado con las ratios económicas que deben cumplir los equipos:

17.- Cumplir alguno de las dos ratios económico-financieros siguientes, de acuerdo con el contenido de las definiciones que se citan y las normas que se prevén a continuación:

- ✓ Primera ratio (r1): Que en el balance de la SAD o Club a 31 de diciembre de T-1 la ratio denominado r1, sea igual o inferior a 4,5, calculado con arreglo a la siguiente fórmula:  $r1 = (PNC + PC - PID - TES - DED) / CN \text{ de T-2}$
- ✓ Segunda ratio (r2): Que en el balance de la SAD o Club a 31 de diciembre de T1 la ratio denominada r2, sea igual o inferior a 2,75, calculado con arreglo a la siguiente fórmula:  $r2 = (PC - TES - DED) / CN \text{ de T-2}$

\* PNC: Pasivo No Corriente

\* PC: Pasivo Corriente

\*PID: Pasivo por Impuesto Diferido

\*TES: Tesorería y Activos Líquidos Equivalente

\*DED: Entidades Deportivas deudoras por traspasos/cesiones a corto plazo.

\*CN: Cifra de Negocios

\*T: Temporada objeto de inscripción

#### **4.2 Requisitos para cotizar en el mercado secundario**

Lo habitual en cualquier sector es que a medida que una empresa crece, su deseo por salir a bolsa aumente. De esta forma, la entidad suele beneficiarse de una gobernabilidad adecuada, con consejos profesionalizados, y de la obtención de recursos que puedan asegurar un crecimiento adecuado.

El primer club en cotizar en bolsa fue el Tottenham en 1983. A mediados de la década de los 90 se creó el Alternative Investment Market (AIM según sus siglas), mercado de valores de baja capitalización de la Bolsa de Londres. Su creación provocó que en 1997 ya fueran 16 los clubes ingleses y escoceses que decidieron hacer públicas sus acciones. Finalmente, en 2002 surge el STOXX Europe Football, índice bursátil en el que, hoy en día, cotizan 22 entidades.

- Italia: Juventus, Roma y Lazio.
- Francia: Olympique de Lyon.
- Reino Unido: Celtic de Glasgow

- Alemania: Borussia Dortmund.
- Portugal: Sporting de Lisboa, Oporto y Sporting de Braga.
- Turquía: Galatasaray, Besiktas, Fenerbahce y Trabzonspor.
- Holanda: Ajax.
- Dinamarca: Brøndby, AGF, Silkeborg, Aalborg Boldspilklub y Parken Sport & Entertainment.
- Suecia: AIK Football.
- Polonia: Ruch Chorzow.
- Macedonia: Teteks ad tetovo

Además, existen otros clubes que no cotizan en el STOXX Europe Football pero sí están presentes en bolsa. Es el caso del Arsenal o el Tottenham, que cotizan en la bolsa de Londres, o el del Manchester United, que lo hace en la de Nueva York.

Viendo lo activos que están los clubes de la liga inglesa en el ámbito financiero no es de extrañar que la Premier League este triplicando en rentabilidad al fútbol español, que, como podemos observar, no tiene a ninguno de sus clubes cotizando en un mercado bursátil (Palco23, 2019). Pero ¿por qué ningún equipo español ha salido a bolsa? ¿podría el Athletic Club cotizar en un mercado bursátil? ¿qué requisitos deben cumplirse?

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

Asumiendo que el Athletic fuese a cotizar en la bolsa de Madrid, el equipo debe cumplir tanto los requisitos de idoneidad del emisor como de los valores que exige su manual (Bolsa de Madrid, 2019).

Respecto a los requisitos del emisor, la primera condición 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 de las que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones.” Además, el capital social mínimo exigido es 1.202miles€, cantidad que supera con buen margen el Athletic Club, quien, según recoge su web oficial, disponía a 30 de junio de 2019, de un fondo social de 130.243 miles€. Por otra parte, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) exige como requisito indispensable que la entidad que desee salir a bolsa haya tenido tres ejercicios consecutivos con resultados positivos. El Athletic cumple este requisito, ya que, por otra parte, si no lo hiciese, tal y como hemos comentado anteriormente, tendría que dejar de ser club deportivo para convertirse en SAD.

En cuanto a los requisitos de idoneidad de los valores, la Bolsa exige tener un valor de mercado mínimo de 6.000 miles de euros. Según la web Transfermarkt, el valor de mercado de la plantilla rojiblanca en 2018 estaría en torno a los 199.000 miles de euros.

Por tanto, a pesar de que, en cuanto a tamaño y cifras de negocio, el Athletic cumpla los requisitos impuestos por la Bolsa de Madrid, al no ser SAD no podría cotizar en este mercado. Una posible solución para poder hacer públicas las acciones de la entidad sería que el club deportivo se transformase en SAD, tal y como lo hicieron el resto de los equipos de LaLiga en la década de los 90.

Suponiendo que el Athletic se convirtiese en SAD y comenzase a cotizar en la Bolsa de Madrid, ¿pasaría a formar parte del STOXX Europe Football? ¿por qué hay clubs que prefieren no cotizar en este índice?

El STOXX Europe Football se rige bajo las mismas normas que otros índices sectoriales. La diferencia radica en la particularidad de este sector, y es que, su valoración en los mercados bursátiles depende de variables como el encadenar una racha de partidos ganados o perdidos, las lesiones de futbolistas importantes, los fichajes de jugadores y sus expectativas, los contratos televisivos, la gestión económica del club o la consecución de grandes títulos, tanto nacionales como internacionales. Por tanto, muchas veces la pasión del aficionado hace que inviertan dejándose llevar por sus sentimientos y no por la razón.

La inestabilidad de los motivos que pueden hacer que suba o baje el precio de las acciones provoca que el sector sea muy volátil. De hecho, repasando la evolución del índice, tal y como recoge este gráfico del STOXX Digital, vemos que desde su creación en 2002 ha fluctuado bastante.

Gráfico 1- Volatilidad STOXX Europe Football



Como consecuencia de esta gran volatilidad, hay equipos como el Manchester United o el Arsenal que han decidido no formar parte del índice.

## 5. Athletic Club

“Así es nuestro club, de todos y de nadie. Tan singular en filosofía como plural en seguidores. Tan respetado como incomprendido. Hay equipos que hacen historia, el Athletic hace leyenda. Y todo porque un día indeterminado, en un acuerdo no escrito, decidimos seguir nuestro camino. Donde otros veían el final, nosotros veíamos principios. Elegimos ser David cuando todos querían ser Goliat. Aquel día incierto, elegimos vencer menos para ganar más. Y entendimos que el Athletic es una cuestión de familia, lo del fútbol, créanme, es secundario” (Uriarte, mayo 2012).

El Athletic Club, asociación privada sin ánimo de lucro y adscrita a la Federación Vizcaína de Fútbol, nace en 1898, en plena industrialización de Bilbao, cuando jóvenes británicos afincados en el territorio quisieron traer el fútbol inglés a España. Tras unos años jugando de blanquiazul, primero en Lamiako y más tarde en Jolaseta (Getxo), en 1913 los jugadores se vistieron por primera vez de rojiblanco y se instalaron San Mamés:

La Catedral. Fueron años de numerosos títulos, jugadores apoteósicos y récords goleadores. La buena racha se mermó con la Guerra Civil (1936-1939), que obligó a suspender la competición y forzó el exilio de muchos jugadores. Con el final de la guerra, el Athletic recompone su plantilla y gana una Liga y tres Copa del Rey. En la década de los 50, conocida como “la época de los once aldeanos”, el club se estrena en la Copa de Europa, se fundan las primeras Peñas y se construye la nueva Tribuna Principal y el Arco de San Mamés, icono del Bilbao industrial. Diez años después se crea el Athletic Juvenil y en 1964 el Bilbao Athletic. Además, la entidad funda la primera escuela de fútbol del país. El Club quería reforzar su apuesta por la cantera en unos años en los que estrellas del fútbol internacional aterrizaban en otros equipos españoles. La década de los 70 quedó marcada por la disputa de la primera final europea. Tras el cambio de régimen político, el Athletic, entidad perteneciente a los socios, se afirma en el principio democrático de “un socio, un voto”. Los 80 siempre serán recordados por la celebración de aquellas dos ligas y una copa con la Gabarra por la Ría. Además, San Mamés acogió el Mundial de Fútbol. La siguiente década, la del centenario, fue la primera sin títulos en la historia del club. A pesar de ello, siguió jugando en Europa, logró el subcampeonato de Liga y accedió a la Champions League. Los años del 2000-2009 fueron los más inestables para los leones, quienes estuvieron al borde del descenso en varias temporadas, mientras que otras jugaron en Europa y alcanzaron una final de Copa 24 años después. Para terminar este breve repaso de la historia del club, cabe mencionar la construcción del nuevo estadio, San Mamés Barria (el Nuevo San Mamés), en 2013. En esta última década el Club ha jugado dos veces la final de Copa y Europa League y ha ganado, 30 años después una Supercopa.

En definitiva, en el palmarés del Athletic están los 8 campeonatos de liga, las 24 copas del rey, las 2 supercopas, los 18 campeonatos regionales, el campeonato de copa Eva Duarte (precursora de la actual Supercopa), los 2 subcampeonatos de la UEFA/Europa League, los 7 subcampeonatos de liga, los 15 subcampeonatos de copa, los 2 subcampeonatos de supercopa y el subcampeonato de copa latina. Este año (si el Covid-19 lo permite) jugará la final de la Copa del rey contra la Real Sociedad.

Como apuntábamos al principio del apartado, el Athletic tiene una filosofía deportiva muy particular que destaca porque sólo podrán vestir camiseta rojiblanca aquellos jugadores que se hayan formado en la propia cantera o en clubes de Euskal Herria

(Bizkaia, Gipuzkoa, Araba, Nafarroa, Lapurdi, Zuberoa y Nafarroa Behera) además de, aquellos deportistas que hayan nacido en dichos territorios. Tanto el Athletic Club como el conjunto de sus seguidores, se caracterizan por defender una serie de valores cada vez más en desuso en el deporte del siglo XXI. “El orgullo por lo propio, reflejado en su máxima expresión con su política de cantera, marca la diferencia con cualquier otra filosofía o manera de entender el fútbol en todo el mundo” (AthleticClub.com).

El equipo posee dos órganos de Gobierno: la Asamblea General y la Junta Directiva. A 30 de junio de 2019, el Censo de Socias y Socios, propietarios del club, estaba constituido por 43.555 miembros.

Respecto a sus estados financieros, en los siguientes apartados describiremos en profundidad los números de las principales partidas del club. Sin embargo, como adelanto diremos que el Athletic goza de una situación económico-financiera saneada. Según se informa en la memoria, los resultados del club vienen superando los 15 millones de euros desde las últimas tres temporadas, cantidad íntegramente destinada al Fondo Social.

Tal y como se informa en las cuentas anuales publicadas por el club, el Athletic obtiene las principales entradas de caja por ingresos deportivos (de retransmisiones, competiciones deportivas y publicidad), de socios y de gestión (tiendas y museos). Además, recauda fondos gracias a plusvalías por traspasos de jugadores.

Todos los ingresos del equipo se emplearán íntegramente en el desarrollo de su objeto social, es decir, “el fomento y la realización de toda clase de actividades deportivas y del fútbol en especial”. No se podrán repartir beneficios entre sus asociados.

Respecto a los gastos, los principales se producen por **a)** gastos de personal (plantilla deportiva, personal no deportivo y seguridad social) **b)** aprovisionamientos **c)** otros gastos de explotación (servicios exteriores, tributos, desplazamientos y otros gastos de gestión corriente) **d)** gastos financieros **e)** dotaciones para amortización (de jugadores y de inmovilizado) **f)** dotaciones a provisiones.

Para concluir diremos que el club debe cumplir con los sistemas de control de gestión y control económico-financiero impuestos por La LIGA, la Licencia UEFA, la certificación

del sistema de gestión basado en procesos ISO 9001, el programa de Compliance y el código ético del Athletic Club.

## **6. Métodos de valoración**

En 1996, Aswath Damodaran, conocido como “Decano de Valoración” plantea que los principios fundamentales para valorar cualquier empresa son muy similares, por lo que, dentro de esta similitud, debemos ser capaces de elegir el modelo óptimo en función de las características del activo a valorar. En este caso, nuestro objetivo es encontrar un método que nos permita obtener un valor aproximado del conjunto del Athletic Club, incluyendo la deuda financiera neta de la entidad.

Damodaran (1996), contemplando únicamente modelos financieros, considera tres alternativas a la hora de valorar un negocio:

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

Por otro lado, Fernández (2008) clasifica los distintos métodos en función de si se basan en el Balance de Situación (valor patrimonial), en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (múltiplos), en el Fondo de Comercio (Mixtos) o en el descuento de flujos de caja.

Teniendo en cuenta las teorías desarrolladas por estos dos autores, trataremos de alcanzar nuestro objetivo final eligiendo un método óptimo entre modelos estáticos, mixtos, comparativos y dinámicos.

### 6.1 Modelos estáticos de valoración:

Determinan el valor de la empresa en función de su situación en un momento determinado, mostrada a través de una imagen del Balance. Este modelo no tiene en cuenta el futuro ni las expectativas de crecimiento o generación de beneficios de la

empresa. No considera a la entidad un negocio dinámico, sino un conjunto de activos y pasivos. El modelo está compuesto por métodos tales como: Valor Contable, Valor Ajustado, Valor Sustancial y Valor de liquidación. (Fernández, 2008). A pesar de las ventajas de facilidad de cálculo y explicación, si nuestro objetivo es el de salida a bolsa, el hecho de no tener en cuenta el futuro de la empresa genera una serie de carencias que impiden una valoración completa, y, por tanto, provoca que tengamos que descartar este modelo.

### 6.2 Modelos mixtos de valoración:

Los modelos mixtos deben su nombre a que, por una parte, llevan a cabo una valoración estática de los activos que forman cualquier empresa, y, por otra, tratan de cuantificar la creación de valor del negocio en el futuro, considerando sus expectativas de crecimiento y la generación de beneficios (Fernández, 2013). Fernández, en su libro “Métodos de valoración de empresas”, establece que los modelos mixtos son una mejora de los estáticos. En ellos, se incorpora el concepto dinámico de plusvalía económica “Goodwill” (Fondo de Comercio).

### 6.3 Modelos comparativos:

Estos métodos suelen ser utilizados por empresas que no cotizan en bolsa. Estas entidades obtienen un valor para su negocio en función del valor de mercado de empresas similares que sí negocian públicamente sus acciones. Para ello, comparan ciertas partidas de su empresa con la cotizada. Se conocen también como métodos basados en la cuenta de resultados (Fernández, CI Métodos de valoración de empresas, 2013), porque se establece el valor mediante análisis de ventas, beneficios, rentabilidades y otros indicadores que normalmente forman parte de la cuenta de pérdidas y ganancias.

En 2006 Damodaran plantea que existen distintos tipos de múltiplos en la valoración relativa de empresas. Entre ellos destaca: Price Earning Ratio (suele ser el más utilizado debido a que proporciona la relación entre precio y ganancia), ratio Precio/Ventas, Valor

de la empresa / EBITDA y valor de la empresa / EBIT. La elección del múltiplo óptimo vendrá determinada fundamentalmente por dos aspectos: 1) el sector y sus características, 2) el indicador de valor, que es una magnitud relacionada con rendimientos futuros y creación de valor (generalmente se refiere al EBIT o EBITDA de la compañía objetivo). Una vez elegido el múltiplo debemos identificar empresas comparables. Se consideran comparables aquellas con características similares en cuanto a tamaño, actividad, estructuras organizacionales, costes y gastos etc. De cada empresa comparable obtendremos su múltiplo y, a continuación, extraeremos el múltiplo de referencia. Dicho múltiplo de referencia es el que, multiplicado por el indicador de valor de la empresa (el Athletic Club) nos dará el valor que buscamos.

La valoración por múltiplos o transacciones comparables no debe utilizarse de manera aislada, debido a que el hecho de 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). En definitiva, podemos decir que este método es un buen complemento para obtener una estimación del valor del Athletic Club, pero no debe ser el único.

#### 6.4 Modelos dinámicos:

Estos modelos tienen en cuenta el beneficio, los dividendos futuros o los flujos de caja que será capaz de generar la entidad con los activos que posee, y estiman el valor de la empresa en función de dichas características. Considera que la entidad está en constante movimiento. Entre los distintos métodos destacamos el método de dividendos y de descuento de flujos de caja. Este último llega al valor total de la empresa llevando las hipotéticas entradas y salidas futuras de capital al momento inicial. De esta forma se tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo. Es considerado tanto por Damodaran (2006) como por Fernández (2013) como método fundamental a la hora de valorar una compañía, y actualmente, es el método más extendido.

Una vez analizados los principales modelos de valoración, hemos creído conveniente utilizar el descuento de flujos de caja como método principal para obtener el valor de mercado del Athletic Club. Además, llevaremos a cabo una valoración por múltiplos comparables para comprobar que los resultados son similares. La elección de este método

frente a otros radica en que, como hemos dicho anteriormente, los modelos estáticos no tienen en cuenta la riqueza que la empresa pueda generar en el futuro. Además, como consecuencia de las características del sector, el valor contable del Athletic puede ser muy diferente a su valor de mercado. Sin embargo, dicho valor contable puede ser muy útil para estimar flujos de caja o para elegir clubes comparables con los que proceder a valorar por múltiplos.

## **7. Normativa contable general y específica del sector**

A continuación, mostraremos las diferencias que existen, en cada una de sus cinco partes, entre el Plan General de Contabilidad y su adaptación para SAD (2000). Clubes o asociaciones deportivas que no tengan forma mercantil, pero participen en competiciones profesionales, como es el caso del Athletic, también se rigen por las normas del PGC para SAD (2000) (Boletín Oficial del Estado, 2000).

La primera parte del PGC corresponde a los principios contables. Esta sección no difiere de la adaptación para SADs.

La segunda parte corresponde al cuadro de cuentas. En esta sección se han eliminado partidas que no eran utilizadas habitualmente por este tipo de entidades, como las de gastos en investigación y desarrollo, Capital o las del subgrupo 71 (variación de existencias). Además, se han creado las cuentas de “Fondo Social” o “Socios de clubes, parte no desembolsada” específicamente para asociaciones deportivas (y no para SAD).

En la tercera sección del PGC, definiciones y relaciones contables, también se han producido modificaciones. A continuación, nos centraremos en aquellas cuentas que aparecen de forma más recurrente en las cuentas anuales del Athletic Club, ya que el objetivo de este apartado es entender bien el porqué de cada partida y cada número del Balance y la PYG del equipo.

En el grupo 1, financiación básica, se ha añadido la cuenta 133. «Ingresos diferidos por cesión de derechos», para reflejar las entradas de caja correspondientes a contratos que contemplan la cesión de derechos sobre jugadores. Además, se introdujo la cuenta 137. «Cesión de ingresos futuros» para registrar los importes cobrados por la cesión a terceros de la titularidad de los ingresos futuros derivados de la prestación de los servicios del

jugador. En el subgrupo 14, se contempla como novedad, la dotación de una provisión que cubra los riesgos económicos por circunstancias excepcionales como instalaciones deportivas, estadios o la vida deportiva de los jugadores.

En el grupo 2 (inmovilizado) se han producido modificaciones en cuanto a gastos de establecimiento, inmovilizado inmaterial, material y gastos en nuevos ejercicios.

En primer lugar, el reflejo contable de gastos e inversiones sobre terrenos e instalaciones que no pertenezcan a la propiedad de club dependerá de:

- Si el terreno está cedido a la entidad en precario: los gastos que se realicen para la construcción de instalaciones sobre estos terrenos se contabilizarán como gastos de establecimiento, amortizándose en función de la vida útil de la inversión y, en cualquier caso, en un plazo no superior a cinco años.
- Si existe relación contractual en la cesión de dichos terrenos o instalaciones: las inversiones se contabilizarán como inmovilizado inmaterial, amortizándose en función de la vida útil o de la duración del contrato si éste fuese menor.

Respecto al inmovilizado inmaterial, los derechos de adquisición de jugadores, así como todos los gastos que racionalmente sean necesarios para su adquisición, se registrarán como tal si “se producen por algún concepto de similar naturaleza al “transfer” que se paga a otras entidades y siempre que su cuantía se corresponda con su valor de mercado” (Plan General de Contabilidad para SAD, 2000). El “transfer” hace referencia al precio de adquisición, cantidad monetaria que se paga al equipo de procedencia del jugador. En ese caso, será recogido en la cuenta 215. “Derechos de adquisición de jugadores”. Esta cuenta se amortizará de manera lineal 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.

La contabilización de jugadores como inmovilizado inmaterial suele generar polémica como consecuencia de las discrepancias existentes entre valor contable y valor de mercado. Obtener el valor de mercado de un jugador antes de venderlo es muy complicado debido a la dificultad para encontrar transacciones similares, la inexistencia

de un mercado activo o las incertidumbres que rodean al jugador (lesiones, partidos ganados, trofeos internacionales, etc. que puedan alterar su valor de mercado. Por lo que, tal y como se recoge de la Memoria del Athletic Club, hasta el momento de la venta del jugador, los equipos contabilizarán a sus jugadores a través del “valor contable ajustado”, lo que se conoce como “transfer fee”. Matizando que lo que se compran son los contratos y no los jugadores en sí, el club contabiliza el coste de adquisición y ha de establecer las correcciones de valor necesarias.

En cuanto a las inmovilizaciones materiales, únicamente se ha introducido la cuenta 224. «Estadios y pabellones deportivos», en la que se incluye el valor de los terrenos en los que se encuentran ubicadas estas construcciones.

El grupo 3 (Existencias), básicamente no difiere de las cuentas del PGC. En el caso de entidades deportivas, los inventarios, obviamente, están relacionados con el sector: materiales deportivos, medicamentos y material sanitario de consumo o material de propaganda y comercialización.

Respecto al grupo 4 (acreedores y deudores de la actividad), en el subgrupo 41 y 44 se han introducido cuentas específicas que recogen deudas y créditos comerciales con entidades deportivas como Federaciones, Ligas Profesionales etc. El subgrupo 43 tiene en cuenta las deudas de abonados o socios (en el caso de clubs deportivos), que pasan a ser los “clientes” en este tipo de actividad.

El grupo 5 (cuentas financieras), no presenta modificaciones significantes respecto al Plan General de Contabilidad.

El grupo 6 (compras y gastos) se ha mantenido para los aprovisionamientos que pudieran tener estas entidades, aunque habitualmente tengan poca relevancia. En cuanto al subgrupo 64. «Gastos de personal» matizar la diferencia entre los sueldos y salarios de «plantilla deportiva» y «personal no deportivo». En el subgrupo 65. «Otros gastos de gestión» es donde se producen las modificaciones más significativas. Se ha utilizado este subgrupo para recoger todos los gastos habituales de estas entidades, por lo que tendrán gran importancia en los resultados de la entidad. En este sentido, cabe mencionar: Los derechos de arbitraje, desplazamientos, gastos por adquisición de jugadores cuando sea por un período inferior al año, las subvenciones a otras Entidades Deportivas y las sanciones deportivas que no se consideren extraordinarias.

Respecto a los gastos que asumen los equipos para formar a sus jugadores, existen dos opciones: 1) que se consideren inmovilizado inmaterial 2) que aparezcan como gastos propiamente dichos, figurando como tales en su correspondiente ejercicio y no como inmovilizado (más aceptada por principio de prudencia).

El grupo 7 (ventas e ingresos) incluye importantes modificaciones. El subgrupo 70 se utilizará para contabilizar los ingresos del club por Liga, Copa, derechos de retransmisión, publicidad y comercialización (merchandising), etc., es decir, su actividad principal. Además, el subgrupo 71 recoge los ingresos de la entidad por cuotas sociales, o por carnet de socios. Este subgrupo junto con el anterior constituye, para estas entidades, la cifra de negocios. En el subgrupo 75 se introduce la cuenta 750. «Otras ventas de existencias» para recoger los ingresos que tengan una importancia secundaria para la entidad.

Este tipo de entidades no poseen grupos 8 y 9.

Respecto a la cuarta parte de PGC, cuentas anuales, ha sido objeto de ciertas modificaciones. La más relevantes ya se han ido mencionado en los párrafos anteriores.

La quinta parte, corresponde a las normas de valoración. Según los autores de PGC, uno de los aspectos más confusos de esta sección fue el de valorar los trofeos deportivos, dada la diversidad de tratamientos que se pueden aplicar. Finalmente, el grupo de trabajo del PGC optó por un criterio restrictivo, poniendo como condición para poder ser contabilizado, que el valor venal sea significativo y que sea el resultado de una tasación pericial.

## **8. Aspectos fundamentales para valorar el Athletic Club**

Como venimos diciendo, nuestro objetivo es obtener el valor intrínseco de la entidad para tratar de simular el precio de salida a bolsa en caso de producirse una OPV. Para ello, será necesario analizar las partidas de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y las del Balance de Situación del club. Lo primero que haremos será estudiar la evolución histórica de dichas partidas para luego poder proyectarlas. En esta primera aproximación (apartado 8) nos limitaremos a analizar la trayectoria de las cuentas de ingresos, gastos, CAPEX y NOF en el pasado. Nos remontaremos 8 años atrás, cifra que nos ha parecido coherente debido a que, por una parte, es suficiente para comparar temporadas buenas con otras peores, y

por otra, no es excesiva como para generar distorsiones por los cambios que se han producido en la industria del fútbol durante los últimos 20 años. Una vez analizada la evolución de estas cuentas, en el siguiente apartado trataremos de estimar el futuro.

### 8.1 Evolución histórica de los ingresos

Las principales fuentes de ingreso de los equipos de fútbol han ido variando a lo largo de la historia de este deporte. Hoy en día, los clubes facturan más por lo que antes eran “ingresos atípicos” (Televisión, Marketing y comercial) que por los considerados ‘ingresos típicos’ (socios y abonados). Según las cuentas publicadas por el club, el importe neto de la cifra de negocio del Athletic se divide en: ingresos deportivos y de socios.

1. Los ingresos deportivos. En el siguiente gráfico observamos su evolución desde la temporada 2011/2012.

Gráfico 1- Ingresos deportivos



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

Tal y como podemos observar en el Gráfico 1, los ingresos deportivos han ido creciendo a lo largo de las ocho últimas temporadas. Sin embargo, hay años como el 2013/2014 y el 2018/2019 en el que se observan caídas respecto a la temporada anterior. Para entender el motivo de esta evolución, está claro necesitamos saber qué partidas forman los ingresos

deportivos. En sus presupuestos, el club especifica que los ingresos deportivos están formados por derechos de retransmisiones, publicidad y competiciones deportivas. Sin embargo, solo publica presupuestos para la próxima temporada (2020/2021) y no de campañas anteriores. No obstante, gracias a un artículo publicado por Palco23 el 22 de octubre de 2018, podemos disponer de los datos de estas tres partidas que forman los ingresos deportivos desde la temporada 2016 hasta la actual. El periódico cita al Athletic Club como fuente. Además, tras un largo research conseguimos dar también con las cifras de la temporada 2011/2012.

Gráfico 2- Ingresos deportivos según su naturaleza



Fuente: Elaboración propia

Tal y como adelantábamos en los apartados anteriores, el principal causante del cambio tan drástico que ha vivido el sector futbolero es la venta de los derechos televisivos. En este Gráfico 2 podemos evidenciarlo: mientras publicidad y competiciones deportivas se mantienen más o menos estables a lo largo de los diez últimos años, los ingresos por televisión se disparan desde los 20 millones en 2011 hasta rozar los 70 millones en la última temporada, pasando a ser la principal fuente de ingresos deportivos del equipo con mucha diferencia. No tenemos datos para justificar la bajada que observamos en el gráfico 1 de la temporada 2013 a 2014, pero sí de la 2018 a 2019 y, como vemos en el gráfico 2, se debe a una menor entrada de caja por televisión.

La importancia de la televisión en las cuentas de los clubes es evidente, pero ¿cómo funciona “el mundo de los derechos por retransmisión”?

La licitación en busca de la mejor oferta posible queda a cargo de las entidades continentales, quienes, una vez designada la empresa a cargo, deben repartir con los clubes las ganancias. Las cifras que se manejan en el sector de las telecomunicaciones son escalofriantes. Según informaba el periódico EL ESPAÑOL en junio de 2018, La Liga de Fútbol Profesional adjudicaba a Telefónica los paquetes más atractivos de los derechos televisivos del fútbol de nuestro país (los ocho partidos y el partidazo) por 3.421 millones de euros. Por su parte, Mediapro, comprador de la subasta inicial, se quedó con el paquete de los bares y con el contrato de agencia para vender los derechos internacionales por 480 millones.

En el gráfico observamos como los ingresos por retransmisiones pasan de ser apenas 20 millones en 2011 a rozar los 70 en la última temporada. No obstante, esos 69,3 millones que aparecen en el gráfico, obtenidos de las cuentas anuales publicadas por el club, no reflejan lo que verdaderamente pagó la LFP al Athletic. Según el artículo publicado por Endíkar Río en diciembre de 2019 para El Mundo Deportivo, la liga pagó 74,8 millones al club vasco en la temporada 2018-2019, y no los 69,3m que ilustramos. La diferencia radica en que no todo el montante va dirigido a las arcas de Ibaigane (sede del Athletic) sino que el equipo está obligado a repartir un 7% de esos 74,8 millones en otros aspectos del fútbol: un 3,5% va dirigido al fondo de compensación del que se benefician los equipos que descienden de categoría, otro 1% para la promoción internacional de la competición, otro 1% a la Federación Española, otro 1 % al Consejo Superior de Deportes y el 0,5 % restante, al apoyo del fútbol femenino y a los sindicatos de jugadores.

El artículo también hace referencia a la manera en que se reparte la cantidad total de dinero que se obtiene de las televisiones:

### REPARTO € POR TELEVISIONES

#### 90% Clubes 1ª División

50% a partes iguales entre los 20 equipos clasificados

25% en función de los resultados de últimas 5 temporadas

25% en función del importe de abonos, taquillas o audiencia generada

#### 10% Clubes 2ª División

Una vez explicado cómo funcionan los derechos por televisión, vamos a justificar brevemente los ingresos que obtienen el club por publicidad y por competiciones deportivas, que, como ya adelantábamos, no han variado mucho en las ocho últimas temporadas.

La partida de ingresos por publicidad, que se mantienen más o menos estable en los seis millones de euros anuales, hace referencia fundamentalmente a los patrocinadores del equipo. En julio de 2008 la refinería Petronor y el Athletic Club firmaron un acuerdo en el que, por primera vez en 110 años de historia, el equipo luciría en sus uniformes publicidad de una entidad privada. El convenio se renovó hasta 2014 y aportó al club 2 millones de euros por temporada, además de incentivos por logros deportivos (Petronor, 2020). A partir de julio de 2015, el Athletic sustituyó a Petronor como sponsor oficial y acordó lucir en la pechera de su camiseta a Kutxabank. Según informaba MARCA en 2015, el banco (fusión de las tres cajas vascas) reportaría al club alrededor de 2,3 millones de euros por temporada en un acuerdo que duraría hasta 2019. Además, en la temporada 2017/2018, el Athletic decidió no renovar el patrocinio técnico de Nike y fichar por New Balance para las próximas seis temporadas. Los términos económicos del contrato no se desvelaron, sin embargo, según el artículo de Palco23 en mayo de 2017, las cifras podrían rondar los 3,5 millones de euros por temporada, cantidad que supera los 2,5 millones que el club venía ingresando con Nike desde 2013. Además de Kutxabank y New Balance como patrocinadores principales, el Athletic cuenta con la aseguradora IMQ, la cervecera San Miguel, Coca-Cola y bet365 como sponsors de segundo nivel.

Respecto a los ingresos por competiciones deportivas, pagados por la LFP o la Europa League, se han mantenido más o menos constantes siempre alrededor de los 10 millones de euros. En el gráfico 2 observamos que los ingresos por publicidad y competiciones

deportivas de los primeros años son ligeramente superiores a los de 2019. Esto es así porque ambas cuentas están muy ligadas al desempeño deportivo del club, y, en 2011 el Athletic llegó a la final de la Europa League y de la Copa del Rey y en 2015 el club ganó la Supercopa.

2. Los ingresos de socios. Es lo que se conoce en el sector como ‘ingresos por Matchday’, haciendo referencia al capital ingresado por la venta de entradas en días de partido y por las cuotas anuales de socios y abonados. Además, el club intenta obtener ingresos adicionales en esta partida por la explotación de las áreas VIP del campo (“San Mamés VIP Area).

Gráfico 3- Ingresos de socios



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

El Athletic estrena campo en septiembre de 2013. San Mamés Barria tiene capacidad para 53.331 aficionados, 13.000 más que el antiguo San Mamés. Sin embargo, en el gráfico 3 observamos una caída de los ingresos deportivos a lo largo del primer año del nuevo estadio. Esto se justifica porque el Athletic comenzó a jugar en 2013 sin que hubiesen terminado de construir la tribuna superior. A partir de 2014, una vez finalizadas todas las obras, vemos que los ingresos por socios aumentan hasta estabilizarse en los 25 millones de euros. Según las cuentas publicadas por el club en junio de 2019, de los 53.331 aficionados, 43.555 son socios

Una vez comentadas las diferentes partidas del Importe neto de la cifra de negocios, procedemos a presentar la siguiente tabla resumen:

Tabla 1- Importe neto de la cifra de negocios

MILES €	2011	Var. Anual	2012	Var. Anual	2013	Var. Anual	2014	Var. Anual	2015	Var. Anual	2016	Var. Anual	2017	Var. Anual	2018	Var. Anual	2019	PROMEDIO
Imp. Neto.Cifra Neg.	50.356	24%	66.149	-2%	64.678	-11%	58.230	33%	87.251	19%	107.784	11%	121.708	3%	125.276	-9%	115.000	9%
Ingresos deportivos	29.292	35%	45.368	-3%	43.928	-14%	38.452	39%	63.430	23%	82.632	14%	96.577	4%	100.266	-11%	90.117	11%
Socios y abonados	21.064	-1%	20.782	0%	20.749	-5%	19.778	17%	23.822	5%	25.152	-0,08%	25.131	-0,49%	25.009	-1%	24.884	2%

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

Vemos que la variación anual media del importe neto de la cifra de negocios es un 9%. Las variaciones negativas que observamos en los años 2012/2013, 2013/2014 y 2018/2019 se corresponden con las caídas que vemos de los ingresos deportivos en el gráfico 1. Como decíamos, solo tenemos los datos del 2018/2019 para afirmar que el descenso se debe a un menor ingreso por derechos de retransmisión, sin embargo, intuimos que las otras dos bajadas pueden justificarse de la misma manera. Tanto el 2012 como el 2013 fueron años muy malos deportivamente hablando para el Athletic, en los que, cabe pensar que la audiencia, y con ella los ingresos por televisión, descendieron.

Además de ingresos deportivos y socios, el Athletic tiene otras dos fuentes de capital: ingresos de explotación y plusvalías por traspasos de jugadores.

Otros ingresos de explotación; este apartado hace referencia fundamentalmente a las entradas de caja que obtiene el club por sus tiendas y museos.

Gráfico 4: Ingresos de gestión



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

En el gráfico 4 comparamos únicamente los años 2011 y 2019 porque las temporadas intermedias no aportan información adicional. Los recursos que el Athletic obtiene por sus tiendas y museos se han mantenido estables a lo largo de los ocho últimos años, rondando siempre los 8 millones de euros por temporada. La construcción del Nuevo San Mamés no ha supuesto cambios notables en esta partida.

Plusvalía por traspasos de jugadores: Por su filosofía, El Athletic es un club que no suele comprar ni vender jugadores. Sin embargo, al ver reducida su opción de compra (solo jugadores vascos) el precio que paga por los fichajes suele ser más elevado que el que pagan equipos de categoría similar. Lo mismo ocurre con los traspasos, se da la circunstancia de que, cuando vende, vende muy caro. A continuación, analizaremos los ingresos de plusvalías por traspasos que el club ha obtenido en las ocho últimas temporadas. Todos los datos se han obtenido de Transfermarkt (Transfermarkt, 2020)

Tabla 2- Plusvalía por traspasos

TEMPORADA	JUGADOR	PLUSVALÍA POR TRASPASOS (miles de €)	COMPRADOR
2011/2012	-	0	
2012/2013	Javi Martínez	40.000	Bayern Munich
2013/2014	-	0	
2014/2015	Ander Herrera	36.000	Manchester United
2015/2016	-	0	
2016/2017	-	0	
2017/2018	Aymeric Laporte	65.000	Manchester City
2018/2019	Kepa Arrizabalaga	80.000	Chelsea
Presupuestos 2020	-	0	
<b>PROMEDIO</b>		<b>24.556</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de Transfermarkt

La media por plusvalías de las ocho últimas temporadas sería de **24.555 miles €**.

Cabe matizar que esta partida suele ser parte de los ingresos extraordinarios de los clubes, sin embargo, en sus cuentas, el Athletic Club los contabiliza como ingresos de explotación.

## 8.2. Evolución histórica de los gastos

Respecto a los gastos, el club divide sus salidas de fondos en: gastos de personal, aprovisionamientos y “otros gastos de explotación”.

1. Otros gastos de explotación: En sus cuentas, el equipo informa de que esta partida hace referencia a los recursos invertidos en servicios exteriores, tributos, desplazamientos, pérdidas, deterioros y provisiones por operaciones comerciales

y otros cargos de gestión corriente. Como nuestro objetivo es proyectar los gastos de explotación (para restárselos a los ingresos y obtener el EBITDA), no tendremos en cuenta la partida de “pérdidas, deterioros y provisiones”. Al no suponer salida de caja, la incluiremos más tarde con las amortizaciones.

Tabla 2- Gastos de Explotación

TEMPORADA	GASTOS DE EXPLOTACIÓN	VARIACIÓN ANUAL
	<b>MILES DE €</b>	
<b>2011</b>	8.807	
<b>2012</b>	9.970	12%
<b>2013</b>	10.464	5%
<b>2014</b>	8.542	-22%
<b>2015</b>	9.760	12%
<b>2016</b>	12.519	22%
<b>2017</b>	19.710	36%
<b>2018</b>	22.707	13%
<b>2019</b>	23.232	2%
<b>PROMEDIO</b>		<b>10%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

Las variaciones más elevadas de los años 2016 y 2017 pueden deberse a las reparaciones que se acometieron esos años en la ciudad deportiva del club (Lezama). Asimismo, la construcción del nuevo estadio en 2013 pudo hacer aumentar los gastos de ese año, que volvieron a bajar en 2014 (única variación negativa de la tabla).

2. Gastos de personal. Dentro de este apartado distinguimos entre plantilla deportiva y no deportiva, además de seguridad social. Como adelantábamos al analizar el Plan General de Contabilidad, los transfer fee forman parte del Inmovilizado Intangible del club y se amortizan según la duración de su contrato, formando parte del CAPEX de la entidad. Sin embargo, la retribución del jugador, primas de fichaje o bonus por firma, se calificarán como gastos de personal. Además, también formarán parte de estos gastos cualquier cantidad monetaria destinada a la formación de jugadore

Tabla 3- Gastos personal

<b>TEMPORADA</b>	<b>GASTOS PERSONAL</b>
	<b>MILES DE €</b>
<b>2011</b>	<b>48.836</b>
<b>2012</b>	<b>51.106</b>
<b>2013</b>	<b>48.848</b>
<b>2014</b>	<b>45.054</b>
<b>2015</b>	<b>54.613</b>
<b>2016</b>	<b>68.898</b>
<b>2017</b>	<b>70.780</b>
<b>2018</b>	<b>80.624</b>
<b>2019</b>	<b>91.799</b>
<b>PROMEDIO</b>	<b>62.284</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

En la tabla observamos que el club incurre, de media, en 62.284 miles € por temporada en gastos de personal. Al analizar el CAPEX veremos que el incremento de esta partida en los últimos años se justifica con la cantidad de fichajes (inusuales) que ha acometido el club en los tres últimos años.

3. Aprovisionamientos. En esta partida se incluyen fundamentalmente las compras y consumos de material deportivo de los equipos. Como es de esperar, esta cuenta no supone un montante significativo de los gastos totales. Además, la cifra se mantiene estable a lo largo del tiempo. En las cuentas anuales del club vemos que desde 2011, el montante total de esta partida ronda los 4 millones de euros.

### **8.3. Evolución histórica de las principales partidas del Balance de Situación**

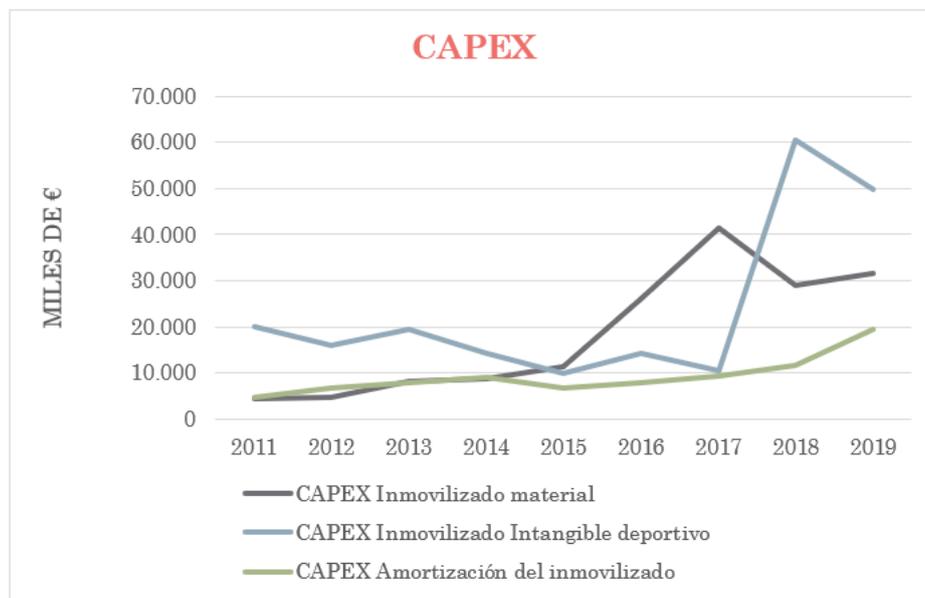
#### **8.3.1 CAPEX**

El CAPEX (Capital Expenditure) se refiere a todo aquel gasto incurrido por una empresa en activo no corriente operativo. Según el informe económico-financiero publicado por La Liga Profesional de Fútbol en 2018, “las inversiones en CAPEX de cualquier equipo incluyen jugadores, estadios e instalaciones, así como otros inmovilizados no financieros. Este CAPEX se clasifica en función de su naturaleza (recurrente vs. no recurrente). Así,

LaLiga ha considerado como CAPEX no recurrente todo aquel importe en jugadores o en infraestructuras que excede en un determinado año el promedio de las temporadas anteriores.” (LFP, 2018)

A continuación, analizaremos la trayectoria tanto del CAPEX de inversión como del CAPEX de mantenimiento con el objetivo de proyectar la partida en el futuro.

Gráfico 5- CAPEX



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de club

Respecto a las **inversiones en inmovilizado material**, la más significativa se produjo en 2013, al emplearse 211 millones de euros (Transfermarket, 2020) para la construcción del nuevo estadio del club. Sin embargo, vemos que esta inversión no se refleja en el gráfico, y es que los 211 millones no salieron de las arcas de Ibaigane. De la cantidad total, el Athletic aportó 27,7 millones de capital y los terrenos donde se levantaría la instalación, con un valor de 16,8 millones de euros. El resto lo pagaron sus socios de San Mamés Barria, mercantil de la que el club posee un 24,67% y en la que participan Kutxabank, el Gobierno vasco, la Diputación de Vizcaya y el Ayuntamiento de Bilbao (Menchén, 2018). El pico más alto en inmovilizado material lo vemos en 2017. Ese año, el Athletic vendió a Laporte al Manchester City por 65 millones de euros, lo que provocó que se convirtiera en el club con más beneficios de la historia de LaLiga y utilizara ese dinero para terminar

de pagar la construcción del estadio y acometer las inversiones que venía anunciado realizaría en Lezama, con un coste de 13 millones de euros. En total, desde 2013 el club ha invertido 30 millones de euros para ampliar y modernizar la ciudad deportiva en la que entrena el primer equipo, el femenino y toda la cantera (Menchén, 2018).

Tal y como se observa en el gráfico, durante las dos últimas temporadas las inversiones en inmovilizado material se han ido estabilizando, y es que, con todo lo anterior, parece que el club no tiene previsto emplear más capital en sus infraestructuras.

En cuanto al **inmovilizado intangible deportivo**, ya vimos al analizar el Plan General de Contabilidad que, dada la dificultad de establecer el valor de mercado de los jugadores antes de venderlos, esta partida del activo recoge todos los derechos de deportistas a precio de adquisición, transfer fee. A fecha de cierre, se contabilizan pérdidas o correcciones ocasionadas por deterioro de valor.

En el caso del Athletic Club, la cuenta “inmovilizado intangible deportivo” es más particular que la de otros clubes. Como hemos dicho, solo podrán jugar en el equipo jugadores vascos, lo que reduce bastante los fichajes a otros equipos. Es decir, la mayoría de los jugadores del Athletic son canteranos, lo que significa que no han pagado ningún precio de adquisición a otra entidad. Este hecho supone que, generalmente, la cantidad monetaria dedicada a los derechos de jugadores sea insignificante en comparación con la del resto de clubes de categoría similar. Sin embargo, al igual que comentábamos antes con las ventas de jugadores, hay años en los que el Athletic sí compra jugadores y, por su filosofía, lo hace a un precio mucho mayor del que suelen hacerlo clubes de categoría similar. Todo esto se observa en el gráfico. Vemos que hasta 2018, las inversiones en inmovilizado inmaterial se mantienen más o menos constantes llegando como máximo a los 20 millones de euros. Y es que, hasta ese año los fichajes eran mínimos. En 2018, como consecuencia del colchón financiero con el que contaba el club por las ventas de Kepa y Laporte, el Athletic protagoniza dos veranos de fichajes inusuales: Iñigo Martínez por 32 millones en la temporada 17/18 y, un año más tarde, Yuri Berchiche por 24 millones, Ibai Gómez por 4 millones, Ander Capa por 3 millones y Cristian Ganea junto con Kenan Kodro por 1,9 millones entre los dos. Respecto a la temporada actual, las cinco nuevas incorporaciones han subido de Lezama y, en principio, el club no planea nuevos fichajes.

Por último, analizaremos las **amortizaciones** del club. En sus cuentas, el Athletic no aporta información adicional para justificar el origen de las cifras de esta partida. Intuimos que la subida que observamos en la tabla 3 de 2017 a 2019 se produce como consecuencia de las inusuales adquisiciones de jugadores que acabamos de comentar realizó el club en las últimas campañas, ya que, como sabemos, los jugadores se amortizan según la duración de su contrato.

Tabla 4- Amortización del inmovilizado

<b>TEMPORADA</b>	<b>AMORTIZACIÓN</b> MILES DE €
<b>2011</b>	4.856
<b>2012</b>	6.803
<b>2013</b>	8.031
<b>2014</b>	8.964
<b>2015</b>	6.747
<b>2016</b>	7.971
<b>2017</b>	9.464
<b>2018</b>	11.516
<b>2019</b>	<b>19.453</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

La única partida que quedaría por analizar sería la de las **provisiones** (deducidas anteriormente del cálculo de los gastos de explotación). A continuación, mostramos una tabla resumen del montante dedicado a esta cuenta en los ocho últimos años:

Tabla 5- Provisiones

<b>TEMPORADA</b>	<b>PROVISIONES</b> MILES DE €
<b>2011</b>	1.375
<b>2012</b>	0
<b>2013</b>	4.226
<b>2014</b>	4.500
<b>2015</b>	3.000
<b>2016</b>	0
<b>2017</b>	0
<b>2018</b>	76.033
<b>2019</b>	40.379
<b>PROMEDIO</b>	<b>1.872</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

El club no nos aporta datos sobre el origen de las provisiones de los dos últimos años, que, tal y como observamos en la tabla, son cantidades espectaculares, muy superiores a las de temporadas anteriores. Por ello, hemos considerado esos años como no recurrentes y no los hemos tenido en cuenta para calcular la media de los 1.872 miles €.

### 8.3.2 NOF

Las Necesidades Operativas de Capital (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.

Tabla 6- Necesidades Operativas de Financiación

<b>NECESIDADES OPERATIVAS DE FINANCIACIÓN</b>				
<b>MILES DE €</b>				
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Deudores</b>	8.627	9.687	8.566	11.237
<b>Existencias</b>	1.153	1.228	2.019	1.867
<b>Acreedores comerciales</b>	42.751	51.104	46.356	41.161
<b>Cálculo</b>	-32.971	-40.189	-35.771	-28.057
<b>NOF</b>		<b>-7.218</b>	<b>4.418</b>	<b>7.714</b>
<b>INCN+Ing.Gestión</b>		129.277	132.739	122.862
<b>%NOF sobre ingresos</b>		<b>-5,58%</b>	<b>3%</b>	<b>6,28%</b>
<b>PROMEDIO</b>				<b>1,34%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales del club

Para proyectar las NOF, hemos creído que lo más coherente sería calcular el porcentaje de NOF sobre ventas. Para esas ventas, hemos tenido en cuenta el importe neto de la cifra de negocios (ingresos deportivos y socios) más los ingresos de gestión. Hemos creído conveniente añadir estos ingresos de gestión por su estrecha relación con las existencias. Gran parte de las existencias del club son camisetas, balones de fútbol, bufandas, etc. que se venden en sus tiendas y museos (ingresos de gestión). Por lo que, si calculamos las NOF con todas las existencias, y proyectamos las NOF sobre las ventas, debemos tener en cuenta los ingresos de gestión en dichas ventas.

Tal y como observamos en la tabla, tras calcular el importe de NOF desde 2016, hemos obtenido una media de 1,34%.

## **9. Descuento de flujos de caja**

Una vez analizada la evolución de histórica de las diferentes partidas, procederemos a realizar las proyecciones financieras para determinar, hasta donde sea posible, cuál puede ser la capacidad de generación de beneficios del Athletic Club. Nuestro horizonte temporal será de 5 años, ya que consideramos que, por la inestabilidad del sector futbolístico y la volatilidad de los ingresos anteriormente comentados, si proyectamos a más años obtendríamos estimaciones poco detalladas y un análisis demasiado superficial. El último año de la proyección explícita debe ser representativo de la estructura típica de negocio que la compañía mantendrá a largo plazo. Tras estimar ese último año, asumiremos una expectativa de crecimiento a largo plazo del conjunto de magnitudes de cuenta de resultados y balance.

### **9.1 Cálculo de los flujos de caja**

Nuestro objetivo es determinar cuánta caja tendríamos disponible para pagar a todos los proveedores de capital, tanto accionistas (dividendos) como recursos ajenos (intereses). Por ello, los flujos de caja que emplearemos serán Flujos de Caja libres, o “Free Cash Flows”, y la tasa de descuento será la del Coste Medio Ponderado de Capital.

A continuación, procedemos a proyectar. Lo primero de todo decir que, teniendo en cuenta las previsiones económicas futuras como consecuencia de la pandemia asumimos inflación nula para todas nuestras partidas (estimación FMI para 2020 -0,3% y 2021 +0,5%).

#### **- Importe neto de la cifra de negocios:**

Teniendo en cuenta la evolución de la crisis sanitaria, hemos asumido que para el 2020 no se retransmitan más partidos, lo que supondría televisar un 30% menos de lo acordado inicialmente (se suspende la Liga de marzo a mayo más los partidos del mundial que se iba a jugar en San Mamés en junio). Por ese 30% de los meses, asumimos una bajada del 30% para el 2020. Al analizar la evolución de esta partida, veíamos que la influencia de

la televisión sobre el total de los ingresos deportivos era mucho mayor que la de publicidad y competiciones deportivas, por lo que asumiremos para estas dos últimas las mismas estimaciones que para la televisión. Respecto a los ingresos por socios, la cuota para el 2020 se pagará al completo, y las entradas que se han dejado de vender ese 30% del tiempo suponen un ingreso insignificante sobre el total.

Para el año 2021 estimamos una subida del 20% respecto al año anterior, lo que supondría seguir todavía un 16% por debajo del año 2019 (que fue un año completo). Entiendo solo se recuperará la mitad de la bajada por dos cuestiones: por una parte, la situación económica actual podría provocar una negociación a la baja de los contratos televisivos y, por otra, debemos considerar el riesgo de un nuevo brote que impidiese jugar todos los partidos, con la consecuente posible reducción de cuota de los socios. A partir del 2022, estimamos un crecimiento de aproximadamente una tercera parte de lo que venía teniendo el club antes de la crisis (tabla 1 vemos crecimiento medio del 9%).

- Ingresos de gestión:

Las tiendas y museos del club estarán cerradas, en principio, de marzo a junio. De nuevo, por ese 30% del tiempo, se perderá un 30% de la facturación total, por lo que asumimos esa bajada para el primer año. Consideramos que en 2021 se recupera la mitad de la bajada, porque, independientemente de que pudiesen estar abiertas tiendas y museos la totalidad del tiempo, la crisis económica afectará en el consumo y no se recuperarán las cifras del 2019. A partir del 2021, estimamos las ventas se mantendrán como consecuencia de la situación económica que entendemos continuará en el mercado (aumenta el desempleo, disminuyen sueldos, etc.)

- Plusvalías por traspasos:

Por la situación actual, entendemos no existirá compra-venta de jugadores al final de la temporada y este año las plusvalías serán nulas. Para los dos años siguientes, estimo las plusvalías serán el 50% de la media que venía obteniendo el club antes de la crisis, ya que, sin ninguna duda, la situación económica que viviremos también afectará a la valoración de los jugadores. Considero que hasta 2024 no se volverá a alcanzar la cifra media del club.

- Gastos de explotación:

A pesar de que hemos estimado una bajada del 30% para los ingresos, considero para este año que los gastos de explotación “únicamente” caerán un 20% por la influencia de los costes fijos. En el 2021, al volver a jugarse partidos, los equipos volverán a incurrir en desplazamientos y otros gastos de gestión corriente por lo que asumimos una subida del 20% respecto al año anterior. Entiendo no llegan a recuperarse del todo las cifras del 2019 por dos factores: 1. posibilidad de un nuevo brote que impida jugar todos los partidos 2. posible bajada de precios como consecuencia de la crisis en la que estaremos todavía inmersos. A partir del 2022, asumimos un crecimiento de una tercera parte de lo que venía teniendo el equipo en el pasado.

- Gastos de personal:

El propio club ha previsto tres posibles escenarios ante la crisis actual. Para cada uno de ellos estima una bajada de entre el 6% y el 17% del salario de sus jugadores. Para proyectar el gasto de personal del 2020, he asumido una caída media del 12% en salarios. A partir de los años siguientes, al considerar inflación nula, estimo se mantendrá fijo el mismo coste del año 2019.

- Aprovisionamientos:

Considero que se mantienen fijos, independientemente de la escasa relevancia que tienen en la totalidad de los gastos.

- Amortización y CAPEX:

En una perspectiva a largo plazo, y en ausencia de crecimiento de la actividad, los CAPEX tienden a igualarse en montante total con las dotaciones a la amortización. Lo importante es predecir las inversiones futuras, dado que estas, y no las históricas, son las que determinarán la necesidad de dotaciones para la amortización. Teniendo en cuenta que el nuevo estadio se construyó en 2013, que se han invertido 30 millones en renovar Lezama y que el club realizó los fichajes que “necesitaba” la última temporada, no parece vayan a producirse reparaciones o nuevas inversiones en un futuro próximo. Por tanto, la cifra de amortización registrada en el último ejercicio parece una buena estimación para proyectar la amortización futura. Además, asumiendo que estamos ante una empresa

madura sin inversiones a la vista, asumiremos que los CAPEX de un ejercicio representan un importe igual a la dotación anual para la amortización del inmovilizado.

- Provisiones:

Considerando inflación nula, asumiremos la media anual de 1.871.602€ calculada en la tabla 4.

- NOF:

Teniendo en cuenta las características del sector (existencias no suelen variar) y que el Athletic no tiene previsto nuevas inversiones materiales ni inmateriales (no se prevé endeudamiento a corto plazo) estimamos que esa media del 1,82% puede ser un buen porcentaje para proyectar las Necesidades Operativas de Financiación de los próximos cinco años.

En el anexo 1 se puede ver el desarrollo para llegar a los FCF que ofrecemos a modo resumen en la tabla 6.

Tabla 7- FCF

PROYECCIONES					
MILES DE €	2020	2021	2022	2023	2024
FCF	-17.623 €	-4.024	-2.264 €	4.161 €	10.649 €

Fuente: Elaboración propia

## 9.2. Cálculo del Coste Medio Ponderado de Capital

A continuación, calcularemos el Coste Medio Ponderado de Capital o WACC (Weighted Average Cost of Capital). Esta tasa de descuento hace referencia al coste de capital que tendrá la empresa en el futuro; en función de grado de apalancamiento, del coste de los RRPP y del coste de los RRAA. 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. Es el coste de financiación de los activos. Su fórmula es la siguiente:

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

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

En primer lugar, calcularemos el coste de los recursos propios. Para ello utilizaremos el modelo CAPM.

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

Donde:

- Rf: rentabilidad del activo sin riesgo. A 15 de abril de 2020, el bono español a 10 años presenta una rentabilidad del 0,86% (Expansión, 2020).
- Rm-Rf: Es la prima de riesgo del mercado, el exceso de rentabilidad de las acciones sobre el bono libre de riesgo. Según Damodaran (2019) la prima de riesgo para España es de 8,1%.
- Bi: multiplicador de la prima de riesgo general del mercado. La beta =1 sería la propia de un valor con riesgo percibido como equivalente a la media del mercado, la inferior a 1 como un riesgo menor y la superior a 1 como un riesgo superior. La beta mide la volatilidad de un determinado activo con respecto a la volatilidad del mercado.

El hecho de que el Athletic Club no cotice en bolsa supone que no exista dato de su Beta. Como consecuencia, tendremos que calcularlo. Para ello, 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. Con requisitos de similitud nos referimos a entidades de categoría económico-financiera similar.

Las betas publicadas de estos equipos serán betas apalancadas. Es decir, tendrán en cuenta la estructura financiera particular de cada entidad. Como hemos dicho, la Beta simboliza el riesgo, y gran parte de este riesgo está condicionado por la distribución que cada equipo hace de sus recursos propios y ajenos.

Por lo que, para averiguar la beta del Athletic Club haremos lo siguiente: primero seleccionaremos cuatro equipos similares con sus respectivas betas apalancadas, después desapalancaremos cada una de las betas teniendo en cuenta su estructura Deuda/Fondos propios y calcularemos la media de esas cuatro betas desapalancadas. Por último, apalancaremos esa beta media calculada con la estructura financiera del Athletic Club. Esta última beta será la que utilizaremos para calcular el coste de los recursos propios. Para ello, emplearemos la siguiente fórmula:

$$\beta_l = \beta_u * \left[ 1 + \left( \frac{D}{E} \right) * (1 - t) \right]$$

- $\beta_l$ : representa la Beta apalancada de los equipos de fútbol que cotizan en bolsa
- $\beta_u$ : representa la Beta sin tener en cuenta la estructura de capital

Utilizaremos una tasa impositiva del 25% para evitar las diferencias entre países

Tabla 8- Betas

<b>COMPARABLES</b>	<b>BETA APALANCADA</b>	<b>DEUDA/FONDOS PROPIOS</b>	<b>BETA DESAPALANCA</b>
Celtic de Glasgow	0,10	0,75	0,06
Lazio	0,98	4,92	0,21
Ajax	0,41	0,85	0,25
Olympic de Lyon	0,51	1,38	0,25
<b>ATHLETIC CLUB</b>	<b>0,36</b>	<b>1,1445</b>	<b>0,19</b>

Fuente: Elaboración propia a través de Yahoo Finance

Dentro de los clubes que cotizan en bolsa, he creído que los cuatro que aparecen en la tabla podrían ser los más similares al Athletic. Una vez realizados los cálculos, obtenemos una beta desapalancada de 0,19, que, apalancándola con la estructura financiera del

Athletic (1,14), nos permite obtener la beta final de 0,36. Al ser menor que la beta del mercado ( $b=1$ ) es considerada como Defensiva.

No obstante, cabe matizar que los datos fueron recogidos el día 5 de abril de 2020. Es decir, cabe esperar que las betas reflejen una volatilidad más elevada de lo habitual como consecuencia de la incertidumbre por la pandemia del covid-19.

Una vez calculada la beta, obtenemos el coste de los recursos propios, que asciende a:

$$K_e = 0,86\% + 0,36 (8,1\%) = \mathbf{3,78\%}$$

A continuación, calcularemos el coste de los recursos ajenos. Para ello, haremos uso del modelo del rating sintético. Dividimos el EBIT del año 2019 (36.184.633€) entre los gastos financieros de ese año (263.888€) y obtenemos un valor de 137,12. Según las últimas estimaciones de Damodoran (2019) este rating correspondería a una empresa triple A. Para empresas de este riesgo, el profesor estima un spread del 1,26%. Si sumamos ese 1,26% al 0,86% que hemos dicho pagaba un bono español a 10 años, obtenemos un coste de la deuda de 2,12%. Después del 25% de impuestos (escudo fiscal), obtendríamos un coste final de **1,6%**.

Puede que estos cálculos no reflejen a la perfección la realidad, sin embargo, el hecho de que el coste de los recursos propios calculado sea superior al de los recursos ajenos es un buen indicador.

Asumiendo que el club mantenga la estructura financiera presentada en el último ejercicio, calculamos el Coste Medio ponderado de Capital con un 53,37% de RRAA y un 46,63% de RRPP sobre el total del pasivo.

Una vez tenemos todos los datos, despejamos en la fórmula y obtenemos un **WACC de 2,62%**.

### **9.3. Cálculo del valor de la empresa**

El método de Descuento de Flujos de Caja asume el principio de empresa en funcionamiento. Como consecuencia, asumimos que el Athletic Club continuará con su

actividad en un horizonte temporal superior a los cinco años proyectados. Calculando el valor terminal de la entidad tendremos en cuenta los “infinito-5” años restantes.

$$VR = \frac{FCFn (1+g)}{k-g}$$

Donde:

- FCFn se refiere al último año proyectado: **10. 649 miles €**
- k hace referencia al CMPC calculado en el apartado anterior: **2,62%**
- g (del inglés “growth”) es la tasa de crecimiento a perpetuidad. La g puede ser calculada con la siguiente fórmula: [G= beneficios retenidos/beneficio neto \*ROE]. Sin embargo, otros autores como Sánchez (2014) plantean que la tasa de crecimiento a perpetuidad no presenta un método de cálculo científico, sino que depende de las estimaciones de cada analista. Teniendo en cuenta que nos encontramos ante un sector muy volátil, el valor del WACC calculado anteriormente y que según Sánchez (2014) la “g” de una entidad suele asemejarse al importe de la inflación o al crecimiento histórico del PIB, asumiremos para nuestra hipótesis una tasa de crecimiento del **1%**.

Sustituyendo los valores en la fórmula, obtenemos un **valor terminal de 665.355 miles€**. Una vez tengamos los flujos de caja proyectados y el valor residual del club, debemos actualizar dichas cifras a la tasa de descuento calculada (WACC). Actualizar los flujos de caja y sumar el valor residual descontado es necesario como consecuencia del valor del dinero en el tiempo, ya que, como sabemos, no es lo mismo contar con unos determinados fondos ahora que con los mismos fondos en el futuro. Sumando todos los flujos de caja descontados tendríamos el Enterprise Value. Sin embargo, nuestro objetivo es conocer el valor de mercado del Athletic Club, por lo que, al Enterprise Value debemos restarle la deuda financiera neta.

Si tuviésemos datos de la deuda real media y la caja real media del Athletic, simplemente restaríamos la caja a la cifra total de deuda y obtendríamos la deuda financiera neta del club. Sin embargo, al no disponer de los datos, haremos la siguiente estimación:

Promedio de deuda financiera 2018/2019 del Balance de Situación = 836.255€ (cuentas anuales club)

836.255/bono español a 10 años (0,86%) +spread del 1,26% (Damodaran triple A) = 39.445 miles € (deuda bruta)

39.445 miles € -145.226 miles€ (caja 2019) = **-105.780 miles € (deuda neta)**

Al tratarse de un club con más caja que deuda, sumaremos los 105.780 miles € al EV y obtendremos el Equity Value. Cabe matizar que nuestro objetivo es hallar el valor por el que el club saldría a bolsa en caso de producirse una OPV, por lo que, a la hora de valorar, debemos tener en cuenta la liquidez del activo. Al considerarse un activo poco líquido, al Equity Value le aplicaremos un descuento del 25% y obtendremos un valor final de **510.411 miles€**.

Tabla 9- Equity Value

	PROYECCIONES				
MILES DE €	2020	2021	2022	2023	2024
FCF	-17.623	-4.024	-2.264	4.161	10.649
Valor terminal					665.356
FCF descontados	-17.173	-3.822	-2.095	3.753	594.105
Enterprise Value					574.767
DFN					-105.780
Equity Value					680.548
prima dcto					0,00025
<b>Equity Value final</b>					<b>510.411</b>

Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, toda proyección financiera está sujeta a un nivel de incertidumbre elevado. Las hipótesis sobre ventas, márgenes, financiación o tasa de descuento que hemos llevado a cabo son las que consideramos más probables. No obstante, conviene analizar el margen de error que podamos haber cometido a través de un análisis de sensibilidad.

A la hora de proyectar las partidas hemos tenido en cuenta el downside que puede sufrir la industria por la pandemia del covid-19, sin embargo, nadie puede anticipar el futuro, más en estos momentos de incertidumbre total, y puede nuestras estimaciones hayan sido demasiado positivas o negativas. Asimismo, las hipótesis planteadas sobre ingresos y

gastos podrían variar si la entidad decide romper con su filosofía y comienza a fichar a jugadores extranjeros por un precio superior o inferior del que nos tenía acostumbrados. Como hemos visto, los derechos televisivos, que suponen la mayor parte de ingresos del club, dependen en gran porcentaje de la audiencia que genere el equipo. Si el juego del club cambiase, los partidos podrían ser televisados a horas más o menos puntas y el montante recibido por derechos de retransmisión variaría.

Solo son algunos ejemplos para ilustrar la incertidumbre que rodea a cualquier valoración. Para ser lo más precisos posibles, vamos a suponer un incremento/descenso de 0,25% para las variables de tasa de descuento (wacc) y tasa de crecimiento (g).

Tabla 10- Análisis de sensibilidad

	MILES DE €	TASA DE CRECIMIENTO (g)		
		0.75%	1%	1.25%
WACC	2.37%	514.750 €	597.065 €	716.242 €
	<b>2,62%</b>	450.730 €	<b>510.411 €</b>	591.926 €
	2.87%	401.882 €	447.022 €	506.124 €

Fuente: Elaboración propia

Tras haber realizado los análisis anteriores, se llega a la conclusión de que el rango de valores en el cual estaría el precio que se pagaría por el conjunto de la entidad sería **[401.882;716.262] miles de euros.**

## 9. Múltiplos

Con el objetivo de contrastar los resultados obtenidos a través del método de descuento de flujos de caja, procederemos a valorar el Athletic Club a través de Múltiplos. Los múltiplos de valoración ponen en relación el precio de mercado (o la valoración del analista) con magnitudes financieras, (o físicas), y permiten una comparación rápida y aparentemente homogénea en una sola cifra fácil de recordar.

El múltiplo que nos ha parecido más intuitivo para valorar la entidad ha sido:

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Valor de los RRPP} + \text{Deuda Financiera Neta}}{\text{EBIDA}}$$

El procedimiento para calcularlo consistirá en:

1. Elección de comparables. Utilizaremos los mismos equipos empleados anteriormente para el cálculo de la beta del Athletic. A pesar de que el riesgo económico-financiero no sea el mismo para todos, ya que, entre otros, el riesgo país y el desempeño deportivo es diferente para cada equipo, hemos creído coherente incluirlos en la elección de comparables porque todos pertenecen al mismo sector y están dentro de la Unión Europea.
2. Obtenemos la información financiera necesaria de las cuentas anuales de cada club y calculamos los múltiplos para cada equipo.

Tabla 11- Múltiplos

MILES DE €	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	DFN	ENTERPRISE VALUE	EBITDA	EV/EBITDA
Celtic de Glasgow	110.791	27.240	<b>138.031</b>	23.850	<b>5,79</b>
Lazio	79.796	85.606	<b>165.402</b>	37.543	<b>4,41</b>
Ajax	165.401	115.210	<b>280.611</b>	111.790	<b>2,51</b>
Olympic de Lyon	126.565	265.466	<b>392.031</b>	73.160	<b>5,36</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de Yahoo Finance

Cabe matizar que, de nuevo como consecuencia de la crisis sanitaria que vivimos, la capitalización bursátil es muy volátil y puede no esté reflejando del todo la realidad. Los datos fueron recogidos el día 21 de abril de 2020.

3. Calcularemos el Valor del Athletic Club 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

Athletic vamos a utilizar el del año 2019 (57.509 miles€, anexo 1) y como deuda financiera neta la calculada también para 2019, -105.780 miles€

Tabla 12- Valor Athletic Club

EV/EBITDA		Valor Athletic Club (miles de €)
Media	4,52	365.461
Mediana	4,88	386.546
Máximo	5,79	<b>438.613</b>
Mínimo	2,51	250.138

Fuente: Elaboración propia

Podemos establecer por este modelo que el rango de valores por el que el Athletic Club de Bilbao tendría que salir a cotizar en bolsa es de {250.138;438.613} miles de €. Teniendo en cuenta el resultado obtenido por DFC, asumimos que el valor máximo sería el más acercado a la realidad (**438.613 miles €**) y descartamos el mínimo.

Hemos decidido calcular el múltiplo EV/EBITDA y no el EV/EBIT por el estudio que hemos hecho anteriormente en relación a las amortizaciones. A pesar de que son comparables, la amortización de los diferentes clubes puede dar lugar a distorsiones.

## 10. Conclusión

Tras este trabajo de investigación, hemos llegado a una serie de conclusiones que dan respuesta a los objetivos que planteábamos en los primeros párrafos.

En primer lugar, el Athletic es una de las cuatro excepciones de clubes españoles que no son SAD. Por ello, a pesar de cumplir con los requisitos de idoneidad y disponer de capital suficiente, tendría que transformarse en SAD para poder cotizar en bolsa. Este hecho provoca que, desde un punto de vista legal, la salida a los parqués bursátiles no resulte atractiva para el club.

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 los cambios tecnológicos, han generado cambios en el sector que afectan a la hora de valorar entidades concretas. El fútbol ha pasado de ser un deporte de entretenimiento para convertirse en un gran negocio que mueve miles de millones de euros. Tanto derechos televisivos como ingresos de marketing y comerciales han ganado terreno, y el efecto mediático a nivel internacional de los equipos influye mucho más a la hora de generar ingresos. Sin embargo, entendemos que la crisis sanitaria que vivimos actualmente supondrá un antes y un después en el sector. Al igual que en el resto de industrias, los ingresos de las empresas disminuirán y el precio que se venía pagando por fichajes, contratos de televisión o publicidad tardará tiempo en volver a verse. Todo valdrá menos.

Otro de los aspectos tratados ha sido el inmovilizado inmaterial de los equipos, en el que se incluyen los jugadores. Estos se contabilizan por el precio de adquisición y se amortizan según la duración de su contrato, formando parte del CAPEX. Por su filosofía, el montante que esta partida representa en el Athletic es insignificante en comparación con clubes de categoría similar. Por otra parte, a raíz de las últimas inversiones tanto en inmovilizado material como inmaterial, hemos considerado al club como una empresa madura que no parece vaya a invertir mucho en el futuro y que, por lo tanto, su CAPEX puede aproximarse a su amortización.

En cuanto a la situación del Athletic Club a nivel económico, el club rojiblanco encadena unos años muy buenos motivados principalmente por la eficiente gestión en la compraventa de jugadores. Los beneficios extraordinarios obtenidos por los traspasos de Laporte y Kepa han permitido al equipo invertir en inmovilizado material (reparaciones en Lezama) inmaterial (fichajes inusuales en 2017/2018) y, además, disponer de un colchón financiero importante (veámos que la deuda financiera neta del club es negativa). Respecto a los ingresos ordinarios, dependen fundamentalmente de las entradas de caja por derechos de retransmisión. Como decíamos, la televisión ha ido ganando importancia en el sector durante los últimos años, por lo que los ingresos del equipo han aumentado de manera considerable. Sin embargo, debemos ser conscientes de que esta partida depende en gran parte del desempeño deportivo del club, que puede variar drásticamente en varias temporadas. El hecho de que los principales ingresos del club procedan de una partida que este “no pueden controlar” supone gran incertidumbre. En momentos de crisis

como la que vivimos (no se televisan partidos), las entradas de caja del Athletic disminuyen drásticamente.

Una vez tratadas las distintas partidas de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y del Balance de Situación, hemos procedido a valorar la entidad por el método de descuento de flujos de caja y por múltiplos. Respecto al primero, hemos considerado tres posibles escenarios para el futuro del club, ya que toda valoración está sujeta a una serie de incertidumbres. Además, hemos decidido utilizar la valoración por múltiplos como complemento para dar respuesta la principal pregunta de investigación: dar un **rango de valores por el que el Athletic Club de Bilbao saldría a cotizar en caso de que se produjese una OPV: [401.882;716.262] miles de euros.**

## Bibliografía

- Así se reparten en La Liga los ingresos por TV: el Barça, líder y el Atlético, el más beneficiado. (28 de diciembre de 2018). *EXPANSIÓN*.
- Athletic Club . (2020). Obtenido de <https://www.athletic-club.eus/equipos/athletic-club/2019-20>
- Bolsa de Madrid. (2020). Obtenido de <http://www.bolsamadrid.es/esp/ParaEmp/ComoCotizar/ComoCotizar1.aspx>
- Diusabá, V. (2018). El fútbol es el negocio del siglo. *SEMANA*.
- Diusabá, V. (1 de enero de 2018). *SEMANA*. Obtenido de <https://www.semana.com/contenidos-editoriales/ahora-si-rusia/articulo/el-futbol-es-el-negocio-del-siglo/551550>
- eitb. (18 de abril de 2012). *El Athletic tiene actualmente 35.479 socios*. Obtenido de eitb: <https://www.eitb.eus/es/deportes/futbol/athletic/detalle/869679/numero-socios-athletic-club-bilbao--los-datos-club/>
- eitb. (13 de febrero de 2013). Obtenido de Así se hará el traslado al nuevo San Mamés: <https://www.eitb.eus/es/deportes/futbol/athletic/detalle/1256584/traslado-nuevo-san-mames--urrutia-explica-reparto-localidades/>
- El Mundo. (febrero de 2020). *El Mundo*. Obtenido de "El fútbol ha ayudado a España a salir de la crisis": <https://noesfutoleslaliga.elmundo.es/tiempo-de-latir/el-futbol-ha-ayudado-a-espana-a-salir-de-la-crisis>
- Estado, B. O. (2020). Obtenido de <https://www.boe.es/buscar/pdf/1999/BOE-A-1999-15686-consolidado.pdf>
- Expansión. (28 de diciembre de 2018). *Expansión*. Obtenido de Así se reparten en LaLiga los ingresos por TV: el Barça, líder, y el Atlético el más beneficiado : <https://www.expansion.com/directivos/deporte-negocio/2018/12/28/5c251d14468aeb5c378b4629.html>
- Gutiérrez, H. (1 de septiembre de 2019). *El País*. Obtenido de LaLiga se dispara en China: [https://elpais.com/economia/2019/08/29/actualidad/1567093638\\_561131.html](https://elpais.com/economia/2019/08/29/actualidad/1567093638_561131.html)
- Gutiérrez, H. (9 de marzo de 2019). *El País*. Obtenido de El fútbol español se aprieta el cinturón: [https://elpais.com/economia/2019/03/07/actualidad/1551981962\\_470715.html](https://elpais.com/economia/2019/03/07/actualidad/1551981962_470715.html)
- Hernández, J. (1 de febrero de 2019). *AS*. Obtenido de Nueva Ley del Deporte: no sería obligatorio ser SAD para jugar en LaLiga y ACB: [https://as.com/futbol/2019/02/01/primera/1549047429\\_327475.html](https://as.com/futbol/2019/02/01/primera/1549047429_327475.html)
- International Monetary Fund. (2020). Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/02/weodata/index.aspx>
- Lafuente, J. C. (3 de marzo de 2019). *La nueva Ley del deporte "aumentará las diferencias económicas entre clubes"*. Obtenido de El Español:

- [https://www.elespanol.com/deportes/futbol/20190303/nueva-ley-deporte-acrecentara-diferencias-economicas-clubes/380462441\\_0.html](https://www.elespanol.com/deportes/futbol/20190303/nueva-ley-deporte-acrecentara-diferencias-economicas-clubes/380462441_0.html)
- LFP. (2018). *Informe económico-financiero del fútbol profesional 2018*. Obtenido de [https://files.laliga.es/pdf-hd/informe-economico/informe-economico-2018\\_v1.pdf](https://files.laliga.es/pdf-hd/informe-economico/informe-economico-2018_v1.pdf)
- Maestre, R. J. (4 de septiembre de 2018). *Blog Salmón*. Obtenido de El fútbol como inversión: estos equipos de fútbol cotizan en bolsa: <https://www.elblogsalmon.com/sectores/futbol-como-inversion-estos-equipos-futbol-cotizan-bolsa>
- Mallo, J. (2 de agosto de 2019). *EL CORREO*. Obtenido de La dependencia de los ingresos televisivos obliga al Athletic a aceptar jugar los lunes y los viernes: <https://athletic.elcorreo.com/dependencia-ingresos-televisivos-20190801124203-nt.html>
- Mallo, J. O. (16 de abril de 2020). *EL CORREO*. Obtenido de El Athletic acuerda con su plantilla una bajada de fichas entre el 6 y el 17%: <https://athletic.elcorreo.com/athletic-pacta-plantilla-20200413180603-nt.html?ref=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>
- Menchén, M. (30 de enero de 2018). *Palco23*. Obtenido de El Athletic logrará el beneficio más alto de la historia de LaLiga gracias a Laporte: <https://www.palco23.com/clubes/el-athletic-lograra-el-beneficio-mas-alto-del-futbol-espanol-gracias-a-laporte.html>
- Minotti, J. (24 de agosto de 2019). *iProfesional*. Obtenido de Fútbol europeo y sudamericano, separados por brecha económica que se ensancha año tras año: <https://www.iprofesional.com/actualidad/298572-deportes-afa-conmebol-Futbol-europeo-vs-sudamericano-la-diferencia-es-en-dolares-y-crece-ano-a-ano>
- Palco23. (22 de mayo de 2017). *Palco23*. Obtenido de <https://www.palco23.com/clubes/el-athletic-club-sustituye-a-nike-por-new-balance.html>
- Petronor. (2020). *Petronor*. Obtenido de <https://petronor.eus/es/patrocinio/deportivo/athletic/>
- Real Academia Española. (2020). *fútbol*. Obtenido de RAE: <https://dle.rae.es/?id=leptqGe>
- Río, E. (12 de diciembre de 2019). *El dinero que el Athletic recibe de las televisiones*. Obtenido de El Mundo Deportivo: <https://www.mundodeportivo.com/futbol/athletic-bilbao/20191212/472193479547/athletic-televisiones-dinero-liga.html>
- Transfermarkt. (2020). *Transfermarkt*. Obtenido de <https://www.transfermarkt.es/athletic-bilbao/marktwertbeimdebuet/verein/621>
- Velasco, J. (4 de julio de 2015). *Un patrocinio que saca los colores*. Obtenido de MARCA: <https://www.marca.com/2015/07/04/futbol/equipos/athletic/1436012936.html>

## **11. Anexos**

### *Anexo 1: Requisitos para formar parte de la Liga de Fútbol Profesional*

Según la página oficial de La LIGA, esta institución tiene por objeto:

- 1.- Organizar y promover las competiciones oficiales de fútbol de ámbito estatal y carácter profesional, y velar por su adecuado funcionamiento.
- 2.- La explotación comercial de las competiciones que organice, dentro de los límites que establece la Ley del Deporte.
- 3.- La comercialización de los derechos de explotación de contenidos audiovisuales de las competiciones de fútbol profesional que organiza.
- 4.- La promoción, el fomento, la financiación y el desarrollo de actividades relacionadas con la cultura física, la formación en el ámbito deportivo y el deporte del fútbol.
- 5.- La promoción y difusión nacional e internacional de las competiciones oficiales de fútbol de ámbito estatal y carácter profesional.
- 6.-Cualesquiera otras actividades accesorias o complementarias de las anteriores.

Además, la organización presidida por Tebas desempeña numerosas funciones como la aprobación de normas sobre publicidad de las prendas deportiva, la elección de modelo oficial de balón, la determinación de las condiciones que deben reunir las instalaciones deportivas o la aprobación de los requisitos de carácter económico y social que se exigirán a las Sociedades Anónimas Deportivas y Clubes Deportivos para su integración en La Liga.

Respecto a esta última función y según el informe publicado por la propia institución, los requisitos necesarios para poder formar parte de La LIGA son los siguientes:

- 1.- Formular solicitud de inscripción, conforme el modelo que a tal efecto tenga establecido la LIGA.

2.- Presentar certificación expedida por la Real Federación Española de Fútbol, de ostentar el equipo que pretenda inscribir en la competición profesional méritos deportivos para poder acceder a la misma.

3.- Abonar la cuota de inscripción y para los clubes ascendidos de la Segunda División “B” el importe correspondiente a la participación contable que tenga establecida La LIGA.

4.- Reunir los requisitos de instalaciones deportivas y servicios que reglamentariamente tenga establecidos la LIGA para la participación en competiciones profesionales, en cumplimiento de la Ley del Deporte y disposiciones de desarrollo.

5.- Presentar certificación acreditativa de estar al corriente de pago de sus obligaciones fiscales y con la Seguridad Social.

6.- No tener deudas pendientes, líquidas y exigibles con jugadores y técnicos, la Real Federación Española de Fútbol, la propia LIGA y con las Sociedades Anónimas Deportivas o Clubes afiliados a la LIGA.

7.- Presentar memoria explicativa de los recursos humanos, técnicos y económicos de la Sociedad Anónima Deportiva o Club, así como relación de su Junta Directiva o Consejo de Administración y apoderados o administradores, y quienes de aquéllos ostentan la firma social.

8.- Presentar copia actualizada de sus Estatutos.

9.- Presentar el proyecto de presupuesto económico para la temporada deportiva siguiente, de conformidad con lo establecido en las Normas y criterios para la elaboración de los presupuestos de los Clubes y SAD establecidos por la Comisión Delegada de la LFP, así como la documentación establecida en el artículo 12 del Libro X del Reglamento General y el informe de auditoría de cuentas de la temporada anterior a la de la solicitud de inscripción.

10.- Memoria comprensiva del equipo deportivo que pretende inscribir en la competición profesional, con expresión de la relación de jugadores y técnicos adscritos al mismo, adjuntando copia de los correspondientes contratos laborales o de prestación de servicios.

11.- Remitir el listado actualizado de accionistas de las Sociedades Anónimas Deportivas.

12.- Presentar los avales o fianzas previstos en la Ley del Deporte, aval por el déficit obtenido en la temporada anterior y demás avales o fianzas que tenga establecidos la Asamblea General con carácter general para sus afiliados.

13.- Designación de la persona representante legal de la Sociedad Anónima Deportiva o Club ante la Liga Nacional de Fútbol Profesional durante la temporada para la que se vaya a inscribir, con expresión de las facultades que ostente en nombre de la Sociedad Anónima Deportiva o Club.

14.- Designación del Consejero Delegado de Seguridad y Jefe de Seguridad.

15.- Presentar certificación acreditativa de haber obtenido la denominada “Licencia LIGA de conformidad con los requisitos estatutarios y reglamentarios pertinentes”.

16.- Designación de la persona representante legal del Club/SAD ante la LFP, durante la temporada para la que se vaya a inscribir, en materia de Integridad.

17.- Cumplir alguno de los dos ratios económico-financieros siguientes, de acuerdo con el contenido de las definiciones que se citan y las normas que se prevén a continuación:

- ✓ Primera ratio (r1): Que en el balance de la SAD o Club a 31 de diciembre de T-1 la ratio denominado r1, sea igual o inferior a 4,5, calculado con arreglo a la siguiente fórmula:  $r1 = (PNC + PC - PID - TES - DED) / CN \text{ de T-2}$
- ✓ Segunda ratio (r2): Que en el balance de la SAD o Club a 31 de diciembre de T1 la ratio denominada r2, sea igual o inferior a 2,75, calculado con arreglo a la siguiente fórmula:  $r2 = (PC - TES - DED) / CN \text{ de T-2}$

\* PNC: Pasivo No Corriente

\* PC: Pasivo Corriente

- \*PID: Pasivo por Impuesto Diferido
- \*TES: Tesorería y Activos Líquidos Equivalente
- \*DED: Entidades Deportivas deudoras por traspasos/cesiones a corto plazo.
- \*CN: Cifra de Negocios
- \*T: Temporada objeto de inscripción

El Athletic Club, equipo de La Liga de Fútbol Profesional, cumple con todos y cada uno de los requisitos expuestos anteriormente. Además, como miembro de la organización, y tal y como establece la página oficial de La Liga, goza de una serie de derechos:

- 1.- Ser elector y elegible para cualquiera de los órganos asociativos.
- 2.- Ostentar derecho a voto en las reuniones de Asamblea General y Junta de División correspondientes a cada equipo que tenga inscrito, salvo que lo tuviese suspendido por motivos disciplinarios.
- 3.- Solicitar la intervención de la LIGA en cuantos asuntos sean de su interés y sean de la competencia de aquélla.
- 4.- Percibir de la LIGA los derechos y resultados económicos que puedan corresponderle derivados de su participación en la misma, en la forma que se acuerde cada temporada por los órganos competentes, siempre y cuando se cumplan los siguientes requisitos:
  - a) El Club/SAD no haya solicitado la declaración judicial de concurso de acreedores.
  - b) El Club/SAD no haya sido declarado judicialmente en concurso, voluntario o necesario, salvo en el caso de que exista sentencia judicial firme y definitiva que apruebe el convenio de acreedores.
  - c) El Club/SAD no haya sido sancionado por el Juez de Disciplina Social de la LIGA como consecuencia de la comisión de una infracción muy grave prevista en el artículo 78 bis de los Estatutos Sociales.
  - d) Que no se encuentre suspendido en los servicios administrativos de la LIGA, establecidos en el artículo 63 de los Estatutos Sociales.

e) Que el Club/SAD se encuentre al corriente de pago de sus obligaciones tributarias y frente a la Seguridad Social.

*Anexo 2: Descuento de Flujos de Caja*

<b>Proyección de Flujos de Caja</b>						
<b>MILES DE €</b>	<b>2.019</b>	<b>2.020</b>	<b>2.021</b>	<b>2.022</b>	<b>2.023</b>	<b>2.024</b>
<b>INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>147.301</b>	<b>85.922</b>	<b>115.384</b>	<b>118.765</b>	<b>128.403</b>	<b>138.164</b>
Importe Neto de la Cifra de Negocios	115.000	80.500	96.600	99.981	103.481	107.103
Ingresos de Gestión	7.745	5.421	6.506	6.506	6.506	6.506
Plusvalías por traspasos	24.556	-	12.278	12.278	18.417	24.556
<b>GASTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>89.792</b>	<b>77.671</b>	<b>88.862</b>	<b>89.754</b>	<b>90.682</b>	<b>91.647</b>
Gastos de explotación	23.292	18.586	22.303	23.195	24.123	25.088
Gastos de personal	62.284	54.810	62.284	62.284	62.284	62.284
Aprovisionamientos	4.275	4.275	4.275	4.275	4.275	4.275
<b>EBITDA</b>	<b>57.509</b>	<b>8.251</b>	<b>26.521</b>	<b>29.010</b>	<b>37.721</b>	<b>46.517</b>
Amortización del inmovilizado	19.453	19.453	19.453	19.453	19.453	19.453
Provisiones	1.872	1.872	1.872	1.872	1.872	1.872
<b>EBIT</b>	<b>36.185</b>	<b>-13.074</b>	<b>5.197</b>	<b>7.686</b>	<b>16.396</b>	<b>25.192</b>
tasa impositiva 25%	9.046	-3.268	1.299	1.921	4.099	6.298
<b>NOPAT</b>	<b>27.138</b>	<b>-9.805</b>	<b>3.898</b>	<b>5.764</b>	<b>12.297</b>	<b>18.894</b>
<b>Amortización del inmovilizado</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>
<b>Inversiones en CAPEX</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>	<b>19.453</b>
<b>Inversiones en NOF</b>	<b>7.714</b>	<b>7.817</b>	<b>7.922</b>	<b>8.028</b>	<b>8.136</b>	<b>8.245</b>
<b>Flujo de Caja Libre (FCF)</b>	<b>19.425</b>	<b>-17.023</b>	<b>-4.024</b>	<b>-2.264</b>	<b>4.161</b>	<b>10.649</b>