



NUEVAS FORMAS DE FINANCIACIÓN PARA
LAS ENTIDADES DEPORTIVAS: SALIDAS A
BOLSA. VALORACIÓN DEL ATLÉTICO DE
MADRID Y COMPORTAMIENTO BURSÁTIL
ESPERADO EN FUNCIÓN DEL RENDIMIENTO
DEPORTIVO.

Autor: Luis García Placer

Director: Leandro Escobar

Madrid.

Julio 2016.

ÍNDICE

1. Introducción.....	5
1.1. Objetivos.....	5
1.2. Estructura.....	5
1.3. Metodología.....	5
2. Valoraciones: marco teórico.....	6
2.1. Métodos de valoración de empresas.....	6
2.2. Método de descuento de flujos de caja.....	8
3. Salidas a bolsa: marco teórico.....	15
3.1. Aspectos positivos.....	15
3.2. Aspectos negativos.....	17
4. Análisis del Atlético de Madrid.....	18
4.1. Historia.....	18
4.2. DAFO.....	19
4.3. Análisis financiero.....	20
4.3.1. Balance.....	20
4.3.2. Pérdidas y ganancias.....	23
5. Valoración del Atlético de Madrid.....	24
5.1. Proyecciones.....	24
5.2. Cálculo de los FC y valoración.....	28
6. Estudio de equipos comparables.....	32
6.1. Cotizaciones.....	32
6.2. Rendimiento deportivo.....	34
7. Estudio comparativo cotización/rendimiento deportivo.....	36
8. Conclusiones.....	38
9. Bibliografía.....	39

TABLA DE CONTENIDOS.

Ilustración 1. Balance financiero. Fuente: Pablo Fernández, métodos de valoración de empresas	10
Ilustración 2 Esquema flujos de caja. Elaboración propia.....	12
Ilustración 3 Activo ATM 2010-2015	20
Ilustración 4 Pasivo y Fondos Propios ATM 2010-2015	22
Ilustración 5 Cuenta de PYG 2010-2015.....	23
Ilustración 6 Flujos de caja ATM 2016-2020	30
Ilustración 7 Cálculo del WACC ATM.....	31
Ilustración 8 FC a descontar ATM 2016-2020	31
Ilustración 9 Valor final ATM 2015.....	32
Ilustración 10 Precios de cotización de equipos comparables	33
Ilustración 11 Evolución de las cotizaciones de los equipos comparables	33
Ilustración 12 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2007	34
Ilustración 13 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2008.....	34
Ilustración 14 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2009.....	34
Ilustración 15 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2010.....	35
Ilustración 16 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2011.....	35
Ilustración 17 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2012.....	35
Ilustración 18 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2013.....	35
Ilustración 19 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2014.....	36
Ilustración 20 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2015.....	36
Ilustración 21 Cuadro de diálogo de Gretl sobre el estudio comparativo cotización/rendimiento deportivo.....	37
Ilustración 22 Rendimiento deportivo del ATM 2015-2016.....	38
Ilustración 23 Datos del ATM para la realización del estudio	38
Ilustración 24 Evolución esperada del ATM según el modelo para la temporada finalizada	38

RESUMEN

Este trabajo tiene como finalidad estudiar los métodos de valoración de empresas, en especial el del descuento de flujos de caja, para poder aplicarlo a un caso real. Este caso real es el de la valoración del Atlético de Madrid para su posterior salida a bolsa.

Una vez realizado el estudio sobre la valoración de la entidad y su posible salida, se va a llevar a cabo un estudio sobre cuál es el impacto que va a poder tener el rendimiento deportivo del equipo en la evolución de la cotización. Para ello, se va a observar cual ha sido el rendimiento deportivo de los clubs europeos similares al Atlético de Madrid que cotizan en bolsa, y cuál ha sido la evolución de la cotización. Con este estudio econométrico se pretende establecer la relación entre rendimiento deportivo y rendimiento bursátil. De esta forma, se va a poder saber cuál va a ser el comportamiento esperado de la cotización del Atlético de Madrid en función del rendimiento deportivo esperado de cara a futuro.

ABSTRACT

This paper aims to study the methods of valuation of companies, especially the discount cash flows, in order to apply it to a real case. The real case is the valuation of Atletico Madrid for subsequent IPO.

Once the study on the assessment of the entity and its possible IPO, it will be lead a study on the impact of the athletic performance of the team in the share price performance. In order to do this, it is going to be observed what has been the athletic performance of similar Atletico Madrid publicly traded European clubs, and what has been the evolution of the share price of these teams. This econometric study is going to establish the relationship between sports performance and stock performance. Thus, it will be able to know what will be the expected behavior of the price of Atletico Madrid in terms of athletic performance expected towards the future.

1. INTRODUCCIÓN

El trabajo tiene como finalidad establecer el valor de una entidad deportiva como es el Atlético de Madrid, para estudiar su posible salida a bolsa. Para ello se realizará una revisión bibliográfica sobre los diferentes tipos de valoración existentes, con un foco especial en la valoración por el descuento de flujos de caja. También se va a realizar una revisión bibliográfica sobre las motivaciones de las empresas para comenzar a cotizar.

Una vez realizada la valoración, se va a establecer la relación existente entre el rendimiento deportivo y la evolución de la cotización de las acciones; en función de la relación existente entre estos dos aspectos en equipos similares al Atlético de Madrid que cotizan en bolsa. Con este estudio se espera poder prever la evolución futura del Atlético en bolsa en función de sus resultados deportivos esperados

1.1 OBJETIVOS

- Establecer el valor del Atlético de Madrid para su posible salida a bolsa.
- Establecer la relación entre rendimiento deportivo y bursátil de los equipos similares.
- Poder estimar la evolución futura de la cotización del Atlético en función de sus rendimientos deportivos futuros.

1.2 ESTRUCTURA

- En una primera parte se realizará una revisión bibliográfica de los principales métodos de valoración de empresas y de salidas a bolsa
- En una segunda parte se va a estudiar al Atlético de Madrid, desde un punto de vista histórico, de posicionamiento y, especialmente, desde un punto de vista financiero.
- En la tercera parte del trabajo se van a estudiar las cotizaciones bursátiles y el rendimiento deportivo de las entidades similares al atlético que cotizan en la bolsa europea.
- En la parte final, se va a realizar un estudio sobre la relación entre el rendimiento deportivo y bursátil de los equipos de futbol, estableciéndose las conclusiones a las que se ha llegado a través de dicho estudio.

1.3 METODOLOGÍA

- Revisión bibliográfica mediante libros, papers, artículos... obtenidos de las principales bases de datos.
- Estudio del Atlético de Madrid, a partir de los datos obtenidos de su página web (principalmente de la memoria de los años 2010-2015).
- Obtención de las cotizaciones de los equipos similares a través de Investia.com
- Realización del estudio econométrico comparativo cotización/rendimiento con Gretl.

2. MARCO TEÓRICO.

2.1. MÉTODOS DE VALORACION DE EMPRESAS

Llegar a ser capaces de establecer el valor de una determinada compañía es un trabajo de enorme complejidad, principalmente por dos razones: la primera es que no hay un único modelo para hacerlo; y la segunda y quizás más importante es que en todos estos modelos entran en juego factores subjetivos. Es aquí donde reside la mayor complejidad, y hace que dos valoraciones de una misma empresa pueden ser completamente distintas sin que ninguna sea errónea en un principio, siempre y cuando los fundamentos en los que se base sean correctos (es decir, que se puedan justificar y argumentar), ya que será el mercado el que finalmente dicte cuál de las dos valoraciones es la correcta (o al menos la que más se aproxima a lo correcto). De esta forma, para poder establecer unos fundamentos correctos, es necesario conocer no solo la empresa; sino también el sector en el que desarrolla su actividad, los países en los que opera para poder realizar un análisis macroeconómico correcto o cuáles son sus competidores entre otros aspectos.

La valoración de empresas es utilizada para apoyar múltiples proyectos financieros, destacando esencialmente los siguientes: proyectos de inversión/desinversión, planificación estratégica, operaciones relacionadas con las fusiones y adquisiciones de empresas, y por último en las salidas a bolsa, que es el caso que se abordará a lo largo de este trabajo.

1. **Proyectos de inversión o de desinversión:** en este tipo de proyecto resulta fundamental el hecho de ser capaces de establecer un precio objetivo para saber en torno a que valores se tiene que establecer la negociación. Lógicamente, en el caso de tratarse de un proyecto de inversión se buscará un precio que se encuentre por debajo del nivel calculado, y en el caso de ser un proyecto de desinversión este precio podrá considerarse como el nivel mínimo a partir del cual poder negociar.
2. **Fusiones y adquisiciones de empresas (operaciones M&A):** siempre que se lleva a cabo este tipo de operación, se basa en el valor calculado previamente, bien de la empresa que va a ser adquirida, o bien de las dos empresas que se van a fusionar para establecer la composición de la empresa resultante. Es el punto crítico de cualquier operación de este tipo, y donde más diferencias suelen presentarse entre los participantes.

3. **Elaboración de la estrategia futura de la empresa:** la valoración de la empresa es una herramienta muy útil para poder tomar decisiones sobre qué líneas de negocio o que productos hay que potenciar o abandonar, o seguir dándoles la importancia que se les da en la actualidad; en función tanto del valor como de la rentabilidad que aportan a la empresa.
4. **Salidas a bolsa:** como ya se ha comentado con anterioridad, este es el caso que ocupará este trabajo. A la hora de producirse la salida de una empresa bolsa, es fundamental el proceso de la valoración de la empresa, ya que es lo que va a servir como justificante para el precio al que empiecen a cotizar las acciones. Se supone que este valor va a ser la base del precio que el mercado va a ofrecer por los títulos bursátiles de la empresa. En muchas ocasiones, en los primeros días de cotización de la empresa, los títulos sufren fuertes cambios, tanto al alza como a la baja, debido a que el mercado no coincide con la valoración establecida por la empresa para determinar el precio de salida. Como ejemplo de este tipo de circunstancias, podemos ver las fuertes bajadas que experimentó recientemente la compañía española Telepizza cuando comenzó a cotizar en la bolsa española en este año 2016. Esta circunstancia (la de una fuerte bajada del título nada más sale a bolsa) crea muy mala fama tanto para la firma como para los analistas que han llevado a cabo la valoración y el proceso de salida a bolsa, por lo que en la práctica los analistas intentan que esta situación no ocurra ofreciendo en muchas ocasiones precios algo menores de lo que podría pensarse en un principio.

Entre los distintos posibles métodos existentes para la valoración de empresas, el trabajo se centrará en el descuento de flujos de caja, ya que es el más usado en la práctica.

Se entiende que el descuento de flujos de caja es el método que mejor refleja el valor de una empresa siempre que se espere continuidad en la generación de operaciones por parte de la empresa que le aseguran su funcionamiento futuro. Este método consiste en descontar los flujos de caja que se espera que genere la compañía al momento actual, ya que uno de los fundamentos básicos de la economía es que el valor actual de una determinada cantidad de dinero es superior al valor futuro de la misma cantidad, lo que se refleja en el dicho de que “siempre es mejor un euro hoy que un euro mañana”. Hay tres razones básicas que justifican esta afirmación:

1. La inflación hace decrecer el poder adquisitivo si no se ajusta el salario

2. Preferencia de consumo en el momento actual
3. Incertidumbre sobre los cash flows futuros, ya que son una simple estimación

2.2. METODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA LIBRE (DCF).

A la hora de realizar este modelo, hay una estructura básica que se debe seguir:

1. Estudio de la compañía y del sector desde un punto de vista estratégico
 - a. Estudio de los estados financieros de la empresa
 - b. Estudio de la evolución temporal de la compañía en el pasado
 - c. Evolución del sector y de la posición de los principales competidores
 - d. Estrategia futura de la empresa
2. Proyección de los flujos de caja futuros
 - a. Expectativas sobre cómo evolucionará tanto el sector (si es un sector en crecimiento o maduro, por ejemplo) como la compañía; algo que debe ser coherente con los datos tanto pasados como actuales.
 - b. Extrapolar esa evolución prevista de la empresa a los estados financieros de la compañía. Se pueden realizar diferentes escenarios mediante cambios en las hipótesis sobre el crecimiento (g) o el coste que va a tener la empresa para acceder a los recursos financieros ($wacc$).
 - c. Determinar cuál va a ser el valor residual de la empresa, lo cual se explicará más adelante
3. Establecer cuál va a ser el coste de los recursos que se van a necesitar para continuar con el funcionamiento de la empresa. Este punto se explicará en mayor profundidad más adelante, pero básicamente consiste en establecer el coste tanto de la deuda como de los recursos propios, y después ponderar ambos según la estructura de la empresa.
4. Por último, una vez establecidos tanto los flujos de caja futuros como el valor residual, habrá que descontarlos a una determinada tasa (el $wacc$, en el caso del cálculo de los flujos de caja libres), para poder determinar cuál es su valor a día de hoy. Una vez realizado este paso, se obtendrán los datos y resultados a valorar e interpretar.

De todo lo comentado con anterioridad, cabe destacar que en función de la valoración por descuento de flujos de caja que vayamos a realizar, hemos de elegir diferentes flujos para descontar. Hay diferentes teorías, y cada una de ellas descuenta diferentes flujos de caja. Las dos más reconocidas y usadas son el FCF, que es el que se comentará en mayor profundidad, y el flujo de caja del accionista.

El flujo de caja libre, que también se conoce como flujo de caja operativo, y que en el caso de que la compañía no esté endeuda es el mismo que el flujo de caja del accionista. Este flujo refleja la cantidad de dinero efectiva de la que dispone la empresa, tanto para hacer frente a sus deudas financieras como para repartir entre sus accionistas, sin considerar la deuda, y una vez deducidos los impuestos. Para ello, se parte del BAIT (beneficio antes de intereses e impuestos), también conocido como EBIT por sus siglas en inglés (earnings before interest and taxes).

El flujo de caja del accionista se calcula partiendo del flujo de caja libre, y a ese flujo hay que restarle el pago tanto de la deuda contraída como de los intereses generados por dicha deuda después de impuestos; a lo que hay que sumar las nuevas corrientes de financiación que entran a la compañía. Se puede decir por tanto, que es el efectivo resultante una vez cubiertas tanto las necesidades de inversión como satisfechas las deudas contraídas con los acreedores. Todo esto se expresa con la fórmula:

$$CFac = FCF - [intereses\ pagados * (1 - T)] - pagos\ del\ principal + nueva\ deuda$$

EL FLUJO DE CAJA LIBRE

Antes de comenzar a explicar el flujo de caja libre, y realmente antes de comenzar a explicar el descuento de cualquier flujo, es conveniente resaltar la diferenciación entre balance contable (el "típico" balance que recoge la situación de cualquier empresa en todos los términos), y el balance financiero, ya que este es más recomendable a la hora de realizar una valoración ya que a través de él podemos calcular tanto las necesidades operativas de financiación (NOF) como las inversiones realizadas en bienes de capital (CAPEX, nombre que proviene de las siglas inglesas de capital expenditure). Según Pablo Fernández, este paso del balance de situación al balance financiero quedaría de la siguiente manera:

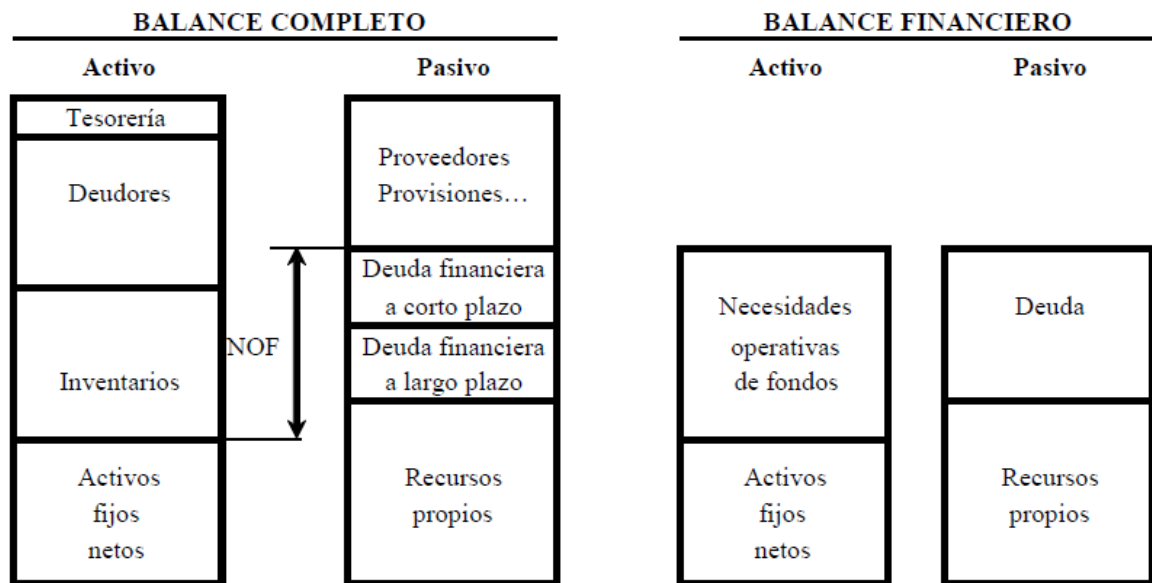


Ilustración 1. Balance financiero. Fuente: Pablo Fernández, métodos de valoración de empresas

Como se puede comprobar en la imagen, el activo financiero corresponde a la diferencia entre el activo total y la financiación espontánea; lo que también se corresponde con la suma de los activos no corrientes netos y las necesidades operativas de financiación. También se puede comprobar como en este caso, el valor de la empresa se corresponde con la suma de la deuda financiera neta y los recursos propios aportados por los accionistas. El cálculo de las necesidades operativas de financiación se corresponde con la siguiente fórmula:

$$NOF = \text{Caja} + \text{deudores} + \text{existencias} - \text{acreedores} - \text{provisiones}$$

De cara a estimar el balance en términos futuros, hay ciertos aspectos a diferenciar:

- Los activos no corrientes, que deben medirse según su valor razonable. Este valor razonable es el resultante de restar al coste histórico la amortización acumulada, que representa la reducción del valor de los activos por el paso del tiempo.
- Los activos corrientes, compuestos básicamente por las existencias, las cuentas de clientes y la tesorería. Son por tanto las cuentas fácilmente transformables en efectivo a lo largo del ejercicio.
- Fondos propios, formados básicamente por un capital que va a ser estático (salvo que se produzca una ampliación o una reducción del capital), por las reservas y por los resultados obtenidos por la empresa. Por tanto, los cambios que vayan a producirse en

los fondos propios va a corresponderse en la gran mayoría de casos por los resultados que obtenga la empresa y por como los distribuya (o bien los destine a reservas o bien los reparta en forma de dividendos).

- Pasivos corrientes, con vencimientos inferiores a un año, donde destacan además de las deudas bancarias a corto plazo, las deudas con los proveedores.
- Pasivos no corrientes, que son aquellos con vencimientos superiores a un año, y entre los que normalmente encontramos la deuda bancario con vencimiento superior al año, los bonos que haya emitido la empresa o los contratos de leasing que haya firmado. Y todo esto valorado por su valor nominal.

Una vez comentado todo lo relacionado con el balance tanto patrimonial como financiero, hay que establecer el proceso que se ha de seguir para el cálculo del flujo de caja libre:

1. En primer lugar, hay que estimar los flujos de caja para todos los años que se consideren necesarios para realizar la valoración. Para ello, simplemente hay que calcular la diferencia entre los ingresos generados por una parte; y los gastos operativos, las amortizaciones y las provisiones por otro. Es decir, hay que calcular el beneficio antes de impuestos de la compañía.
2. Una vez calculado el beneficio antes de impuestos de la empresa (EBIT), hay que calcular el beneficio operativo de la empresa antes de impuestos (NOPAT). Para ello, simplemente es necesario quitar al EBIT la tasa impositiva que generaría. La siguiente formula resume este proceso:

$$NOPAT = EBIT (1 - T)$$

3. Una vez obtenido el NOPAT, hay que añadir al resultado calculado tanto la amortización como las provisiones que previamente habíamos restado para el cálculo del EBIT. De esto modo, se obtiene el denominado flujo de caja bruto
4. Partiendo del flujo de caja bruto, se tiene que restar la cantidad de dinero destinada tanto a las necesidades operativas de financiación como los gastos de capital. Hay que destacar que el valor que hay que restar es el incremento de las NOF con respecto al ejercicio anterior, no las necesidades operativas del año. Con todo ello, se llega al denominado **Fujo de Caja Libre Neto**.

El siguiente esquema muestra lo comentado en los párrafos anteriores:

FLUJO DE CAJA LIBRE
EBIT*(1-T)
+ Amortizaciones
- Δ NOF
-CAPEX

Ilustración 2 Esquema flujos de caja. Elaboración propia

Una vez obtenidos los flujos de caja libre, es necesario identificar el **Valor Residual** de la empresa, es decir, el importe estimado que deberá tener la compañía una vez finalizado el horizonte temporal analizado siempre y cuando se considere que la compañía continuará con su actividad en el futuro. Al igual que el resto de flujos de caja, debe ser descontado a valor actual para el cálculo del valor objetivo de la compañía. Es importante resaltar que no se de calcular como un flujo más independiente sino que es añadido al último flujo de caja estimado, considerándolo como un elemento añadido.

En el cálculo del valor residual intervienen varios factores:

- **Tasa de crecimiento (g):** Se trata de la tasa a la que se espera que crezcan los flujos de caja de la compañía en los próximos años. Suele situarse entre el 2-3% siempre por debajo del crecimiento de la economía.
- **Último Flujo de Caja calculado (Fn):** Como se ha comentado con anterioridad, el valor residual es calculado a partir del último flujo de caja libre estimado, considerándose no considerándose como un flujo adicional a la hora de descontarlo.
- **Coste medio ponderado después de impuestos (WACC):** Promedio ponderado de las dos fuentes principales de financiación de la empresa: coste de la deuda financiera y el coste del capital invertido por sus accionistas.

Analíticamente, se puede resumir el cálculo del valor residual mediante la siguiente formula:

$$VRn = Fn \frac{(1 + g)}{(WACC - g)}$$

Una vez obtenidos todos los flujos de caja futuros y el valor residual, es necesario descontarlos a valor actual. Para ello se debe estimar correctamente la tasa de descuento a aplicar para que el resultado se aproxime en mayor medida al valor real de la compañía y evitar de esta manera problemas de infravaloración o sobrevaloración.

Una vez obtenidos todos los flujos de caja futuros y el valor residual, es necesario descontarlos a valor actual. Para ello se debe estimar correctamente la tasa de descuento a aplicar para que el resultado se aproxime en mayor medida al valor real de la compañía y evitar de esta manera problemas de infravaloración o sobrevaloración.

La tasa a elegir debe tener en cuenta varios factores específicos como el retorno real esperado de la economía, la prima a pagar por el riesgo asociado a los flujos futuros, la inflación esperada, etc. Siendo el más adecuado para esta función el Coste Medio Ponderado después de Impuestos (WACC).

Su cálculo se basa en la siguiente fórmula:

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

Donde E es el valor del patrimonio de la compañía, Ke la rentabilidad esperada por sus accionistas, D el valor de la deuda financiera, Kd el coste de la deuda financiera y T la tasa impositiva a la que debe tributar la empresa.

Tal y como indica la expresión, la tasa de descuento está compuesta de dos elementos principales:

- **El Coste de Capital (Ke):** Es el coste de los recursos financieros y patrimonio de la compañía, es decir, la rentabilidad que se espera obtener de sus acciones para justificar el uso de sus activos. Su composición está formada por una tasa libre de riesgo y por una prima correspondiente al riesgo de invertir en la empresa analizada, tomándose como referencia el riesgo del mercado.

El método más conocido para su cálculo es el CAPM (Capital Asset Pricing Model) a través de la siguiente expresión:

$$Ke = Rf + \beta (E[Rm] - Rf)$$

Donde; R_f es la tasa de rentabilidad libre de riesgo, $E(R_m)$ es la esperanza de la rentabilidad del riesgo del mercado y β es un coeficiente que indica la sensibilidad específica del riesgo no diversificado del mercado .

El coeficiente β depende principalmente del apalancamiento operativo y financiero de la empresa, dado que depende fuertemente de la relación entre los costes fijos con el total de costes incurridos y de la deuda financiera con el total de recursos propios de la empresa. Su resultado es interpretado tomando como referencia la unidad, es decir: $\beta < 1$ significa que la acción de la compañía analizada es menos volátil en relación al mercado; $\beta = 1$ indica la similitud entre el riesgo de la compañía y el riesgo promedio del mercado; y $\beta > 1$ implica una volatilidad del riesgo de la empresa mayor al riesgo promedio del mercado.

- **El Coste de la Deuda (K_d):** Se trata del coste de la deuda antes de impuestos o rentabilidad que se le exige a los recursos ajenos con los que cuenta la compañía. Se puede obtener mediante el rating de uno de sus bonos en el caso de que la empresa cotice en el mercado bursátil, o a través de la siguiente fórmula:

$$K_d = \text{gastos financieros} / \text{deuda financiera.}$$

Por lo tanto, para obtener el valor de la empresa, una vez obtenidos los flujos de caja futuros de los años estimados y el valor residual de la compañía en el año n , deben ser descontados dichos flujos a valor actual mediante la tasa de descuento WACC, es decir:

$$\text{Valor de la Empresa (VE)} = \sum_{i=1}^n \frac{FCL_i}{(1+WACC)^i} + \frac{VR}{(1+WACC)}$$

El cálculo de las acciones de la compañía no es más que la diferencia entre el resultado obtenido descontada la deuda financiera neta en la que incurre la compañía, todo ello dividido entre el número de acciones repartidas entre sus accionistas.

Finalmente, el objetivo final de este trabajo, tras la realización del análisis y valoración financiera de la empresa, es la realización de una recomendación de inversión o desinversión en base a la comparación del resultado obtenido con el valor actual de las acciones cotizadas en el mercado bursátil.

3. SALIDAS A BOLSA

Lo primero a analizar con respecto a las salidas a bolsa, es la motivación que puede tener una sociedad para empezar a cotizar. Salir a bolsa implica que los títulos de la compañía comienzan a poderse negociar de manera libre en los mercados, lo que va a hacer que la empresa pueda modificar tanto su propiedad como su estructura financiera; teniendo la oportunidad de acceder a nuevas fuentes de financiación.

Una vez que una empresa decide salir a bolsa, se expone, además de al coste referido a todo el proceso de salida (comisiones pagadas, estudios realizados para la viabilidad del proyecto, etc), a tener que hacer pública toda la información referida a la compañía. Lógicamente, para que una empresa decida empezar a cotizar, los beneficios obtenidos por la salida a bolsa deben de ser mayores que estos costes que le va a generar la operación (no solo en términos económico, como ya se ha comentado). A continuación se exponen los puntos a favor y en contra que más comúnmente se pueden encontrar las empresas a la hora de decidir su salida a bolsa:

3.1. PUNTOS POSITIVOS

- **Fuente de financiación**

Cotizar en un mercado secundario no se puede considerar como tal una fuente de financiación para la empresa; pero es el paso previo para poder realizar posteriormente una nueva emisión de acciones, que es un proceso que sí que sirve como fuente de financiación para la empresa. De esta forma, la salida a bolsa puede estar motivada por una obtención de capital de manera alternativa a las tradicionales fuentes de financiación exterior, como puede ser el caso de las deudas bancarias.

De ese modo, es lógica pensar que es más probable que una empresa decida salir a bolsa cuando tenga una fuerte necesidad de recursos, ya sea para realizar nuevas inversiones que les permitan seguir desarrollándose, o ya sea para para hacer una reestructuración en términos financieros.

- **Aumento del poder de negociación crediticio**

Este punto tiene una gran relación con el comentado anteriormente: debido a que la empresa va a tener acceso a nuevas fuentes para su financiación, va a tener menor necesidad a la hora de pedir dinero prestado a las entidades bancarias. Esta menor necesidad se traduce en poder negociar con las entidades crediticias unas condiciones más satisfactorias a las que se negociarían en el supuesto de que las necesidades fuesen mayores.

Además de esta menor necesidad, cabe destacar que como al cotizar las entidades están obligadas a revelar su información financiera, las entidades bancarias van a tener un pleno conocimiento de esta información, lo que puede traducirse en una mayor

facilidad a la hora de establecer la negociación. Esta mejora de las condiciones de negociación puede ir acompañada de la obtención de unas condiciones más favorables.

En este sentido, otro punto a tener en cuenta, y que se encuentra estrechamente relacionado con lo comentado con anterioridad, es que cuanto mayor sea el número de competidores que ofrecen financiación (es decir, cuantos más bancos haya dispuestos a prestar dinero a la compañía), mayor será la competencia entre ellos, por lo que tendrán que ofrecer unas mejores condiciones de financiación. Estas mejoras en las condiciones de financiación conllevan una reducción del coste de los recursos externos.

Con todo lo comentado en este aspecto, se puede llegar a la conclusión de que a la hora de salir a bolsa, las empresas con un elevado coste de los recursos externos y cuyas deudas estén excesivamente concentradas en determinadas entidades de crédito, van a tener un mayor interés en comenzar a cotizar, para poder comenzar a beneficiarse de los hechos comentados.

- **Aumento de la liquidez**

Ante una salida a bolsa, la empresa va a pasar a beneficiarse de una de las características más reconocidas en los mercados secundarios, como es la liquidez. Es cierto que esta liquidez va a depender del volumen negociado, pero por muy bajo que sea el volumen de negociación, siempre va a ser mucho más fácil poder realizar una compra o una venta de las acciones de una compañía si cotiza en bolsa.

- **Mejora en la diversificación de riesgos**

En este aspecto, nos encontramos con la posibilidad de mejorar la diversificación de los riesgos por dos caminos (esta mejora de la diversificación lleva asociada una reducción de los riesgos).

Por una parte, la empresa va a obtener recursos, los cuales puede utilizar para realizar inversiones que les permitan aumentar su diversificación (ya sea mediante la realización de inversiones financieras, con la compra de títulos de otras empresas por ejemplo; o mediante la entrada en nuevos mercados vía desarrollo de nuevos productos o incluso mediante la compra de alguna compañía que opere en el sector en el que la empresa quiere comenzar a operar).

Por otro lado, en lo que se refiere a los propietarios de la empresa, el hecho de que las acciones coticen en bolsa les da la oportunidad de realizar una desinversión de parte del capital que han aportado, siendo así capaces de transferir y por lo tanto reducir parte del riesgo al que están expuestos.

De esta forma, se puede pensar que las empresas de mayor tamaño, aquellas que soporten un mayor nivel de riesgo y en las que los accionistas iniciales tengan una elevada participación, sean más propensas para una salida a bolsa que las que no cumplen con estas condiciones.

- **Control de la empresa**

Las compañías no cotizadas y que cuentan con unos accionistas de gran tamaño, se ven en cierta medida condicionadas por un control que puede llegar a ser excesivo por parte de estos grandes accionistas. Al producirse la salida a bolsa de una empresa que se encuentre bajo estas condiciones, se va a producir una dispersión en lo referente a la propiedad entre un elevado número de pequeños accionistas (minoritarios).

- **Mejor conocimiento de la empresa**

Como ya se ha comentado con anterioridad, en el momento que una empresa decide salir a bolsa asume que su información se va a tener que hacer pública. Esto provoca que los inversores tengan la posibilidad de aumentar el conocimiento sobre la compañía, lo que puede llevar a un aumento del reconocimiento. Esto puede provocar un crecimiento del número de accionistas interesados en la empresa, lo que hace que el precio de las acciones incremente.

3.2. PUNTOS NEGATIVOS

- **Asimetría de la información**

Cuando se produce un proceso de salida a bolsa, el hecho de que los directivos tengan una mayor volumen y calidad de información que los inversores es algo que ocurre con frecuencia. Estos diferentes niveles de información es lo que se conoce como asimetría de la información. Esta asimetría hace que aparezcan una serie de costes de selección que provocan que el precio al que salgan a cotización las acciones sea menor.

- **Gastos de la salida a bolsa**

La salida a bolsa es un proceso que origina una serie de gastos para la compañía. Entre los más comunes y representativos, se pueden destacar los gastos referentes a dar a conocer a la empresa, la preparación del folleto público, los coste que hay que pagar a la entidad financiera que haya realizado el estudio para la salda o las primas que se pueden pagar a las entidades que actúen como aseguradoras de cara a la emisión. También habría que tener en cuenta la tasa fija a pagar por la cotización de las acciones en el mercado secundario. Muchos de estos costes (que pueden elevarse a importantes sumas de dinero) no son costes variables que dependan del tamaño o de la importancia de la empresa; sino que son iguales para todas las compañías. Esto hace

que sea lógico pensar que va a existir relación entre el tamaño de las empresas y su motivación para salir a bolsa; ya que a mayor tamaño y volumen, menor coste proporcional van a tener que soportar en lo referente a los aspectos comentados con anterioridad.

- **Perdida de confidencialidad**

Este es el aspecto contrario y que surge como consecuencia al de ofrecer la mayor información posible sobre la compañía para poder llevar a cabo la operación de la salida. El hecho de hacer pública la información de cara a los futuros inversores también implica que los rivales y competidores van a tener acceso libre a ella, pudiendo de esta forma conocer los datos sobre los mercados en los que opera la empresa, sus posibles acciones estratégicas de cara a futuro, o las fortalezas y debilidades de la compañía en líneas generales. Especialmente significativo es el impacto negativo que producen estos hechos para empresas con una importante inversión en investigación, desarrollo e innovación; y de las cuales dependerá en gran parte la evolución futura (este es un gran freno para empresas de estas características).

4. ANÁLISIS ACTUAL DEL ATLÉTICO DE MADRID

4.1. HISTORIA

El Atlético de Madrid fue fundado el día 26 de abril de 1903; y actualmente tiene equipos de fútbol masculino, fútbol femenino y rugby; siendo el equipo de fútbol masculino el que centra la práctica totalidad de actividad de la entidad.

Es el tercer equipo español por palmarés, teniendo en su poder 10 ligas españolas, 10 copas del rey y 2 copas de la UEFA, habiendo llegado también en 3 ocasiones a la final de la Champions League.

Desde la década de los 60 su estadio es el Vicente Calderón, aunque está previsto que se cambie al Estadio Olímpico de la Peineta. Este cambio le haría pasar de una capacidad de 55.000 espectadores a 70.000.

En el año 1992 paso de ser un club deportivo a una sociedad anónima deportiva. A día de hoy su estructura accionarial queda repartida de la siguiente manera: el 52% es propiedad de Miguel Ángel Gil Marín; el 20% pertenece a Enrique Cerezo; otro 20% pertenece al inversor chino Wang Jianlin que ha adquirido su participación recientemente; y el resto del porcentaje pertenece a la familia Gil y a pequeños accionistas.

En lo referente a sus órganos sociales, Miguel Ángel Gil Marín ejerce como consejero delegado, y Enrique Cerezo es el presidente de la entidad.

A continuación se realiza un análisis DAFO, en el que se estudian los principales puntos a favor y en contra de la entidad

4.2. ANALISIS DAFO

DEBILIDADES

- Se encuentra compitiendo a nivel nacional con el Real Madrid y con el Fútbol Club Barcelona, dos equipos que tienen mayor historia y unos ingresos y presupuestos superiores a los del Atlético de Madrid.
- Tiene una elevada deuda, como se puede ver en el análisis financiero de la entidad realizado más adelante.

AMENAZAS

- El potencial económico de otras ligas, especialmente de la inglesa, que es superior a la española. Este mayor potencial hace que estos equipos tengan mayores recursos económicos que el Atlético de Madrid, que pueden usar para mejorar su potencial deportivo.

FORTALEZAS

- Se trata de un equipo histórico de una de las mejores (si no la mejor) ligas de fútbol a nivel mundial, por lo que su prestigio es elevado.
- Su rendimiento deportivo en los últimos años ha sido muy alto, y se ha mantenido constante con el paso del tiempo.
- Sus ingresos son crecientes y cosecha resultados positivos en términos financieros

OPORTUNIDADES

- Mejora futura de los ingresos por retransmisiones deportivas, siguiendo el modelo inglés.
- Mejora de los ingresos de abonados y de los ingresos obtenidos por la venta de entradas por el cambio de estadio
- Expansión en los mercados asiáticos debido a la entrada en el equipo del accionista chino Wang Jianlin

4.3. SITUACIÓN FINANCIERA DEL ATLETICO DE MADRID

En este apartado se va a realizar un estudio de la situación financiera del Atlético de Madrid, a través del análisis del balance de situación, de la cuenta de pérdidas y ganancias, y de los principales ratios desde el año 2010 al año 2015. Hay que destacar que los datos necesarios para la realización de este análisis se han obtenido de la memoria colgada por el propio club en su página web. En este caso, los equipos de fútbol presentan ejercicios que se cierran a día 30 de junio (en vez de a 31 de diciembre como la mayoría de empresas), debido a que es cuando finalizan oficialmente las temporadas. Es por este motivo por el que todavía no se encuentran disponibles las cuentas referidas a la temporada 2015/2016, que sería el equivalente al año 2016.

4.3.1. ESTUDIO DEL BALANCE DE SITUACIÓN

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ACTIVO NO CORRIENTE	360.734.444	379.513.686	425.003.453	402.556.542	397.185.846	450.304.145
Inmov. deportivo intangible	65.926.667	63.713.569	88.952.251	68.281.091	69.796.260	96.858.072
Otro inmovilizado intangible	37.349	88.611	72.128	161.181	135.197	97.869
Inmovilizado material	4.547.705	12.381.590	20.624.366	35.834.396	52.207.443	67.982.737
Inversiones en empresas grupo	900.000	359.875	239.875	0	0	32.134
Inversiones financieras	248.003.403	255.068.059	266.666.493	246.642.707	220.344.958	232.658.601
Activo por impuesto diferido	41.319.321	47.901.982	48.448.340	51.637.166	54.701.988	52.674.733
ACTIVO CORRIENTE	118.913.338	165.370.726	144.865.183	173.574.489	167.199.239	94.141.205
AC mantenido para la venta	0	14.923.091	1.911.774	770.000	4.886.844	8.688.871
Existencias	385.297	612.913	623.843	941.810	640.272	1.309.683
Entidades deportivas deudoras	9.216.782	28.913.561	40.693.655	64.099.278	45.009.885	33.213.192
Otros deudores comerciales	19.050.894	21.462.897	14.289.627	16.461.194	7.431.091	22.184.766
Inversiones financieras	83.074.015	82.998.537	82.967.685	82.992.385	94.412.382	220.987
Periodificaciones	5.446.599	4.980.322	3.097.601	6.349.379	2.266.745	2.771.973
Efectivo	1.739.751	11.479.406	1.280.998	1.960.444	12.552.021	25.751.733
TOTAL ACTIVO	479.647.783	544.884.412	569.868.636	576.131.031	564.385.085	544.445.350

Ilustración 3 Activo ATM 2010-2015

En lo referente al balance de situación, lo primero a destacar es que las cuentas difieren en ciertos aspectos de las cuentas de una empresa corriente: existen una serie de cuentas referidas muy relacionadas con las actividades deportivas.

El total de activos en el año 2015 asciende a 544 millones, una cifra que supone una reducción del 3,5% con respecto al año anterior, pero que ha aumentado más de un 13% con respecto a 2010. Estas cifras nos dan la idea de una situación que se mantiene relativamente estable con el paso del tiempo.

El activo corriente por su parte ha pasado de 397 a 450 millones, lo que supone un aumento de más de un 13% en el último año, y representa el 83% del total de los activos. Las partidas más representativas son las de inmovilizado deportivo intangible, inmovilizado material e inversiones financieras. El inmovilizado deportivo intangible representa el 17,8% del total de activos, mientras que en el año 2014 representa el 12%. El inmovilizado material también aumenta con respecto al 2015, y pasa de suponer el 9% de los activos al 12,5%. Por último, el activo de mayor representación de todo el activo no corriente es de las inversiones financieras, que ascienden hasta los 232 millones en el año 2015, lo que supone un 42,7% del total de activos, por el 39% que suponían en el 2014. Estas inversiones financieras están compuestas principalmente por créditos comerciales y por créditos a entidades deportivas.

El activo no corriente se ha reducido más de un 40% hasta llegar a los 94 millones, y pasa de suponer el 29% de los activos totales a solo el 17%. Al tratarse de una entidad deportiva se ve cómo sus existencias son prácticamente nulas, y las partidas mas importantes son las de entidades deportivas deudoras, créditos comerciales y efectivo. La cuenta de entidades deportivas deudoras se ha reducido de 45 a 33 millones, mientras que la de créditos comerciales ha pasado de 5 a 22, y entre ambas suponen el 10% del activo. La tesorería se ha multiplicado por dos, hasta llegar a los 25 millones y suponer casi el 5% de los activos. Especial atención requiere el fuerte descenso de las inversiones financieras a corto plazo, que han pasado de 94 millones a ser prácticamente nulas, siendo este hecho el que justifica el fuerte descenso del activo corriente y hace que los activos no hayan aumentado con respecto a 2014. Esta reducción se debe a una decisión judicial sobre el dinero que tenía que cobrar la entidad por la venta de terrenos y construcciones asociadas a la ciudad deportiva, pero que por decisión judicial se ha dictaminado que no le corresponden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PATRIMONIO NETO	27.675.703	30.605.413	31.221.692	33.218.825	24.397.505	23.218.896
Capital suscrito	24.706.670	24.706.670	24.706.670	24.706.670	20.592.168	30.885.048
Prima de emisión	0	0	0	0	0	45.107.518
Reservas	2.700.004	2.624.518	2.219.874	2.285.420	-3.806.609	-76.337.591
Resultados retenidos	0	0	-5.556.329	-4.966.415	-3.159.776	-1.723.203
Otras aportaciones de socios	0	0	0	0	0	3.000.000
Perdidas y ganancias	-75.487	-5.960.973	655.460	2.007.377	1.596.193	13.121.840
Subvenciones	344.515	9.235.198	9.196.018	9.185.774	9.175.529	9.165.285
PASIVO NO CORRIENTE	223.680.527	236.363.569	246.840.215	198.834.648	261.762.725	252.931.696
Provisiones	66.081.068	50.394.530	20.500.000	20.500.000	20.500.000	20.500.000
Otros pasivos financieros	76.638.071	94.750.330	33.232.979	8.842.269	69.570.639	82.897.404
Deudas entidades de credito	32.060.901	31.989.242	20.742.527	14.338.363	24.025.760	17.120.653
Deudas entidades deportivas	8.972.961	19.660.330	22.126.204	12.727.704	13.726.436	33.598.937
Pasivo por impuesto diferido	23.048.765	26.843.435	26.811.020	26.791.006	29.435.033	5.843.426
Deudas con Admin. Publica	0	0	117.939.028	104.473.134	89.506.438	71.274.985
Periodificaciones	16.878.761	12.725.702	5.488.456	11.162.172	14.998.420	21.696.290
PASIVO CORRIENTE	228.291.553	277.915.440	291.836.729	344.077.558	278.224.855	268.294.757

Otros pasivos financieros	4.523.276	18.574.259	50.187.463	65.640.004	49.754.177	29.408.960
Deuda entidades de credito	35.277.363	26.724.530	17.635.666	24.998.473	23.889.455	52.714.987
Entidades deportivas acreedoras	27.739.780	35.364.796	40.497.241	45.303.008	25.738.500	37.038.498
Personal deportivo	47.659.349	50.998.866	52.006.812	43.801.458	79.098.121	72.104.382
Deudas con Admin. Publica	37.246.726	72.745.303	61.478.925	67.334.551	37.952.018	5.500.228
Otros	34.558.467	33.020.531	46.951.110	65.948.705	39.445.049	41.813.235
Periodificaciones	41.286.592	40.487.156	23.079.511	31.051.359	22.347.535	29.714.468
TOTAL PASIVO	451.972.080	514.279.009	538.676.944	542.912.206	539.987.580	521.226.453
TOTAL PASIVO + PN	479.647.783	544.884.422	569.898.636	576.131.031	564.385.085	544.445.350

Ilustración 4 Pasivo y Fondos Propios ATM 2010-2015

En cuanto a lo que se refiere a los fondos propios, se puede ver que se han reducido ligeramente con respecto a 2014, y suponen tan solo el 4,3% del total de activos, una cifra que ha experimentado una tendencia ligeramente descendente en los últimos años.

El pasivo no corriente se reduce en 9 millones hasta llegar a los 252 millones, lo que supone que financia un 46,6% de los activos totales, la misma cifra que en el año 2014. Con respecto al año 2014, destaca un incremento de 20 millones en las deudas con entidades deportivas que se sitúan en los 33 millones, lo que supone el 6% de los activos. Las deudas con entidades de crédito y otros pasivos financieros ascienden al 18% del total de activos. La deuda con las administraciones pública, a pesar de haberse reducido en 18 millones, supone un 13% del total de activos (es bastante común que los equipos de fútbol tengan elevadas deudas con hacienda, que en caso de algunos equipos más modestos les han hecho descender de categoría e incluso llegar a desaparecer).

El pasivo corriente se reduce en 10 millones, pasando de 278 a 268 millones, y financia el 49,3% del total de activos, el mismo porcentaje que represento en el año anterior. La suma de las cuentas de otros pasivos financieros y de deudas con entidades de crédito aumenta en casi 10 millones, y suponen el 15% de los activos. Las deudas con entidades deportivas incrementan en 12 millones hasta llegar a financiar el 6,8% del total de activo. Las deudas con el personal deportivo se mantienen en niveles similares a los del 2014, suponiendo el 13,2% del activo. Destaca también la fuerte reducción de las deudas con la administración pública a corto plazo, que se reducen de 38 a 5,5 millones, lo que hace que supongan solamente un 1% de la financiación de los activos.

Con todo esto, nos encontramos con una estructura financiera en la que los fondos propios financian únicamente un 4,26% de los activos, por el 95,74% que financian la deuda. Dentro de la deuda de la compañía, el pasivo a largo plazo supone el 48,53% del total de la deuda, y el pasivo a corto plazo el 51,47%.

4.3.2. ESTUDIO DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos deportivos	35.751.117	10.621.412	23.237.788	18.157.603	68.156.720	62.398.203
Ingresos abonados	20.546.505	22.178.537	18.939.601	18.159.268	18.543.805	21.957.961
Ingresos retransmisiones	40.769.096	38.424.292	38.991.632	45.629.274	45.933.992	41.658.834
Ingresos publicidad	24.819.696	23.428.833	19.727.121	24.610.528	30.202.438	34.878.883
Otros ingresos	1.619.419	5.247.251	7.042.236	13.426.516	7.032.311	14.222.009
Aprovisionamientos	6.103.468	5.466.363	5.926.238	5.837.889	7.123.491	8.321.018
Sueldos de la plantilla	53.420.302	55.802.683	65.023.600	55.753.018	103.260.671	93.408.864
Otros gastos de personal	7.074.141	8.262.399	8.384.570	8.057.070	9.684.809	11.627.913
Otros gastos corrientes	23.853.008	20.106.594	21.689.719	22.973.295	33.759.107	35.572.491
Subvenciones	138.625	138.625	55.972	14.635	14.635	14.635
Perdidas por enajenación de inmov		4.922.475		434.697	16.018.793	475.157
Rdo por traspaso y baja de jugadores	6.654.686	42.991.790	36.038.339	16.083.208	21.964.050	33.285.982
Otros resultados	-2.445.235	-4.898.574	-845.992	-394.804	15.407.654	17.281.484
EBITDA	37.402.991	43.571.652	42.162.570	42.630.259	37.408.732	76.292.548
Amortizaciones	29.101.177	25.049.613	27.980.577	25.096.140	18.021.750	36.232.713
EBIT	8.301.814	18.522.040	14.181.994	17.534.119	19.386.983	40.059.834
Ingresos financieros	360.684	10.294.412	7.607.175	3.629.900	4.529.753	1.443.365
Gastos financieros	8.732.889	40.610.848	21.669.754	20.778.693	21.636.656	22.520.733
Diferencias de cambio	211.722	-43.928	-25.935	1.633	13.388	-8.447
EBT	141.331	-11.838.325	93.479	386.959	2.293.468	18.974.019
Impuestos	216.818	-5.877.352	-561.981	-1.620.418	697.275	5.852.179
RESULTADO DEL EJERCICIO	-75.487	-5.960.973	655.460	2.007.377	1.596.193	13.121.840

Ilustración 5 Cuenta de PyG ATM 2010-2015

En cuanto a la cuenta de pérdidas y ganancias, se puede observar que no hay una partida de ventas, que sería lo normal en una cuenta de resultados. En vez de eso, aparecen cuatro cuentas, que sumadas, van a representar lo que podría ser considerado como las ventas de la compañía, ya que son los ingresos generados por la actividad de la empresa, o ente caso, del club. De esta formas, las cuentas de ingresos deportivos, ingresos por abonados, ingresos por retransmisiones e ingresos por publicidad es lo que se va a considerar como los ingresos propios de la actividad. En total estos ingresos ascendieron en el año 2015 a 160,8 millones de euros, una cifra muy similar a los 162,8 millones de la temporada 2014.

En lo referente a los gastos, se ve que el mayor gasto no es el coste de las mercaderías como podría ser en otra empresa, sino que son los sueldos de la plantilla el mayor de los gastos que afronta el equipo. En este año, esos gastos en salarios de los jugadores llegó a los 93,4 millones, lo que supone el 58% de los ingresos generados por las actividades normales de la compañía (en el año 2014 estos sueldos de la plantilla supusieron un coste de 103 millones, el equivalente al 63% de los ingresos). Los resultados por traspasos de jugadores es también una partida importante, que en este caso ascendió en el año 2015 a 33 millones, por los 21 millones del año anterior.

Con todos estos resultados, nos encontramos con un EBITDA de 76 millones, que dobla al del año 2014, y que supone margen de un 47,4% respecto a los ingresos anteriormente comentados como propios de la actividad del equipo. El resultado antes de intereses e impuestos también se dobla con respecto al del año anterior, y llega a suponer el 25% de los ingresos. El resultado financiero permanece sin cambios significativos con respecto a 2014, situándose en torno a -21 millones de euros, lo que hace que el resultado antes de impuestos sea de 18,9 millones, por los 2,3 millones del año 2014: lo que supone un 11,79% de los ingresos por el 1,41% del año anterior.

Con todo lo comentado con anterioridad, se llega a un resultado neto de 13,1 millones de euros, una cifra muy superior a los beneficios del año 2014, que ascendieron a 1,6 millones. Esto supone que el margen de los beneficios con respecto a los ingresos ha pasado de ser del 1% al 8% en tan solo un año.

5. VALORACIÓN DEL ATLETICO DE MADRID

Una vez conocida la situación financiera de la entidad, se va a proceder a realizar una valoración de la misma mediante el descuento de los flujos de caja libre, explicada con anterioridad en su vertiente teórica.

Para comenzar con dicha valoración, hay que conocer cuáles son los elementos que van a ser necesarios conocer para poder realizar la valoración. A continuación se realiza la proyección de todas las partidas que van a ser necesarias para el cálculo de los flujos de caja libres, desde el año 2016 y llegando hasta el 2020.

5.1. PROYECCIONES

- Ingresos deportivos: en este caso observamos cómo han crecido estos ingresos en los dos últimos años, coincidiendo con el buen rendimiento del equipo tras la temporada en la que gana la liga y llega a la final de la Champions. Es por eso por lo que utilizaré los datos de estas dos últimas temporadas, la 2014 y la 2015, y más aun teniendo en cuenta que en el 2016 el Atlético llegó a la final de la Champions. Por ello vamos a suponer que en este 2016 los ingresos van a coincidir con la media de las últimas dos temporadas, y que ya que el Atlético tiene una posición consolidada en Europa, van a crecer a una tasa del 3% anual.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Ingresos deportivos	65.277.461	67.235.785	69.252.859	71.330.444	73.470.358

- Ingresos abonados: se puede ver que los ingresos por abonados se han mantenido en el entorno de los 20 millones, pero sí que mantiene una tendencia creciente en los últimos 3 años. Por eso, partiendo de los ingresos del último año, vamos a proyectarlo

con un crecimiento que va a ser igual al crecimiento medio de los años en los que ha tenido una tendencia creciente y del año anterior, para compensar la tendencia irregular que presenta desde 2010. Este crecimiento ha sido de un 5,3% anual.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Ingresos abonados	23.121.733	24.347.184	25.637.585	26.996.377	28.427.185

- Ingresos retransmisiones: este apartado es muy importante, ya que con el nuevo reparto de los derechos de televisión, así como con los ingresos que se generan por las retransmisiones de los partidos en lugares como China, se espera un fuerte crecimiento en los próximos años, como ha experimentado la liga inglesa recientemente. Por ello, se le va a atribuir un crecimiento de un 4% anual.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Ingresos retransmisiones	43.325.188	45.058.195	46.860.523	48.734.944	50.684.342

- Ingresos por publicidad: el buen rendimiento del equipo va relacionado con el aumento de los ingresos publicitarios. Podemos ver como desde 2012 siguen una tendencia claramente creciente, pero cada vez a menor ritmo, por lo que se va a calcular el crecimiento medio del último año y se le va a restar un 2% por cada año que pase. El crecimiento del último año ha sido de 15,48%. Este crecimiento viene justificado por todo lo relacionado con la expansión al mercado chino que va a ayudar a potenciar enormemente estos ingresos.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Ingresos publicidad	39.581.837	44.127.284	48.312.169	51.927.692	54.775.235

- Otros ingresos: debido a la volatilidad de esta partida, y a que no sigue una tendencia clara, se va a tomar la media del porcentaje que representan estos ingresos con respecto al total del resto de ingresos operativos, y se va a usar esa media para establecer los datos futuros en función de los ingresos generados. Este porcentaje resultante es del 6,6% del total de los ingresos.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Otros ingresos	11.309.160	11.933.830	12.547.440	13.136.730	13.689.140

- Aprovisionamientos: se calcularán en función del porcentaje medio que han representado sobre el total de los ingresos. Este porcentaje es del 4,95%.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Aprovisionamientos	9.043.989	9.543.541	10.034.247	10.505.506	10.947.271

- Sueldos de la plantilla: la evolución de los sueldos es lógica que dependa del rendimiento deportivo, por lo que vamos a ver la relación entre los ingresos deportivos y los sueldos de la plantilla en los dos últimos años (debido a los buenos resultados deportivos). Vemos que los sueldos son de media en los dos últimos años de 1,506 veces los ingresos por resultados deportivos, y este es el porcentaje que utilizaremos de cara a la evolución futura.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Sueldos de la plantilla	98.308.757	101.258.019	104.295.760	107.424.633	110.647.372

- Otros gastos de personal: en función del porcentaje sobre los ingresos. El porcentaje es del 6,8%.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Otros gastos de personal	12.424.835	13.111.131	13.785.274	14.432.700	15.039.606

- Otros gastos corrientes: en función del porcentaje sobre los ingresos. El porcentaje es del 19,8%

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Otros gastos corrientes	36.178.790	38.177.154	40.140.133	42.025.316	43.792.513

- Subvenciones: se mantendrán constantes las subvenciones de los últimos 3 años, que han sido del mismo importe.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Subvenciones	14.635	14.635	14.635	14.635	14.635

- Pérdidas por enajenación: dada la volatilidad de estas pérdidas, vamos a tomar el valor medio de los últimos 6 años y lo vamos a considerar constante, ya que no hay otra forma lógica de hacerlo. Estas pérdidas ascienden a 3,6 millones.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Pérdidas por enajenación de inmov	3.641.854	3.641.854	3.641.854	3.641.854	3.641.854

- Ingresos por traspasos y ventas de jugadores: dada la volatilidad de estos valores, vamos a tomar el valor medio de los últimos 6 años y lo vamos a considerar constante, ya que no hay otra forma lógica de hacerlo. Estos ingresos ascienden a 26,1 millones.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Rdo por traspaso y baja de jugadores	26.169.676	26.169.676	26.169.676	26.169.676	26.169.676

- Otros resultados: esta cuenta guarda gran relación con la de ingresos deportivos, ya que esta partida incrementa cuando incrementan de manera significativa los ingresos deportivos, es decir, los dos últimos años. Por ello, vamos a tomar como referencia los ingresos deportivos, y calcular el porcentaje en función del porcentaje que representó en los dos últimos años de media. El porcentaje en este caso es del 25,15%

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Otros resultados	16.417.836	16.910.371	17.417.682	17.940.212	18.478.419

- Como resultado de todas las proyecciones de la cuenta de pérdidas y ganancias realizadas con anterioridad, se espera obtener un EBITDA que queda reflejado en la siguiente tabla.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
EBITDA	65.619.299	70.065.261	74.315.300	78.220.703	81.640.374

- Amortizaciones: las amortizaciones tienen un comportamiento muy similar al del inmovilizado intangible deportivo, por lo que vamos a proyectar esta partida para poder calcular a continuación el porcentaje que va a representar la amortización sobre esta partida en función a la media que ha representado en el pasado. De este modo, el inmovilizado deportivo intangible ha aumentado una media de un 7,8%, lo que usaremos para proyectar esta partida. La amortización supone de media un 35,8% sobre este inmovilizado intangible deportivo, lo que usaremos para proyectar la amortización.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Amortizaciones	37.403.404	40.328.219	43.481.745	46.881.865	50.547.862

- Como resultado de todas las proyecciones realizadas sobre la cuenta de pérdidas y ganancias, se obtiene el EBIT esperado para los próximos 5 años. Este será el valor que multiplicado por uno menos la tasa impositiva sea equivalente al NOPAT, a partir del cual comienzan a calcularse los flujos de caja. El EBIT resultante se refleja en la siguiente tabla.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
EBIT	28.215.895	29.737.042	30.833.555	31.338.838	31.092.512

- Clientes: para el cálculo de esta cuenta, se ha tomado como referencia el porcentaje medio que ha representado esta cuenta en función de los ingresos en los últimos años, siendo este porcentaje del 42,32% sobre los ingresos. Este porcentaje se utiliza en los años futuros para calcular el importe, quedando como muestra la tabla.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Clientes	77.277.803	81.546.301	85.739.220	89.765.965	93.540.694

- Proveedores: en este caso se utiliza el porcentaje que ha representado esta cuenta en el año 2015 sobre el total de ingresos, y se supone que durante los próximos años ese porcentaje se va a mantener constante. En este caso, el porcentaje es de un 89,34%.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Proveedores	149.193.935	142.268.634	135.664.793	129.367.490	123.362.495

- Existencias: no es una cuenta especialmente representativa en este caso, pero su cálculo se realiza en función del crecimiento medio anual de los últimos 4 años; y partiendo del dato de 2015, se supone que va a crecer anualmente a este porcentaje, que es de un 28,4%

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Existencias	1.681.901	2.159.905	2.773.760	3.562.075	4.574.433

- Efectivo: es una partida que ha tenido un comportamiento completamente aleatorio en el pasado, por lo que se supone que se va a mantener estable en el nivel de 2015 con el paso de los años.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Efectivo	9.127.392	9.127.392	9.127.392	9.127.392	9.127.392

- El crecimiento del activo fijo se ha calculado según la media de crecimiento anual de los últimos 5 años, que ha sido de un 4,9%. A partir del dato del activo fijo del 2015, se ha supuesto que va a crecer anualmente a este porcentaje.

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Inmovilizado	81.567.725	92.347.125	100.417.900	106.221.783	110.281.882

5.2. CALCULO DE LOS FLUJOS DE CAJA Y VALORACIÓN

Una vez establecida la evolución de todas las cuentas anteriores, ya se está en disposición de comenzar a calcular los flujos de caja. Este cálculo va a seguir la estructura comentada con anterioridad:

FLUJO DE CAJA LIBRE
EBIT*(1-T)
+ Amortizaciones
- Δ NOF
-CAPEX

Para ello, se comienza partiendo del EBIT, que ya se ha proyectado con anterioridad, y se multiplica por $(1 - t)$, para tener en cuenta el efecto impositivo. En este caso, se toma como tasa impositiva el 25%, y se presupone que se va a mantener constante a lo largo de los próximos cinco años. De este modo, el NOPAT quedaría de la siguiente manera:

	2016	2017	2018	2019	2020
NOPAT	21.161.921	22.302.782	23.125.167	23.504.129	23.319.384

Una vez calculado el NOPAT de los próximos 5 años, el siguiente paso es añadirle a esta cifra la amortización que previamente se había restado a la hora de calcular el EBIT. El importe a sumar en los próximos años es el siguiente:

	2016	2017	2018	2019	2020
Amortización	37.403.404	40.328.219	43.481.745	46.881.865	50.547.862

El siguiente paso consiste en restar las variaciones que se han producido en las necesidades operativas de financiación. Estas necesidades resultan de la siguiente operación: *Proveedores - Clientes - Existencias - Efectivo*. El efectivo solo se añade si se considera que es necesario para el funcionamiento de la compañía, algo que se ha considerado en este caso. De este modo, las necesidades operativas de los próximos años quedan de la siguiente manera:

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
NOF	-61.106.839	-49.435.036	-38.024.421	-26.912.057	-16.119.976

Hay que destacar que en este caso las necesidades son negativas, debido al alto importe que ha tenido tradicionalmente la compañía. A pesar de ello, estas NOF se van reduciendo con el paso del tiempo, por lo que el incremento que se produce de un año para otro, y por tanto el importe a deducir a la hora de realizar la valoración es el siguiente:

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Incremento NOF	12.890.130	11.671.803	11.410.615	11.112.364	10.792.081

El último punto a tener en cuenta para establecer el cálculo de los flujos de caja es establecer cuál es la inversión realizada en el activo fijo, para poder deducirla. La evolución prevista para el activo fijo es:

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Activo fijo	472.666.083	496.138.507	520.776.563	546.638.136	573.783.985

Una vez calculado el activo fijo, utilizando estos valores y el valor del activo fijo en el año 2015, se puede establecer de manera muy sencilla el dinero destinado a la inversión en activo fijo, que será deducido a la hora de calcular los flujos de caja, y que queda de la siguiente forma:

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
Incremento AF	22.361.938	23.472.424	24.638.056	25.861.573	27.145.849

Con todo lo comentado con anterioridad, ya es posible establecer el importe de los flujos de caja resultantes bajo nuestras proyecciones:

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
NOPAT	21.161.921	22.302.782	23.125.167	23.504.129	23.319.384
Amortización	37.403.404	40.328.219	43.481.745	46.881.865	50.547.862
VAR NOF	12.890.130	11.671.803	11.410.615	11.112.364	10.792.081
CAPEX	22.361.938	23.472.424	24.638.056	25.861.573	27.145.849
TOTAL	23.313.257	27.486.774	30.558.240	33.412.056	35.929.315

Ilustración 6 Flujos de caja ATM 2016-2020

Una vez establecidos estos flujos de caja, que no son definitivos ya que aún no se ha añadido el valor residual, el siguiente paso es el de establecer tanto el coste medio de los recursos como la g , que se utilizarán en primer lugar para establecer el valor residual, y en segundo lugar para establecer la tasa de descuento para poder calcular el valor actual de estos flujos futuros. Para ello:

- A la hora de calcular la g para determinar el valor residual, se ha establecido una g del 6%, debido a la expansión en los mercados asiáticos, a la evolución de los derechos televisivos que se espera y al buen rendimiento deportivo de la entidad en los últimos tiempos, que hace que la g sea superior a los valores que suelen utilizarse en la valoración de otras compañías, que se sitúa en torno al 2%
- Para calcular el WACC:
 - El k_d se ha calculado viendo el porcentaje que suponen los gastos financieros en función de la DFN del 2015. La deuda financiera neta es el resultado de sumar las cuentas de deudas financieras y de otros pasivos financieros, tanto a largo como a corto plazo. En este caso el porcentaje resultante es del 12,43%, que es lo que se va a establecer como coste de la deuda.
 - Para el coste del k_e , al no ser una empresa que cotice ni hay ningún caso similar que lo haga en la bolsa española, la beta que se le da es 1. La r_m tiene que ser mayor al coste de la deuda, pero como en este caso ya es bastante elevado, se establece un coste ligeramente superior, en este caso del 13%. Al ser una beta de 1, el valor del activo libre de riesgo no tiene importancia, pero en caso de ser necesario habría que considerar el bono español a 10 años.

- Por último, es necesario calcular el cuál va a ser el porcentaje de fondos propios y el porcentaje de la deuda. Para ello se dividen tanto la DFN como los recursos propios entre la suma de ambos valores, quedando una estructura de un 11,3% de recursos propios y un 88,7% de deuda.
- De esta forma, el coste medio ponderado de los recursos se fija en el 12,43%, y el siguiente cuadro resume su cálculo

WACC	0,12436247		
ke	0,13	% ke	0,11306386
	Beta		1
	Rm		0,13
kd	0,12364382	% deuda	0,88693614

Ilustración 7 Cálculo del WACC ATM

Una vez conocidos tanto el coste de los recursos como la g, se puede calcular el valor residual. Este cálculo se realiza partiendo del flujo de caja del último año que se ha estimado, en este caso el de 2020. Una vez calculado este flujo, se multiplica por (1 + g), y este importe se divide entre el (wacc – g). En este caso, el cálculo sería el siguiente:

$$(35.929.315 * (1 + 0,06)) / (wacc - g)$$

Con esta operación, se obtiene un valor residual de 591.727.958 euros, que hay que añadir al valor del flujo de caja del último año, en este caso 2020. De esta forma, el valor del flujo de caja del 2020 es de 627.657.273; por lo que ya se conocen todos los flujos de caja a descontar:

	2016 e	2017 e	2018 e	2019 e	2020 e
FCL A DESC	23.313.257	27.486.774	30.558.240	33.412.056	627.657.273

Ilustración 8 FC a descontar ATM 2016-2020

Teniendo ya todos los flujos de caja esperados, y conociendo cual es el coste que va a tener la empresa para obtener los recursos, el siguiente paso es el de descontar todos estos flujos a la tasa comentada, que en este caso es del 12,43%.

Flujos Descontados	20.734.645	21.742.580	21.498.557	20.906.332	349.293.784
--------------------	------------	------------	------------	------------	-------------

De este modo, el valor actual (en este caso, teniendo en cuenta que todo el estudio se ha realizado con datos del 2015, será el valor a comienzo de la temporada 2016), es la suma de todos los flujos anteriormente descontados

VALORA ACTUAL FC	434.175.899
-------------------------	--------------------

Para finalizar la valoración, una vez conocido el valor actual de los flujos de caja futuro, hay que descontar el valor de la DFN al importe anteriormente calculado, quedando en este caso el siguiente valor:

VALORA ACTUAL FC	434.175.899
DFN	182.142.003
VALOR FINAL	252.033.896

Ilustración 9 Valor final ATM 2015

6. ESTUDIO DE LOS EQUIPOS COMPARABLES

6.1. ESTUDIO DE LAS COTIZACIONES

En el epígrafe anterior, se ha calculado cual habría sido el valor del Atlético de Madrid si se hubiese decidido a salir a bolsa. Como ya se ha comentado con anterioridad, no sería el primer equipo en hacerlo, ya que muchos equipos de fútbol europeos (ninguno español) cotizan. En los años 90 llegó a haber más de 20 equipos ingleses que cotizaban en bolsa. A día de hoy, existe un índice denominado Stoxx Europe Football formado por los 22 equipos europeos que cotizan en Europa (el Manchester United cotiza en la bolsa de Nueva York desde agosto de 2012, siendo el único equipo europeo que cotiza fuera de Europa). De estos 22 equipos cabe destacar la diversidad, ya que se compone tanto de equipos punteros de las grandes ligas, como por ejemplo el Borussia Dortmund; como de equipos desconocidos fuera de sus países nativos, como por ejemplo el Ruch Chorzow de Polonia.

Este índice no está teniendo un buen comportamiento, ya que siempre se sitúa por debajo del Eurostoxx50. Pero este comportamiento no es similar para todos los equipos, siendo aquellas entidades con mayor nombre y con unos mejores resultados históricos las que tienen un mejor

comportamiento. El Atlético de Madrid por tanto, tendría un comportamiento similar al de estos equipos, y no al del índice en general.

Es por esto por lo que se ha decidido realizar un estudio de la evolución de las cotizaciones de los equipos más similares al Atlético de Madrid en los últimos años. El siguiente cuadro muestra los precios de cierre de mercado del último día de cada temporada desde el 2008 de los equipos que por historia se han considerado más similares al Atlético de Madrid.

	ROMA	JUVENTUS	DORTMUND	BESIKTAS	FENERBACHE	AJAX	LAZIO	CELTIC
Fecha	Último	Último	Último	Último	Último	Último	Último	Último
01.06.2016	0,386	0,253	3,946	3,21	34,06	8,03	0,47	73,5
01.07.2015	0,565	0,287	4,119	2,06	41,6	9,34	0,619	75,25
01.07.2014	0,639	0,227	4,842	2,18	33,8	9,4	0,53	74,5
01.07.2013	0,281	0,1965	3,073	1,47	28,3	8	0,4368	57
01.07.2012	0,246	0,1872	2,415	1,67	52,95	7	0,3946	34
01.07.2011	0,399	0,3437	2,579	2,89	41,97	7	0,4987	40
01.07.2010	0,561	0,3491	1,042	1,88	51,73	6,4	0,3065	45,5
01.07.2009	0,482	0,3466	1,028	1,89	48,17	6,3	0,3395	40,5
01.07.2008	0,496	0,3871	1,453	0,94	62,93	7,1	0,345	49,5
01.07.2007	0,363	0,5839	2,195	0,79	20,36	8,41	0,374	61

Ilustración 10 Precios de cotización de equipos comparables

Con estos datos, se puede calcular cual ha sido su variación anual de una temporada a otra:

	ROMA	JUVENTUS	DORTMUND	BESIKTAS	FENERBACHE	AJAX	LAZIO	CELTIC
Fecha	Último	Último	Último	Último	Último	Último	Último	Último
01.06.2016	-31,68%	-11,85%	-4,20%	55,83%	-18,13%	-14,03%	-24,07%	-2,33%
01.07.2015	-11,58%	26,43%	-14,93%	-5,50%	23,08%	-0,64%	16,79%	1,01%
01.07.2014	127,40%	15,52%	57,57%	48,30%	19,43%	17,50%	21,34%	30,70%
01.07.2013	14,23%	4,97%	27,25%	-11,98%	-46,55%	14,29%	10,69%	67,65%
01.07.2012	-38,35%	-45,53%	-6,36%	-42,21%	26,16%	0,00%	-20,87%	-15,00%
01.07.2011	-28,88%	-1,55%	147,50%	53,72%	-18,87%	9,37%	62,71%	-12,09%
01.07.2010	16,39%	0,72%	1,36%	-0,53%	7,39%	1,59%	-9,72%	12,35%
01.07.2009	-2,82%	-10,46%	-29,25%	101,06%	-23,45%	-11,27%	-1,59%	-18,18%
01.07.2008	36,64%	-33,70%	-33,80%	18,99%	209,09%	-15,58%	-7,75%	-18,85%

Ilustración 11 Evolución de las cotizaciones de los equipos comparables

Una vez conocida la evolución de estas cotizaciones, y sabiendo el rendimiento de cada uno de estos equipos, podemos tratar de establecer la relación entre la evolución de las cotizaciones y la evolución en términos deportivos, que es algo que parece estar bastante relacionado. Por ejemplo, el día después del anuncio del entrenador Alex Ferguson de dejar el banquillo después de más de 20 años, las acciones cayeron más de un 5%. Otro claro ejemplo es que el día después de que el Borussia de Dortmund eliminase al Real Madrid y consiguiese clasificarse para la final de la Champions League, sus acciones subieron más de un 6%

Es por esto por lo que se ha decidido estudiar el rendimiento deportivo de los equipos anteriormente comentados, con la excepción de la Juventus, que se vio envuelto en casos de

corrupción y descendió a segunda división, algo que puede haber influido en su comportamiento en bolsa.

6.2. RENDIMIENTO DEPORTIVO

El estudio por tanto va a realizarse sobre los siguientes equipos: AS Roma (Italia), Lazio (Italia), Ajax (Holanda), Borussia Dortmund (Alemania), Celtic de Glasgow (Escocia), Fenerbache (Turquía) y Besiktas (Turquía). El rendimiento deportivo de los equipos comentados queda reflejado en los siguientes cuadros:

	2007					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	75	114	0,65789474	1	0	1
DORTMUND	44	102	0,43137255	0	0	0
BESIKTAS	31	102	0,30392157	1	0	1
FENERBACHE	70	102	0,68627451	1	1	0
AJAX	75	102	0,73529412	1	0	1
LAZIO	62	114	0,54385965	1	0	0
CELTIC	84	114	0,73684211	1	1	1

Ilustración 12 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2007

	2008					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	82	114	0,71929825	1	0	1
DORTMUND	40	102	0,39215686	0	0	0
BESIKTAS	73	102	0,71568627	0	0	0
FENERBACHE	73	102	0,71568627	1	0	0
AJAX	69	102	0,67647059	1	0	0
LAZIO	46	114	0,40350877	1	0	0
CELTIC	89	114	0,78070175	1	1	0

Ilustración 13 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2008

	2009					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	63	114	0,55263158	0	0	0
DORTMUND	59	102	0,57843137	0	0	0
BESIKTAS	71	102	0,69607843	1	1	1
FENERBACHE	61	102	0,59803922	0	0	0
AJAX	68	102	0,66666667	0	0	0
LAZIO	50	114	0,43859649	0	0	1
CELTIC	82	114	0,71929825	1	0	0

Ilustración 14 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2009

	2010					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	80	114	0,70175439	1	0	0
DORTMUND	57	102	0,55882353	0	0	0
BESIKTAS	64	102	0,62745098	0	0	0
FENERBACHE	74	102	0,7254902	1	0	0
AJAX	85	102	0,83333333	1	0	0
LAZIO	46	114	0,40350877	0	0	0
CELTIC	81	114	0,71052632	1	0	0

Ilustración 15 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2010

	2011					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	63	114	0,55263158	0	0	0
DORTMUND	75	102	0,73529412	1	1	0
BESIKTAS	54	102	0,52941176	0	0	1
FENERBACHE	82	102	0,80392157	1	1	0
AJAX	73	102	0,71568627	1	1	0
LAZIO	66	114	0,57894737	0	0	0
CELTIC	92	114	0,80701754	1	0	1

Ilustración 16 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2011

	2012					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	56	114	0,49122807	0	0	0
DORTMUND	81	102	0,79411765	1	1	1
BESIKTAS	55	102	0,53921569	0	0	0
FENERBACHE	68	102	0,66666667	1	0	1
AJAX	76	102	0,74509804	1	1	0
LAZIO	62	114	0,54385965	0	0	0
CELTIC	93	114	0,81578947	1	1	0

Ilustración 17 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2012

	2013					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	62	114	0,54385965	0	0	0
DORTMUND	66	102	0,64705882	1	0	0
BESIKTAS	58	102	0,56862745	0	0	0
FENERBACHE	61	102	0,59803922	1	0	1
AJAX	76	102	0,74509804	1	1	0
LAZIO	61	114	0,53508772	0	0	1
CELTIC	79	114	0,69298246	1	1	1

Ilustración 18 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2013

	2014					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	85	114	0,74561404	1	0	0
DORTMUND	71	102	0,69607843	1	0	0
BESIKTAS	62	102	0,60784314	1	0	0
FENERBACHE	74	102	0,7254902	0	1	0
AJAX	71	102	0,69607843	1	1	0
LAZIO	56	114	0,49122807	0	0	0
CELTIC	99	114	0,86842105	1	1	0

Ilustración 19 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2014

	2015					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
ROMA	70	114	0,61403509	1	0	0
DORTMUND	46	102	0,45098039	0	0	0
BESIKTAS	69	102	0,67647059	0	0	0
FENERBACHE	74	102	0,7254902	1	0	0
AJAX	68	102	0,66666667	1	0	0
LAZIO	69	114	0,60526316	1	0	0
CELTIC	92	114	0,80701754	1	1	0

Ilustración 20 Rendimiento deportivo de equipos comparables 2015

El campo de Champions indica si el equipo se ha clasificado para la siguiente edición de la Champions League, indicando el valor 1 que sí y el valor 0 que no. Para los campos de liga y copa, el valor 1 indica que el equipo ha obtenido ese título.

7. ESTUDIO COMPARATIVO

Con todos estos datos, ya se pueden establecer las variables que se considere que puedan ser significantes para la evolución de la cotización de las acciones de estos equipos. En el estudio que se va a realizar, se van a considerar las siguientes variables:

- Mejora de puntos con respecto al año anterior
- Consecución de la clasificación para la siguiente edición de la Champions
- Títulos conseguidos por el equipo (liga + copa).

Para la realización del estudio, se contemplan tanto evolución de la cotización como los datos comentados de las temporadas 2008-2015. Para ello, se realiza un modelo de mínimos cuadrados ordinarios para intentar ver la relación existente entre todo lo comentado, siendo la cotización la variable que se considera como dependiente. Como consecuencia de la realización de este estudio, los datos obtenidos son los siguientes:

Modelo 2: estimaciones MCO
 utilizando las 56 observaciones 1-56
 Variable dependiente: COTIACION

VARIABLE	COEFICIENTE	DESV.TÍP.	ESTAD T	VALOR P
const	-0,0421412	0,0927726	-0,454	0,65155
MEJORA	1,00358	0,507014	1,979	0,05308 *
CHAMPIONS	0,242237	0,127211	1,904	0,06242 *
TITULOS	0,0609699	0,105312	0,579	0,56513

Media de la var. dependiente = 0,134808
 Desviación típica de la var. dependiente. = 0,462518
 Suma de cuadrados de los residuos = 9,89256
 Desviación típica de los residuos = 0,436167
 R-cuadrado = 0,159208
 R-cuadrado corregido = 0,110701
 Estadístico F (3, 52) = 3,28215 (valor p = 0,028)
 Log-verosimilitud = -30,9206
 Criterio de información de Akaike (AIC) = 69,8412
 Criterio de información Bayesiano de Schwarz (BIC) = 77,9427
 Criterio de Hannan-Quinn (HQC) = 72,9821

Sin considerar la constante, el valor p más alto fue el de la variable 7 (TITULOS)

Ilustración 21 Cuadro de diálogo de Gretl sobre el estudio comparativo cotización/rendimiento deportivo

De esta forma, se observa como con un nivel de significación del 90%, las variables mejora de puntos y Champions son significativas, dados tanto el valor del estadístico t como su p valor. El valor del r2 es algo bajo, de un 16%, lo que implica que este estudio explica el 16% de las variaciones producidas en la evolución de la cotización.

Por tanto, este modelo aporta la siguiente información respecto a las variables significativas:

- La variable mejora, como se comentó con anterioridad, refleja la mejora sobre el porcentaje de puntos conseguidos en una temporada con respecto al porcentaje de puntos conseguida en la anterior. De este modo, y dado un coeficiente de 1,00358, se establece que ante una mejora de un 1% en los puntos conseguidos, la acción experimentará una subida de un 1,00358%.
- La variable Champions, es una variable dicotómica que refleja si el equipo ha conseguido la clasificación para la siguiente edición de la Champions League. Por tanto, si un equipo entra en Champions, se espera que esto tenga un impacto de un crecimiento de un 24,2237% en la cotización de la acción.
- Por otra parte, las variables constantes y títulos no son significativas. Teniendo en cuenta los datos obtenidos, al ser negativo el coeficiente de la constante, eso significa que en el caso de que el resto de variables fuesen cero (es decir, el equipo obtuviese el mismo número de puntos que la temporada anterior y no entrase en Champions ni ganase ningún título, la cotización de la acción caería un 4,21412%. Por otra parte, por cada título que ganase el equipo en la temporada, esto tendría un impacto positivo en la cotización de un 6,09%, pero no es una variable significativa.

Con todos estos datos comentados, podemos ver como la variable que más va a influir en la cotización de los equipos de futbol es su clasificación para la Champions League, algo completamente lógico, ya que es una fuente de ingresos vital para las entidades deportivas.

De esta forma, suponiendo que el Atlético de Madrid hubiese comenzado a cotizar justo al comienzo de esta temporada 2016, se puede comprobar cuál habría sido el comportamiento según el modelo construido con anterioridad. Este ha sido el comportamiento deportivo del Atlético de Madrid en los últimos dos años, que es lo necesario para poder aplicar nuestro modelo:

	ATLETICO DE MADRID					
	PUNTOS	PUNTOS TOTAL	% PUNTOS	CHAMPIONS	LIGA	COPA
2015	78	114	0,684210526	1	0	0
2016	88	114	0,771929825	1	0	0

Ilustración 22 Rendimiento deportivo del ATM 2015-2016

Y según estos resultados deportivos, se obtienen los datos necesarios para introducir en el modelo:

	MEJORA	CHAMPIONS	TITULOS
ATM 2016	0,087719298	1	0

Ilustración 23 Datos del ATM para la realización del estudio

De esta forma, si el Atlético hubiese comenzado a cotizar, la evolución de la cotización habría sido la siguiente según el modelo comentado:

$$\text{Evolución de la cotización} = - 4.21\% + 8,772\% * 1,00358 + 24,22\% = + 28.81\%$$

Ilustración 24 Evolución esperada del ATM según el modelo para la temporada finalizada

Se puede ver como el resultado de haber salido a bolsa habría sido muy beneficioso en esta temporada para los inversores, que habrían obtenido una rentabilidad de un 28,81%, una rentabilidad muy superior a la conseguida por casi cualquier título o índice bursátil.

8. CONCLUSIONES

A modo de conclusión de todo lo comentado con anterioridad, se puede decir que la opción de que el Atlético de Madrid, o cualquier otro club español de cierto renombre salga a bolsa, es una opción más que viable. Con el crecimiento del negocio futbolístico que no se espera que se frene de cara a futuro, sería más que interesante ver como las entidades recurren a esta opción como forma de financiación, ofreciendo a los inversores una clara oportunidad de inversión en unos equipos que se espera que tengan un comportamiento positivo en el mercado.

En el caso estudiado, se ha determinado que el valor del Atlético de Madrid ante una posible salida se habría situado en torno a los 250 millones de euros. Con el modelo estudiado, se ha

comprobado como el equipo hubiese tenido un comportamiento bursátil extraordinario de haberse cumplido el estudio propuesto.

Es por todo ello, tanto por las oportunidades que ofrece para los equipos como por el buen comportamiento esperado en el caso de que los resultados deportivos sean buenos, que las salidas a bolsa de los equipos de fútbol españoles sea una posibilidad real de cara al futuro más cercano.

9. BIBLIOGRAFIA

- Lubián, F. J. L., & de Luna Butz, W. (2001). Valoración de empresas en la práctica. McGraw Hill Interamericana.
- Pérez-Íñigo, J. M. (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Ecobook.
- Pascual, L. B. (2009). Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos. Revista Universo Contábil, 5(2), 125-141.
- MONTSERRAT, CASANOVAS, R. (2009). Valoración de Empresas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas. Profit Editorial.
- Brealey, R. C, Myers, S. C., y Allen, F. 2009. Principios de Finanzas Corporativas, McGraw Hill, Madrid. 3a Edición, pp. 102-169.
- Pérez-Carballo Veiga, JF. (2010). “La valoración de empresas: El enfoque financiero”. Cuaderno de documentación, ESIC, Madrid, pp. 167-351.
- De Pablo López, A., y Ferruz Agudo, L. 2007. Finanzas de Empresa. 3a Edición, pp. 53- 115.
- Fernández, P. (2000) “Valoración de Empresas”, 1a Edición, Ediciones Gestión, Barcelona.
- Barajas, A. (2004). Modelo de valoración de clubes de fútbol basado en los factores clave de su negocio.
- Memoria anual publicada por el Atlético de Madrid