



ICAIDE BUSINESS SCHOOL

Valoración del Real Madrid Club de Fútbol

Autor: Alberto Alcahuz Serrano

Director: María Luisa Garayalde Niño.

MADRID
Mayo 2017

Resumen

El interés cada vez mayor de inversores extranjeros por comprar equipos de fútbol hace casi obligatorio la valoración razonable del Real Madrid Club de Fútbol, uno de los equipos más laureados de la historia de este deporte, pero que, como cualquier empresa, puede ser analizada desde un punto de vista económico-financiero. Además, se trata de una compañía con un buen número de peculiaridades financieras, como su bajo nivel de deuda, la alta calidad de su patrimonio, un fondo de maniobra negativo, no cotiza, etc. Todas estas características especiales serán estudiadas a lo largo de este trabajo, con el objetivo final de obtener una valoración coherente de esta compañía.

Palabras Clave: valoración, flujos de caja, tasa de descuento, análisis estratégico, industria futbolística, análisis patrimonial, balance.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
A. Objetivos	5
B. Motivaciones del trabajo.....	6
C. Metodología	8
2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	9
A. Métodos de valoración basados en el Balance (métodos patrimoniales)	10
B. Valoración mediante descuentos de flujos de caja	14
C. Métodos de Creación de Valor	17
D. Valoración relativa (múltiplos y comparables)	17
E. Valoración contingente (opciones)	18
F. Elección de método.....	19
3. VALORACIÓN DEL REAL MADRID CLUB DE FÚTBOL.....	20
A. Información General.....	20
B. Análisis estratégico, sector y competencia.....	28
C. Análisis de la información económica y financiera.....	33
4. VALORACIÓN: PROYECCIÓN DE FLUJOS	44
A. Cálculo de la tasa de descuento.....	44
B. Presupuesto 2016/2017.....	48
C. Cálculo de los flujos de caja futuros	48
5. CONCLUSIONES:	51
6. BIBLIOGRAFÍA.....	52
7. ANEXOS.....	55
Anexo 1: Importe Neto de la Cifra de Negocios del Real Madrid.....	55
Anexo 2: Ranking de Clubes de Fútbol con mayores ingresos.....	56
Anexo 3: Balance de Situación del Real Madrid C.F.	57
Anexo 4: Inmovilizado Material.....	59
Anexo 5: Cuenta de Pérdidas y Ganancias.....	60
Anexo 6: Presupuesto oficial temporada 2016/2017.....	61
Anexo 7: Flujo de Caja Libre esperado en el escenario más probable.....	62
Anexo 8: Flujo de Caja Libre esperado en el escenario pesimista.....	63

1. INTRODUCCIÓN

El primer paso antes de realizar cualquier valoración es preguntarse qué es la valoración de empresas, y en qué consiste; según Parra Barrios (2013), se trata de “... un proceso mediante el cual se asignan cifras a eventos o hechos económicos, (...), con unos propósitos particulares para dar a conocer al inversionista la recuperación de su capital en el presente, considerando unas variables que permitan determinar su valor en el tiempo”.

Siguiendo esta definición, a lo largo de este trabajo se analizarán las circunstancias y contingencias del Real Madrid, tanto en el pasado, como en el presente y futuro, con la intención de poner una cifra a la rentabilidad que podría obtener un inversor de esta compañía, a través de la recuperación del capital invertido en ella. Según Fernández (2008), “la valoración de empresas es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y que mejora con la experiencia”; este sentido común va a ser la base que sustente mi análisis del Real Madrid.

Una vez definida la valoración de empresas, es interesante conocer para qué se va a evaluar la capacidad económica y financiera del Real Madrid, pues en función de esta respuesta, la valoración se enfocará desde una perspectiva o desde otra; por ejemplo, no es lo mismo realizar un modelo de valoración de una empresa en funcionamiento que un modelo para una empresa que está a instancias de ser liquidada.

Tampoco es igual valorar una compañía recién fundada, o en época de crecimiento que valorar una compañía madura o en declive, puesto que la medida de la incertidumbre, la rentabilidad y el riesgo difieren de una a otra. Además, según cuáles sean los objetivos de los accionistas de la compañía, de los directivos o de otros grupos de interés (como por ejemplo el Estado), los objetivos y el desarrollo del proceso de valoración cambiarán; si la intención de los altos directivos es sacar la compañía que dirigen a Bolsa, el camino a seguir probablemente sea distinto a si el objetivo de la valoración es encontrar un precio adecuado de compra a pagar

por un nuevo propietario o accionista mayoritario. En resumen, en función de los objetivos planteados, las hipótesis de partida y los modelos elegidos, el resultado de la valoración de una compañía puede ser muy diferente.

Para realizar la valoración de una organización, se requieren conocimientos no sólo económicos y financieros, sino que también es necesario contar con suficientes habilidades en materia de gestión empresarial, marketing, contabilidad, e incluso de estrategia y comportamiento de los mercados.

Al mismo tiempo, y según Damodaran “todas las valoraciones de empresa están sesgadas, (...), tus puntos de vista sobre una compañía ya están preformados antes incluso de incluir los números en los modelos y métricas a utilizar”, (Damodaran, 2011). Es importante tener en cuenta esta posible parcialidad a la hora de valorar el Real Madrid, e intentar eliminar todos los prejuicios y valoraciones personales hacia la compañía antes de comenzar a analizarla. Según Dapena, “el proceso de valuación es en sí subjetivo, pues está influenciado por percepciones, y el hecho de que existan diferentes precios (ante una misma compañía) no indica que los mismos son erróneos, sino que la percepción de valor es diferente en cada caso”. Según este autor: “en el proceso de valoración no existe un único valor, porque aún cuando existiese, las condiciones cambiantes y el arribo de nueva información harían cambiar el mismo de manera continua”. (Dapena, 2014).

A. Objetivos

El objetivo principal de este trabajo consiste en tratar de estimar de la manera más exacta posible el valor actual del Real Madrid Club de Fútbol. A pesar de que precio y valor son conceptos generalmente diferentes, en este caso se valorará esta compañía estableciendo una horquilla de precios mínimos y máximos que un inversor tendría que pagar para entrar a formar parte de su accionariado.

Además, y como objetivo secundario, se tratará de averiguar si la compañía está reflejando correctamente el valor de sus activos.

Dicho esto, el planteamiento del trabajo consiste en considerar al Real Madrid como una compañía generadora de flujos de fondos, con la intención de averiguar el valor de mercado de sus Fondos Propios y generar un precio aproximado que tendría que pagar un inversor por apropiarse de la mayoría de las acciones de la compañía. La idea principal radica en analizar la compañía como un todo, desde un punto de vista estático y dinámico al mismo tiempo, y obtener el precio más sensato y lógico del Capital Social de esta empresa.

B. Motivaciones del trabajo

La valoración del Real Madrid que se va a realizar a lo largo de este trabajo está directamente relacionada y motivada por la situación actual en el panorama futbolístico mundial: la cada vez mayor tendencia a la compra de equipos de fútbol europeos por parte de inversores extranjeros.

Es interesante observar el creciente interés de magnates, grandes empresarios o políticos por hacerse con el control mayoritario de un equipo de fútbol (en algunas ocasiones no es necesario tener la mayoría de acciones para hacerse con el control de una entidad), teniendo en cuenta que muchos de estos equipos no son, ni de lejos, la mejor alternativa de inversión, financieramente hablando; esto es así debido a que muchos clubes de fútbol europeos no cuentan con unas cuentas saneadas, como es el caso del “Futebol Clube do Porto”, el cuál tiene un patrimonio neto negativo, o la “Juventus Football Club”, equipo de fútbol italiano con un ratio de apalancamiento superior al 150%, con lo que se convierte en uno de los clubes de fútbol con mayor riesgo de crédito del mundo.

Otros equipos, como es el caso del propio Real Madrid, ni siquiera reparten dividendos, por lo que convierten su acción en un activo mucho más ilíquido, y por tanto más arriesgado.

Entonces, ¿cuál es la razón de que algunos inversores hagan ofertas desorbitadas por convertirse en propietarios de una parte o el todo de un equipo de fútbol?

La respuesta a esta pregunta puede tener mayores motivaciones políticas y estratégicas que puramente financieras; por ejemplo, uno de los países del Mundo que actualmente está invirtiendo de una manera más intensa en equipos de fútbol europeos es China. Los clubes de fútbol europeo de primera línea controlados directa o indirectamente por capital chino ya superan la decena, como es el caso del AC Milán y el “Internazionale” (Inter de Milán) en Italia, el Aston Villa y el Manchester City en Reino Unido, y el “Espanyol”, el Granada o el Club Atlético de Madrid, en España. Estos compradores chinos se dividen en dos grandes grupos: por un lado encontramos compañías y por otro fondos de inversión.

Tabla 1: Inversión china en equipos de fútbol europeos.

Equipos de Fútbol	País	Inversor	Participación en el capital
Aston Villa	Inglaterra	Tony Chia	100%
Manchester City	Inglaterra	China Media Capital	13%
Granada C.F	España	Desport	100%
R.C.D Espanyol	España	Rastar Group	56%
Atlético de Madrid	España	Dallan Wanda	20%
Inter de Milán	Italia	Desport	70%
Milán AC	Italia	Rossoneri Sport Investment Lux	100%
Sochaux	Francia	Ledus	100%
ADO Den Haag	Holanda	Desport	100%
Slavla Praga	República Checa	Desport	60%

Fuente: *Elaboración propia.*

La reciente fiebre china por el fútbol no sólo se limita a la inversión y la compra de equipos, sino también en la importación de jugadores de primer nivel y gran renombre, así como el desarrollo de la Liga de Fútbol profesional China (“*China Superleague*”).

Incluso desde el Gobierno de China se está promocionando esta industria y se están ofreciendo ayudas y subvenciones para su desarrollo, debido al incipiente interés de la población china en este deporte.

En resumen, la principal motivación de este trabajo es averiguar cuánto vale el Real Madrid Club de Fútbol, para que, en caso de recibir una oferta apropiada, su junta directiva sea capaz de tomar una correcta decisión.

C. Metodología

Teniendo estas metas en mente, se comenzará investigando todos los métodos de valoración de empresas conocidos, destacando los más importantes y con un uso más frecuente en la práctica, con el objetivo de crear un Marco Teórico fundamental, que actuará como ancla y como base de los conceptos que se irán exponiendo a lo largo del trabajo. Al finalizar este apartado, se escogerá aquél método (o aquellos métodos, en su caso) que se considere más apropiado para realizar el proceso de valoración del Real Madrid, ofreciendo las justificaciones de esta elección y estableciendo las hipótesis sobre las que se realizará la tasación.

Posteriormente se comenzará con la parte empírica del trabajo, la cuál comprenderá un análisis de la empresa y su sector, así como el propio proceso de valoración de la información económico-financiera del Real Madrid. De esta manera se busca averiguar el valor razonable o de mercado de esta compañía, que serviría de base para un inversor que desee comprar una parte o el total del patrimonio del Real Madrid.

2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

Dado que los objetivos de este trabajo son, al mismo tiempo, obtener el valor del Real Madrid, y averiguar cuánto valen sus activos y si están correctamente reflejados en balance, será interesante conocer tanto los métodos patrimoniales de valoración de empresas como los métodos basados en la rentabilidad; debido a esto, se hará un repaso inicial de los principales métodos de valoración en ambos bloques. Sin embargo, a pesar de que estos son los dos métodos de valoración de empresas más utilizados en la realidad, se investigarán otros métodos que también pueden ser empleados, como el método de las opciones y los métodos de creación de valor. En la siguiente tabla se pueden observar los métodos de valoración utilizados con más frecuencia:

Tabla 2: Principales métodos de valoración de empresas.

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN				
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
Valor Contable	PER	Flujo de Caja Libre	Utilidad Económica	Black and Scholes
Valor Contable ajustado	Ventas	Flujo de Caja para el accionista	Valor Económico Agregado	Opciones reales
Valor de liquidación	EBITDA	Dividendos		Usos alternativos
Valor sustancial	Beneficio			
Valor de los Activos Netos	Otros múltiplos			

Fuente: Fernández (2008), elaboración propia.

A lo largo de las siguientes páginas, se analizarán uno por uno la gran mayoría de estos métodos, destacando sus principales utilidades, ventajas e inconvenientes.

A. Métodos de valoración basados en el Balance (métodos patrimoniales)

El objetivo de estos métodos es descubrir lo que la empresa tiene, es decir, averiguar el valor de sus fondos propios, desde un punto de vista patrimonial. Ofrece una evaluación estática de la empresa, sin tener en cuenta su evolución futura ni sus expectativas de crecimiento y de generación de beneficios, (Fernández, 2008); debido a esto, se trata de métodos de valoración que se basan principalmente en la historia de la compañía y de la información de su pasado. Se llaman así ya que buscan obtener el valor de la compañía mediante la tasación del valor de sus activos, es decir, su patrimonio.

Los principales métodos de valoración patrimoniales son los siguientes:

- Valor de la empresa en libros, o valor contable.

A lo largo de todo el trabajo se hablará de valor contable y valor de mercado de una empresa, por lo que puede ser ahora un buen momento para definir estos conceptos; por un lado, la contabilidad expone la propiedad de activos y su funcionamiento donde el valor de los mismos se encuentra expresado a coste de adquisición (valor contable), mientras que en las finanzas el concepto de valor se encuentra asociado a la posibilidad de generación de fondos futuros, (valor de mercado), (Dapena, 2014). Es interesante el hecho de que el valor de mercado tiene en cuenta las posibles sinergias que la dirección de una compañía pueda generar durante el desarrollo de su gestión, de tal manera que un conjunto de activos que en la contabilidad valen 100, tengan un valor de mercado de 150, mientras que el valor en libros es muchas veces incapaz de reflejar estas diferencias de valoración.

En una empresa como el Real Madrid, en la que la marca y el prestigio tienen una ponderación fundamental en el funcionamiento de la compañía, será especialmente relevante el tratamiento del valor contable y de mercado de sus activos, aunque eso se analizará más adelante.

El valor contable es, por tanto, el importe por el que está registrado un elemento patrimonial (sea activo o pasivo) en la contabilidad de una compañía, minorado, en el caso de los activos, por la amortización acumulada o cualquier otro ajuste de valor que se haya realizado. Se puede sintetizar el valor contable como el importe por el que un activo o un pasivo de una empresa está registrado en sus libros de contabilidad; este método parte del balance general de la empresa a una fecha determinada. El valor de la empresa se estima restando al total de los activos el valor de los pasivos, lo que se traduce en que el valor de la misma equivale a la suma del patrimonio contable, (Parra, 2013); es decir, según esta metodología, una empresa vale lo que valen sus fondos propios.

La gran ventaja de este método es su facilidad de cálculo y de comprensión. Sin embargo, tiene el gran inconveniente de que no registra activos que no aparecen en el balance de una compañía, como, a menudo, es el caso de la marca o de ciertos productos financieros, como los derivados. Desde el punto de vista de un inversor, es interesante conocer cómo se va a desarrollar el futuro de una empresa, y cuáles van a ser sus expectativas de crecimiento; teniendo en cuenta estos objetivos, valorar una compañía en función de su patrimonio contable puede suponer ciertas carencias y limitaciones, por lo que se recomienda utilizar métodos más correctos desde un punto de vista conceptual (Fernández, 2008).

- Valor contable ajustado.

Este método busca paliar las limitaciones del valor contable, aplicando ajustes al valor contable de las masas patrimoniales de una compañía, tratando de eliminar el inconveniente del método explicado anteriormente, aunque “tan sólo lo elimina parcialmente”, (Fernández, 2008). Atendiendo a Parra, este método busca corregir la desactualización inherente al valor en libros de los activos y pasivos de una empresa, calculando el valor de su patrimonio ajustado; de esta manera “se busca resolver las inconsistencias de la inflación y los efectos de la obsolescencia tecnológica sobre las masas patrimoniales” (Parra, 2013), ajustando su valor a valor de mercado.

A pesar de estos ajustes, este método sigue sin tener en cuenta los elementos de una empresa que no aparecen registrados en balance, y por tanto, sufre de una importante limitación a la hora de valorar compañías.

- Valor de liquidación.

Se trata del valor de una empresa en caso de proceder a su disolución y liquidación, que consiste en vender todos sus activos y cancelar sus deudas (liquidar los pasivos). La principal peculiaridad de este método de valoración es que su motivación radica en “la compra de una compañía para liquidarla posteriormente” (Fernández, 2008). Es por ello que a la hora de establecer el valor de la compañía, se han de añadir ciertos gastos y elementos contables que, en otro escenario distinto, no encontraríamos en las cuentas de una empresa, como es el caso de las indemnizaciones por despido (que afectarían a la cuenta de resultados), o la inclusión del precio de venta y los ajustes fiscales por venta en el valor de los activos.

A menudo, este método de valoración es considerado como el nivel mínimo de valor de una compañía, ya que se considera que el valor esperado de una compañía en funcionamiento será siempre superior al valor esperado de liquidación, puesto que en caso contrario, no valdría la pena que la empresa generara flujos de fondos, al obtener una rentabilidad superior en caso de liquidarla.

- Valor sustancial.

Se trata de un método de valoración completamente opuesto al anterior, ya que se basa en la búsqueda del valor razonable neto de compra de una compañía, a diferencia del valor razonable de venta que supone el valor de liquidación. De esta manera, el valor sustancial es considerado como “la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando”, o también “el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa” (Fernández, 2008).

Además, se incluyen todos los activos que la empresa posee pero no aparecen correctamente reflejados en balance, principal característica que lo diferencia del valor contable ajustado, visto anteriormente.

- Valor de los Activos Netos (NAV, en inglés).

Este método es una extensión de los métodos patrimonialistas, ya que está basado en información del balance, de carácter muy similar al método de valor contable ajustado, y es generalmente utilizado en compañías del sector inmobiliario; el NAV “parte de la idea de que todos los elementos del activo deben reconocerse a valor neto de mercado y libre de gastos de transacción”, (Müller, 2014). En el caso de una empresa del sector inmobiliario, se presume que el valor de cada uno de sus activos del balance es relativamente independiente del resto, por lo que cada uno es considerado un elemento generador de rentas diferente; aquí reside la idea principal de este método, pues considera que la suma de los valores netos de mercado y libres de gastos de transacción de cada uno de esos activos inmobiliarios genera el valor total de la cartera de una compañía de este sector.

Se podría definir, por tanto, el método de Valoración de los Activos Netos como un híbrido entre los métodos patrimoniales y los basados en el valor de mercado de un activo o compañía, ya que el propio proceso de este método permite averiguar si un activo inmobiliario cuenta con plusvalías latentes y no reconocidas en el balance, al comparar directamente el valor en libros con el valor de mercado. Es preciso comentar que existen varios sub-métodos a la hora de calcular el NAV, en función de las hipótesis de partida que se establezcan, por ejemplo la elección de empresa en funcionamiento o empresa en liquidación, así como variables homogeneizadas por el propio sector.

A pesar de su generalizada aceptación y uso en la realidad, este método cuenta con algunas debilidades, como por ejemplo el hecho de que tiene un uso predominantemente exclusivo del sector inmobiliario, y que es considerado altamente estático, a pesar de tener un carácter híbrido entre balance y estimación.

B. Valoración mediante descuentos de flujos de caja.

Se trata de procedimientos para averiguar el valor de una compañía, atendiendo a la relación existente entre precio y coste, es decir, en función de la rentabilidad que se espera obtener de esta compañía.

Autores como Fernández (2008) consideran estos métodos como los únicos conceptualmente correctos, aunque no por ello hayan de ser los únicos utilizados. Según este autor, “se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la misma se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada”; se entiende que esta tasa de descuento actuará como una medida del nivel de riesgo que soportan dichos flujos de fondos, además de reflejar el coste de oportunidad de realizar inversiones alternativas (se hablará más adelante de la tasa de descuento, debido a su gran importancia en cualquier proceso de valoración empresarial que siga estos esquemas).

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

Según Damodaran (2006), necesitamos cuatro ingredientes básicos para realizar una estimación por flujos de caja:

1. Flujos de caja de los activos existentes, netos de impuestos y de necesidades de reinversión (CF o FC, según se exprese en inglés o en español).
2. Definir las expectativas de crecimiento de estos flujos de caja a lo largo de un periodo de previsión determinado.
3. Establecer el coste de financiación de esos activos, es decir, la tasa a la que se descontarán los flujos de fondos (K).
4. Una estimación de lo que valdrá la empresa al final del periodo establecido; es lo que se llama Valor Residual de la empresa (VR).

Con estos datos, podemos obtener el valor esperado de cualquier empresa actualizando los flujos de caja generados cada año junto con el valor residual a la tasa de descuento que hayamos escogido, como se observa en la siguiente fórmula:

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Gráfico 1: Etapas del Método de Descuento de Flujos de Caja.



Fuente: Elaboración propia.

Los flujos de fondos estimados, a pesar de permitir la valoración de elementos no contemplados por la contabilidad, no debieran de desviarse en exceso de la situación patrimonial en cada momento del tiempo, ya que esta es la manera de asegurar su consistencia y validez, así como la forma de evitar posibles errores en su estimación.

La razón de analizar la composición de un flujo de caja es muy simple y lógica: garantizar la supervivencia de la empresa comprobando que las entradas de dinero superan a las salidas; una compañía con flujos de caja negativos y

repetitivos en el tiempo tiene muy complicada su perduración, a no ser que tal flujo de caja negativo sea una peculiaridad de la empresa o el sector en específico.

Dicho esto, podemos encontrar varios tipos diferentes de Flujos de Caja:

- ❖ Flujo de Caja Operativo: también llamado flujo de explotación; es aquél que consigue la empresa como consecuencia de su actividad operativa y comercial.
- ❖ Flujo de Caja de Inversión: surge de la diferencia entre los pagos por inversiones en inmovilizado no corriente, y los rendimientos generados por su uso, venta o cesión.
- ❖ Flujo de Caja de Financiación: incluye los cobros y pagos relacionados con los métodos de financiación de la compañía, ya sea por financiación propia o ajena. Si los flujos de caja han sido generados únicamente mediante la financiación propia (capital y reservas), sin recurrir a deuda externa, formarían lo que se conoce como Flujo de Caja Económico.

Dentro de estos tres grupos, se pueden hacer sub-divisiones en las que encontrar otros flujos de caja de gran importancia en los procesos de valoración, como son el Flujo de Caja Libre Operativo y el Flujo de Caja para el accionista.

El Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow, en inglés) es un flujo de caja disponible para los inversores de una empresa (ya sean tenedores de deuda o accionistas), tras haber hecho frente a los pagos de nuevas inversiones, después de impuestos y sin incluir el efecto de la deuda. Se trata de la corriente de flujos más utilizada a la hora de valorar una compañía mediante el descuento de flujos de caja. Por otro lado, el Flujo de Caja para el accionista representa la cantidad de dinero que una empresa podría repartir entre sus accionistas, una vez realizados todos los pagos de un proyecto, incluidos el pago de impuestos y los costes de la deuda.

En este trabajo se empleará como herramienta principal de valoración el método de descuento de Flujos de Caja Libres Operativos debido a su capacidad para generar estimaciones más precisas en el largo plazo (Vidarte, 2009), así como la posibilidad de realizar un análisis mediante escenarios.

C. Métodos de Creación de Valor

Se trata de métodos de valoración alternativos, y quienes los defienden consideran que son superiores a los métodos de descuento de flujos de caja (Vélez-Pareja, 2004). Los dos métodos más importantes de este grupo son:

- Utilidad Económica (UE), también llamado en inglés *Residual Income Method (RIM)*.
- Valor Económico Agregado (VEA), también llamado en inglés *Economic Value Added (EVA)*.

La operativa de estos métodos se resumen en restar a una Utilidad (por ejemplo, el Beneficio antes de Intereses e Impuestos), un coste, que bien puede ser el coste monetario del patrimonio en el caso del método UE, o el coste monetario del capital total invertido en el caso del método VEA. En ambos procesos, los costes son calculados en función de la información contenida en balance, por lo que se trata de métodos muy ligados a la valoración contable (Vélez-Pareja, 2004). De esta manera, si la utilidad económica o el valor económico agregado son positivos, se ha añadido valor a la compañía durante el periodo estudiado, y se ha destruido valor en caso contrario.

D. Valoración relativa (múltiplos y comparables)

Estos métodos de valoración de proyectos y empresas también son conocidos como métodos basados en la cuenta de resultados (Vidarte, 2009), ya que tratan de establecer la valoración de una empresa mediante el análisis de sus beneficios, sus ventas, rentabilidades y demás ratios e indicadores de la cuenta de pérdidas y ganancias. Su principal ventaja es la facilidad de cálculo, pero tiene el gran inconveniente de que analiza los resultados de una compañía año a año, y “no puede ser indicativo de las perspectivas futuras de la compañía”, (Parra, 2013).

La valoración por múltiplos es muy utilizada para realizar comparaciones entre la empresa analizada y sus empresas de referencia, es decir, otras empresas de la misma industria, competidores indirectos, etc.

Se trata de un estilo de valoración que puede parecer insuficiente si se utiliza de manera aislada, pero actúa como una potente herramienta complementaria si se utiliza conjuntamente con otros métodos más completos.

Los ratios más utilizados en la valoración relativa de compañías son los siguientes:

- Price Earning Ratio (PER), calculado como precio por acción entre beneficio por acción. Es el ratio más utilizado por inversores al suponer un indicador coherente de la relación precio-ganancia.
- Precio Sobre Ventas (PSR),
- Valor de la empresa / EBITDA.
- Valor de la empresa / EBIT.

E. Valoración contingente (opciones)

A la hora de realizar la tasación de unos activos, sin duda una de las mayores complicaciones consiste en establecer el valor real de un activo intangible, como la marca o el prestigio (fondo de comercio); esto es así debido al carácter estático e incompleto de la valoración contable y de otros métodos empleados para la tasación de intangibles, algunos de ellos basados en un alto nivel de subjetividad. Según Londoño: “por sí solos, los métodos de valoración enfocados en el balance generan resultados sesgados puesto que no consideran las diferentes etapas de desarrollo por las que pasan las marcas ni la incertidumbre generada en el mercado”, (Londoño et al, 2009).

Desde un punto de vista teórico, las diferentes fases de la vida de un activo intangible se pueden desgranar por medio de opciones. Una opción es un contrato que confiere el derecho, pero no la obligación de comprar o vender un activo, llamado subyacente, a un precio determinado, en el momento estipulado (Vidarte, 2009). Dentro de las opciones podemos encontrar las opciones reales; las opciones reales se entienden como la “aplicación de la metodología de las opciones financieras a la gestión de activos reales, es decir, a la valoración de inversiones empresariales, puesto que todo proyecto de inversión tiene algún grado de

incertidumbre y cierto margen de flexibilidad que dicha metodología permite valorar”, (Londoño et al, 2009).

Las opciones reales de mayor relevancia a la hora de realizar un proceso de valoración de empresas son las opciones contractuales (como la cesión de derechos o concesiones gubernamentales) y las opciones de crecimiento (como la inversión en I+D, o la apertura de nuevos negocios). Para valorar estas opciones se emplean modelos como el binomial o la fórmula de Black-Scholes, de las cuáles no se va a profundizar debido a que no van a ser utilizadas en este trabajo, dada su elevada complejidad técnica y a la dificultad de estimación de los parámetros empleados en estos modelos.

F. Elección de método

Antes de comenzar a analizar el Real Madrid, y tras haber realizado una investigación de los principales métodos de valoración, se ha llegado a la conclusión de que el método a utilizar en este trabajo será la valoración mediante descuento de Flujos de Caja Libres, como método principal.

La justificación de esta elección radica en que los métodos patrimoniales de valoración no son capaces de recoger toda la información de la realidad del Real Madrid, debido a la importante diferencia entre valor contable y valor de mercado que a priori existe en esta compañía, por lo que si realizáramos la tasación del Club mediante el valor contable de sus libros, muy probablemente estaríamos dejando fuera de la ecuación importantes variables capaces de generar riqueza o perjuicio para los accionistas. Sin embargo, bien es cierto que los métodos patrimoniales de valoración son un buen apoyo a utilizar como punto de partida para posteriormente desarrollar la valoración por Flujos de Caja y múltiplos, por lo que veo conveniente comenzar el análisis financiero del Real Madrid con un detallado estudio de sus Cuentas Anuales. Una vez se tenga una primera imagen de la situación actual e histórica de la compañía, se procederá a estimar y a desarrollar el otro método elegido.

3. VALORACIÓN DEL REAL MADRID CLUB DE FÚTBOL

A. Información General.

Origen

El Real Madrid Club de Fútbol se constituyó como sociedad en 1902, siendo sus fundadores Juan Padrós y Julián Palacios. El objetivo fundamental de esta sociedad era la práctica y el desarrollo del fútbol como profesión, aunque a lo largo de su historia se convirtió en una sociedad multideportiva, con equipos de balonmano, natación, atletismo e incluso ajedrez, de los cuáles tan sólo quedan actualmente las secciones de fútbol y baloncesto, deportes en los que cuenta con varios equipos compitiendo en distintas categorías.

“Hasta el 30 de Abril de 2015, el Real Madrid era cabecera de un Grupo de Sociedades que integraba a Real Madrid Gestión de Derechos, S.L, entidad dependiente de la que mantenía un 100% de participación. Antes de esta fecha, existían otras compañías participantes del Grupo, destacando Accionariado y Gestión S.L (con un 12,5 % de la propiedad), Prisa TV (con un 10%), y Media Cam Producciones Audiovisuales, S.L (7,5%). A partir de esta fecha, la sociedad Real Madrid Gestión de Derechos, S.L, realizó una cesión global de activos y pasivos a la matriz Real Madrid Club de Fútbol, quedando la primera sociedad extinta sin disolución”. (Informe económico, 2014-2015).

“A 30 de Junio de 2016, el Real Madrid posee el 100% del capital social de Real Madrid Consulting (Beijing) Co, Ltd, sociedad constituida el 24 de Marzo de 2015 con un capital social de 150 miles de dólares (USD). (...) La actividad fundamental de dicha sociedad es servir de apoyo en la expansión del Real Madrid en China y otros países asiáticos”. (Informe económico, 2015-2016). La constitución de esta sociedad es una prueba del interés del Real Madrid por su expansión comercial internacional, en especial por el continente asiático, tema del cuál se hablará más adelante en este trabajo.

Es preciso añadir que el Real Madrid no está obligada a formular cuentas anuales consolidadas con esta sociedad, de acuerdo con el artículo 7 del RD 1159/2010 de formulación de cuentas anuales consolidadas.

Desde el punto de vista del fútbol, el Real Madrid es, para muchos, el mejor equipo de la historia, siendo el más laureado y el que más Copas de Europa ha ganado (actualmente 12 en total), siendo este el torneo más prestigioso e importante del panorama futbolístico mundial a nivel de clubes. Sin embargo, la pregunta más adecuada es: ¿de dónde obtiene el Real Madrid su negocio? Se explicará a continuación, en el siguiente apartado.

Líneas de actuación

Los clubes de fútbol, en general, y el Real Madrid, en particular, han ido evolucionando su modelo de negocio con el paso del tiempo. En sus orígenes, los clubes se sustentaban principalmente con el apoyo económico y financiero de sus socios y abonados; actualmente, los ingresos del Real Madrid procedentes de los socios representan un 8,1 % del total de ingresos del club.

La principal fuente de ingresos del Real Madrid procede de los contratos comerciales y marketing (un 34 % del total de ingresos). Esta operativa consiste en que el Real Madrid cede una serie de derechos de publicidad a ciertas empresas a cambio de la obtención de *royalties*. Los ingresos totales por esta corriente del negocio ascendieron a 212,36 millones de € en el año 2016, (ver Anexo 1).

Los acuerdos más importantes de cesión de derechos en vigor a Junio de 2016 son:

- Contrato con la sociedad Mediaproducciones S.L.U (Media pro) para la cesión de los derechos audiovisuales del primer y segundo equipo de fútbol.
- Contrato de derechos de patrocinio con Fly Emirates hasta el 2018.

- Contrato desde 2004 con Adidas sobre los derechos de patrocinio de ropa deportiva. Este acuerdo se renegoció en el 2012, y se extendió hasta la temporada 2019/2020, a cambio de una mejora en los mínimos garantizados y en el porcentaje de royalties.
- Acuerdo con International Petroleum Investment Company (IPIC), el cuál será el *sponsor* oficial del Real Madrid hasta finales de 2017, con posibilidad de aumentar el contrato 2 años más. En Diciembre de 2014, este contrato fue cedido parcialmente por IPIC a CEPSA.
- También cuenta con otros acuerdos de marketing y patrocinio con conocidas empresas como Mahou, Microsoft, Audi y Electronic Arts, entre otras.

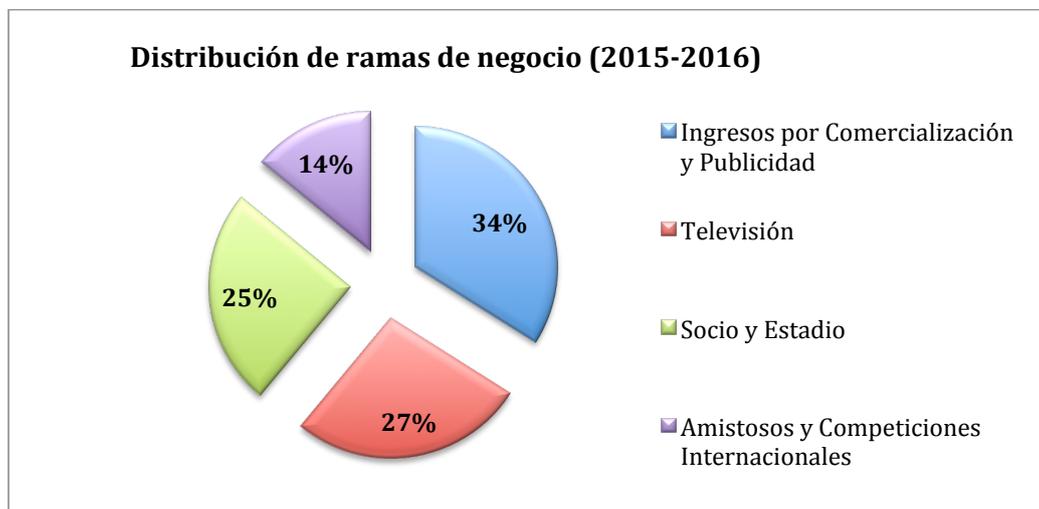
Otra importante fuente de riqueza del club es la cesión de derechos audiovisuales previamente mencionada, lo que comúnmente se conoce como “ingresos por televisiones”. Esta rama del negocio supone en 2016 un 27 % del total de ingresos generados, porcentaje que se ha ido reduciendo progresivamente durante los últimos años, debido al interés de la empresa por reducir su exposición y dependencia ante esta fuente de ingresos, (en 1999 el porcentaje de ingresos por derechos de retransmisión respecto del total de facturación era del 33 %). Quizás las nuevas tecnologías de la información y la creciente piratería de partidos sea el detonante principal de este menor porcentaje.

Por otro lado el Real Madrid genera negocio, como no puede ser de otra manera, de la venta de entradas en su estadio y de triunfos en las competiciones en las que participa; cuanto más competiciones gane, mayores serán estos ingresos.

La última rama del negocio se sustenta en las ya comentadas aportaciones de socios y abonados. Un abonado es un socio con derecho a asiento fijo y permanente en el Estadio Santiago Bernabéu; un socio no abonado no disfruta de este derecho, y por lo tanto paga menos.

En el siguiente gráfico se puede apreciar como la fuente de ingresos del club está bastante diversificada, no existiendo una rama del negocio especialmente predominante ni de la cuál dependa el Real Madrid en exceso con respecto a las demás. Esta estrategia operativa disminuye el riesgo global del club y le permite tener una posición privilegiada en los procesos de negociación de acuerdos comerciales con otras empresas, pues no existe una relación de dependencia hacia ellos.

Gráfico 2: Líneas de Negocio del Real Madrid.



Fuente: *Informe Económico 2015-2016, elaboración propia.*

Es preciso comentar que, a diferencia de otras muchas empresas, los clubes de fútbol cuentan con un año contable diferente al año natural; el ejercicio contable del Real Madrid transcurre desde el 1 de Julio hasta el 30 de Junio del año siguiente, coincidiendo de esta manera con la temporada deportiva vigente en cada momento. De ahí que todos los datos de las cuentas anuales más recientes estén registrados a fecha de 30 de Junio de 2016.

Para terminar con este apartado, es interesante conocer la forma jurídica del Real Madrid; se trata de un Club Deportivo, siendo el Real Madrid, junto Fútbol Club Barcelona, Atlético de Madrid y Club Atlético Osasuna, los únicos equipos de fútbol en la primera división española que cuentan con esta estructura societaria.

El resto de equipos funcionan como Sociedades Anónimas Deportivas (SAD), tras la aprobación de la Ley del Deporte 10/90 del 15 de Octubre de 1990. A partir de entonces, “cualquier equipo deportivo que participe en competiciones oficiales de carácter profesional y ámbito estatal, deberá adoptar esta forma jurídica”, (Truyols, 2015). Los cuatro equipos mencionados anteriormente, incluido el Real Madrid, no fueron obligados a adoptar la forma de SAD, debido a que dicha Ley permitía mantener la forma jurídica de Club Deportivo a aquellas organizaciones que en el momento de entrada en vigor de la Ley contaran con un patrimonio neto positivo durante los últimos 4 años.

La pregunta clave en este sentido es, ¿afecta la estructura de propiedad de un equipo de fútbol a su desempeño económico y financiero? Según autores como Sánchez Martínez (et al, 2016), el hecho de que un equipo de fútbol esté constituido como Sociedad Mercantil o Club Deportivo es independiente de sus resultados, al tener estas variables una relación estadísticamente no significativa entre sí. Por tanto, hay que buscar otras variables que expliquen la buena o mala gestión de la operativa del Real Madrid, más allá de su estructura de capital.

Estrategia corporativa

Según Callejo, el Real Madrid establece su estrategia en una visión basada en los recursos (Callejo, Martínez, 2006). Esta forma de dirección de empresas está teniendo una creciente relevancia en los últimos años, y “entiende la empresa como un conjunto organizado y único de recursos y capacidades heterogéneos, es decir, un conjunto de tecnologías, activos, personas, habilidades, conocimientos, relaciones, (etc.), que se generan, desarrollan y mejoran con el tiempo”, (Idígoras Gamboa, 1999). De esta forma, durante los últimos 15 años (principalmente durante los periodos de presidencia de Florentino Pérez), y con los recursos de que dispone, tanto tangibles como intangibles, el Real Madrid ha implementado una estrategia empresarial basada en la generación y desarrollo de capacidades internas, como vemos en la tabla siguiente:

Tabla 3: Recursos y Capacidades del Real Madrid.

RECURSOS	CAPACIDADES
Experiencia	Club más laureado de la historia del fútbol
Estadio e instalaciones	
Poder financiero	Referente mundial del deporte
Plantilla y cuerpo técnico	
Marca y reputación	Influencia de masas
Contratos de jugadores	

Fuente: Elaboración propia

Se entiende por recursos el conjunto de factores o activos de los que dispone la empresa para llevar a cabo su estrategia y alcanzar su misión y sus objetivos; pueden ser tangibles (identificados en el balance de situación de la empresa, y medidos mediante criterios contables), o intangibles (no tienen una existencia física y suelen permanecer invisibles a la información contable). Sin embargo, normalmente estos recursos no generan valor por sí solos, sino que deben ser combinados y gestionados adecuadamente, formando lo que se conoce como capacidad, (Guerras y Navas, 2007).

Según Guerras y Navas, los requisitos que deben cumplir los recursos y capacidades de una compañía para ser considerados fuente de ventaja competitiva son:

- Escasez: no está a disposición de todos los competidores.
- Relevancia: relacionado con alguno de los factores clave del éxito de la industria.
- Durabilidad: se da cuando un recurso o capacidad no pierde su potencial generador de ventaja competitiva con el paso del tiempo; en este aspecto tienen una importancia fundamental los activos intangibles sobre los tangibles, pues mientras que éstos últimos se deprecian con el paso del tiempo, los primeros suelen ganar valor con su uso.
- Cuanto menos transferible, imitable o sustituible sea un recurso o capacidad, mayor será su aportación a la generación de valor en la empresa.

Según esta clasificación, podemos encontrar un grupo interesante de recursos y capacidades generadores de ventaja competitiva en el Real Madrid, como por ejemplo:

- ❖ La marca: el escudo del Real Madrid se puede ver en camisetas de personas de todas partes del mundo, en especial en España; según Callejo, esto es así gracias a “haber dotado a la marca del Real Madrid de una proyección mundial que permita su posicionamiento en mercados estratégicos”.
- ❖ La reputación, muy ligada a la imagen de marca y a los éxitos deportivos.
- ❖ Los jugadores, ya que cuanto mayor sea el importe de la cláusula de rescisión de un jugador, menor será su transferibilidad y mayor será su integración y su vínculo con el Club.
- ❖ El estadio Santiago Bernabéu y las instalaciones deportivas del Real Madrid en Valdebebas, Madrid. A pesar de su carácter físico, estos activos se cuentan de entre los recursos más valiosos del Club, debido a su carácter, único e inimitable, si bien es cierto que pueden ser transferidos y sustituidos por otros activos (por ejemplo, un nuevo estadio).

Por otro lado, es interesante comentar el especial interés que tiene el Real Madrid por realizar una estrategia expansiva sobre ciertos mercados internacionales, sobre todo en China y Oriente Medio. En la siguiente tabla podemos observar cómo el importe neto de la cifra de negocios alcanzado fuera de España se va incrementando año tras año, si bien el mercado nacional sigue siendo la principal fuente de recursos del club.

Tabla 4: Cifra de negocios del Real Madrid segmentada por mercados geográficos.

Segmentación por mercados geográficos	Miles de €		
	30/6/16	30/6/15	30/6/14
Cifra de Negocio Mercado Nacional	447.588	437.653	408.415
Cifra de Negocio Mercado Exterior	172.122	136.758	106.063
TOTAL	619.710	574.411	514.478

Fuente: *Informe Económico 2015-2016, elaboración propia.*

Esta estrategia de internacionalización se ve traducida en fuertes campañas comerciales, viajes de pre-temporada a países como Estados Unidos, Canadá y China, apertura de nuevas tiendas y cafés en distintas ciudades del mundo, etc. Tal es la importancia que se le está dando desde el mundo del fútbol a ciertos mercados, como el chino, que desde hace unos años la Liga de Fútbol Profesional, con el apoyo de los clubes, estableció las cuatro de la tarde, hora española, como horario oficial de partido, favoreciendo de esta forma a los países asiáticos y de Oriente Medio.

Planes y programas futuros

El Real Madrid no es una empresa estática, puesto que para permanecer en lo alto de la cúspide del mundo del deporte necesita desarrollarse y actualizarse constantemente. Es por ello que de cara al futuro, la compañía cuenta con diez grandes programas y proyectos de inversión (todos ellos reflejados en los presupuestos aprobados para la temporada 2016-2017), de los cuáles, los más importantes son:

- ✓ Remodelación del Estadio Santiago Bernabéu.
- ✓ Desarrollo de la Ciudad del Real Madrid en Valdebebas.
- ✓ Renovación de los contratos de jugadores de los equipos de fútbol y baloncesto.

Estos proyectos, junto con los presupuestos aprobados para la temporada 2016-2017, serán elementos clave a la hora de establecer las expectativas de crecimiento de la empresa y sus flujos de caja generados durante los próximos años, los cuáles serán los ingredientes necesarios para realizar la valoración de la empresa mediante el descuento de sus flujos de fondos. Estas inversiones generarán una salida de efectivo de la compañía en forma de inversión en capital, o CAPEX (CAPital EXpenditure, en inglés).

B. Análisis estratégico, sector y competencia.

Una de las mejores técnicas para medir la intensidad de la competencia de una industria, así como la identificación de las oportunidades y amenazas que se pueden presentar ante una compañía es el modelo de las 5 Fuerzas de Porter, según el cuál “el grado de atractivo de una industria viene determinado por la acción de cinco fuerzas competitivas básicas, que, en su conjunto, definen la posibilidad de obtención de rentas superiores” (Guerras y Navas, 2007). Estas cinco fuerzas son:

- ❖ Competencia actual.
- ❖ Futuros competidores.
- ❖ Productos sustitutivos.
- ❖ Poder de los proveedores.
- ❖ Poder de los clientes.

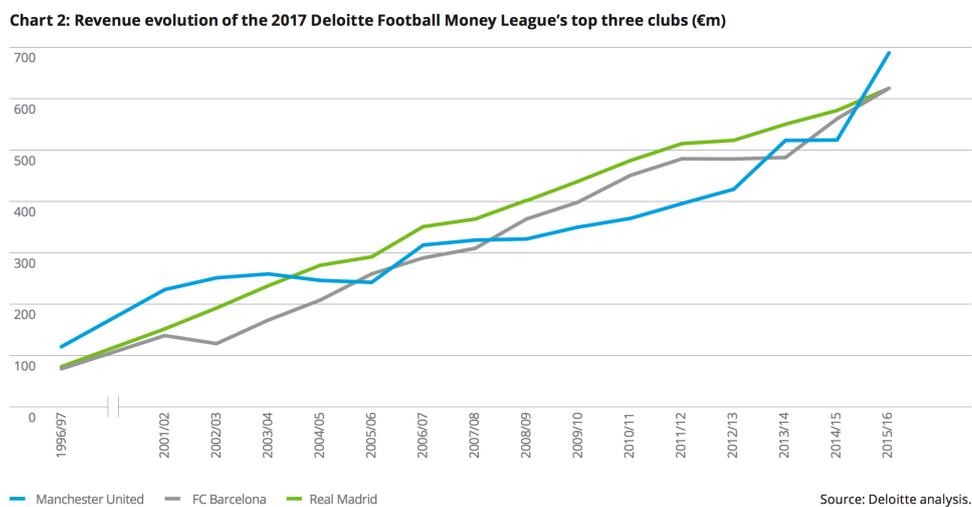
1. Intensidad de la competencia actual:

La industria del fútbol es un sector altamente maduro y con más de 100 años de antigüedad, sin embargo es un sector en constante movimiento, con una gran masa de competidores (equipos de fútbol) en todo el mundo; prácticamente en cada país existe, como mínimo, una liga de fútbol profesional, cada una con aproximadamente 15 equipos en competición. Además, la industria del fútbol se está volviendo cada vez más completa, puesto que el producto que ofrecen ya no es sólo un espectáculo deportivo, sino que cada vez más clubes apelan a las emociones y sentimientos de sus seguidores, convirtiéndoles en lo que algunos autores como Callejo llaman “socios-clientes”. De esta manera, la diferenciación y la identificación a una imagen de marca son dos de las herramientas más empleadas en la gestión de equipos de fútbol de primer nivel, pues se traduce en una corriente constante de ingresos.

Dada la gran cantidad de competidores existentes, estratégicamente hablando, se reduce la posibilidad de obtención de rentas superiores, por lo que se hace

necesario contar con una estrategia de diferenciación, como la que tienen equipos como el Real Madrid, el Fútbol Club Barcelona o el Manchester United; estos tres equipos lideran el ranking de clubes de fútbol con mayores ingresos del mundo (ver Anexo 2). Además, se trata de una industria en la que el equipo que consigue mayores éxitos deportivos no tiene por qué ser necesariamente la que obtenga mayores ingresos, como es el caso del Manchester United, empresa que ha conseguido cifras récord de facturación durante la temporada 2015/2016:

Gráfico 3: Top 3 Clubes de fútbol con mayores ingresos.



Fuente: Deloitte, Planet Football (2017).

No se puede concluir este apartado de situación de la industria futbolística europea actual, sin incidir en un tema que está siendo objeto de debate y de diversas opiniones en los últimos años: la “Burbuja del fútbol”. En economía, una burbuja es considerada una situación en la que los precios de un producto o servicio se ven alterados por una subida intensa y poco común, es decir, fuera de lo frecuente y considerado como normal; esta subida de precios, generalmente producida por la especulación en el sector, puede llegar a alcanzar precios desorbitados, provocando que el precio del producto se vaya alejando cada vez más de su valor real, hasta que la burbuja “pincha” y los precios se desploman.

Precisamente esto es lo que actualmente se considera que le está ocurriendo a la industria del fútbol, aunque lo que no se sabe con exactitud es si la burbuja va a explotar, y lo más importante, cuándo.

Este incremento anormal de los precios se ha visto reflejado en los precios de los derechos de retransmisión de partidos de fútbol en los últimos años, en especial en la Liga de Fútbol Profesional; en palabras de Ignacio García-Legaz, director de Vodafone TV, “los costes asociados (para Vodafone) al fútbol son tremendos; es una tipología de contenidos que tenemos que revisar y siempre revisamos sobre rentabilidad a corto, medio y largo plazo y es algo que tendrá que moderarse”. Esto puede implicar un serio problema para la cuenta de resultados del Real Madrid, y por tanto, puede afectar a su valoración y capacidad esperada de generación de flujos de caja. Es por esta razón que en la parte de valoración de este trabajo se incluye un escenario pesimista en caso de que se produjera este pinchazo de la burbuja del fútbol, en función de una serie de hipótesis previas.

2. Competidores potenciales:

La medición del atractivo de una industria según esta fuerza de Porter se realiza en función de la cantidad de barreras de entrada existentes, y su nivel de dificultad para superarlas.

La industria del fútbol cuenta con pocas barreras de entrada, debido a la gran cantidad de ligas de fútbol existentes y niveles de competición; sin embargo, lo verdaderamente complicado es conseguir el ascenso hasta la cúspide de la industria, lugar en el que se encuentra el Real Madrid y otros equipos de primera línea, donde encontramos fuertes barreras de entrada como: altas necesidades de capital, fuerte imagen de marca, estrategias de diferenciación, posesión de inmovilizado material (como estadios) e intangible deportivo (contratos de jugadores) único y difícil, o más bien costoso, de transferir.

3. Productos sustitutivos:

La competencia del Real Madrid no se mide en función de los equipos de fútbol a los que se enfrenta temporada a temporada; esos son todos sus rivales, pero no es toda su competencia, estratégicamente hablando. Los productos sustitutivos son aquellos productos o servicios que satisfacen las mismas necesidades de los clientes que otro producto de otra industria, (Guerras y Navas, 2007).

En el caso de la industria futbolística, encontramos productos sustitutivos en otros espectáculos, ya sean deportivos o no deportivos, y en general en cualquier evento o servicio destinado al ocio e incluso al turismo y la hostelería.

Ante un espectro de competencia indirecta tan grande, los equipos de fútbol grandes, como el Madrid, se ven obligados a desarrollar estrategias de diferenciación, para convencer a sus clientes de sus ventajas respecto a otras industrias, y parece que actualmente lo están consiguiendo: según la Encuesta de hábitos deportivos en España de 2015, durante el año 2014, el 24,9% de la población analizada asistió a un espectáculo de fútbol, el 5,8% de baloncesto y un 15,4% a otro tipo de espectáculo deportivo, (*Encuesta de hábitos deportivos en España, 2015*), (se entiende que el resto de la población encuestada asistió a un espectáculo no deportivo, o no respondió a la encuesta).

4. Poder negociador de los proveedores:

En general, el poder negociador de los proveedores de un equipo de fútbol es bajo, salvo en un caso. Tal y como se analizará en el análisis económico-financiero, algunos equipos de fútbol tratan a sus propios jugadores y empleados deportivos como acreedores comerciales, ya que obtienen financiación espontánea de ellos; esto es así debido a que las primas económicas a jugadores por consecución de éxitos deportivos no se pagan en el año en que dicho éxito se consigue, sino en la siguiente temporada, aplazando por tanto la liquidación de las primas, y obteniendo financiación de ello.

Debido a esto y dada la gran importancia del inmovilizado intangible deportivo y de los jugadores en la operativa de un equipo de fútbol, su nivel de negociación con el Club va a ser mayor que el de cualquier otro acreedor comercial.

5. Poder negociador de los clientes:

Es bastante reducido, debido a la alta diferenciación del producto que ofrecen los equipos de fútbol importantes; además, cuanto mayor sea el grado de fidelización del socio-cliente hacia su equipo, menor será su poder de negociación, y más dispuesto estará dicho cliente a comprar los productos y servicios que el Club le ofrece, desde la compra de entradas de partidos hasta la adquisición de camisetas, bufandas y otros productos relacionados.

Conclusiones del análisis estratégico

Tal y como se ha ido comentando a lo largo de este breve análisis de la industria futbolística en España, podemos concluir que se trata de una industria madura y con una elevada presión competitiva, por lo que son prácticamente necesarias estrategias de diferenciación de marca por parte de los clubes y equipos de fútbol.

Además, se trata de una industria cada vez más globalizada, en la que las fronteras entre ligas y países son cada vez más borrosas, y en la que preocupa especialmente que se pueda estar gestando o incluso altamente desarrollando una burbuja especulativa, que pueda “pincharse” en los próximos años y generar elevadas caídas en las rentabilidades e ingresos no sólo de los equipos de fútbol, sino también del resto de empresas e industrias asociadas con este sector.

C. Análisis de la información económica y financiera.

A continuación se procederá a realizar un análisis detallado de las Cuentas Anuales del Real Madrid, con lo que se espera obtener información sobre el desarrollo financiero histórico de la compañía y su situación actual, con el objetivo de recabar información para realizar la valoración final. Todos los datos que se exponen en las siguientes páginas han sido extraídos de los Informes Económicos y las Memorias oficiales del Real Madrid de los años 2014, 2015 y 2016.

- Análisis patrimonial estático. Composición del Activo.

A pesar de que (como se ha comentado en la parte teórica de este trabajo), el balance de situación es un elemento estático y por sí solo insuficiente para realizar una correcta valoración de una compañía, sí que es especialmente útil para establecer un punto de partida a partir del cuál generar una primera imagen de su estado. Es por ello que una buena manera de comenzar el análisis del Real Madrid es observando su Balance de Situación (ver Anexo 3), el cuál nos puede dar unas pistas muy importantes sobre las peculiaridades que tiene esta empresa, y que difieren de la composición patrimonial de otras compañías.

Un ejemplo de esto es la partida de Inmovilizado Intangible Deportivo, cuenta que supone el 47,2 % del Activo No Corriente y casi el 32 % del total del Activo del Club en 2016. Es sin duda la partida de activo más importante de cualquier entidad deportiva, la cual recoge y registra el valor contable global de los deportistas, en este caso, jugadores de fútbol. Su funcionamiento es el siguiente:

Todos los derechos de traspasos de jugadores (o “*transfer*”) se encuentran valorados al coste de adquisición de las compras a los respectivos clubes de donde proceden los jugadores, junto con la amortización lineal de sus contratos en función de la duración del mismo para cada jugador.

Al cierre de ejercicio, se activarán todos aquellos costes que supongan una mejora de los contratos (ampliación de la duración, aumento del importe de la cláusula de rescisión, etc), y además se registrarían las correcciones por deterioro de valor, en caso de ser oportunas.

Tabla 5: Inmovilizado Intangible Deportivo.

Inmovilizado Intangible Deportivo	Saldo Inicial	Altas	Bajas	Traspasos	Miles de € Saldo Final
Fútbol					
Coste	711.492	90.522	-59.296	-	742.718
Amortización Acumulada	-349.850	-96.520	33.142	-	-413.228
Corrección por Deterioro	-	-	-	-	-
Valor Neto Contable Fútbol	361.642	-5.998	-26.154	-	329.490
Baloncesto					
Coste	10.918	2.957	-1.025	-	12.850
Amortización Acumulada	-7.297	-2.336	793	-	-8.840
Corrección por Deterioro	-	-	-	-	-
Valor Neto Contable Baloncesto	3.621	621	-232	-	4.010
VALOR NETO CONTABLE TOTAL	365.263	-5.377	-26.386	-	333.500

Fuente: Informe Económico 2015-2016, elaboración propia.

Esta partida de balance suele generar bastantes discrepancias a la hora de saber cuánto valen realmente los jugadores del Real Madrid, lo que nos hace volver una vez más a la relación entre valor contable y valor de mercado. El activo intangible deportivo fluctúa constantemente debido a las variaciones que se producen en los mercados de fichajes y en las temporadas deportivas; esto el Real Madrid lo sabe e intenta ajustarse a los cambios producidos en el mercado, realizando las correcciones valorativas correspondientes (por revaluación o por deterioro).

Según las cuentas anuales del club: “para el caso del inmovilizado intangible deportivo, se considera que debido a las complicadas negociaciones que se producen para determinar el valor de mercado en su momento de adquisición, la inexistencia de un mercado activo y transparente, las dificultades existentes para identificar transacciones similares, y los cambios significativos que se pueden producir de un día para otro en el valor de mercado (resultados deportivos,

lesiones, etc), no es posible determinar de una manera objetiva y razonable el valor de mercado de cada uno de estos activos hasta el momento en que se produce la venta efectiva de los mismos”. Continúan diciendo: “... el Club efectúa un análisis pormenorizado (de forma individual y en su conjunto) de la valoración del potencial de los jugadores, (...), al objeto de poder analizar si existen o no indicios de deterioro en el inmovilizado intangible deportivo.” Para terminar con: “En el caso de que existan indicios claros o evidencias objetivas de deterioro, la Dirección del Club estima los importes recuperables en base a la mejor información disponible hasta la fecha de formulación de las cuentas anuales, efectuándose las correcciones valorativas correspondientes”. (Informe Económico, 2015-2016).

Este método de valoración es el de valor contable ajustado, que se ha analizado en el un apartado anterior de este trabajo. Sin embargo, y a pesar de los esfuerzos del Real Madrid por corregir el valor de sus activos en balance, ¿cuál es el grado de similitud que se llega a alcanzar con el valor de mercado? A continuación se analiza mediante un ejemplo real:

Si tomamos como ejemplo al que probablemente sea el jugador más icónico del equipo de fútbol madridista actual, que es Cristiano Ronaldo, podemos observar las siguientes cifras respecto a su contabilidad. Es preciso aclarar que en el activo del Balance del Real Madrid aparece reflejado el valor contable neto del contrato de los jugadores; sus salarios y retribuciones aparecen reflejados en la cuenta anual de resultados, como veremos más adelante. También conviene puntualizar que conceptualmente lo que se compra y vende son los contratos de los jugadores, no los jugadores en sí.

Cristiano Ronaldo fue adquirido en 2009 al club inglés Manchester United por 96 millones de €. Tras recientes negociaciones, se ha ampliado su contrato hasta 2021, lo que quiere decir que el periodo de amortización del contrato del portugués es de mínimo 12 años. Si dejamos de lado los ajustes que se hayan podido realizar por mejoras en el contrato o posibles pérdidas de valor, y

suponiendo un valor residual de 0 años (que suele ser lo normal en estos contratos), obtendríamos una dotación de amortización anual de 8 millones.

Actualmente, Cristiano Ronaldo ha completado 7 (incluido 2016) de esas 12 temporadas acordadas, por lo que su amortización acumulada a final del ejercicio económico 2015-2016 es de 56 millones de €; con este sencillo cálculo se obtiene el valor contable ajustado de Ronaldo, alcanzando la cifra de 40 millones de €.

Ahora bien, ¿cuál es el valor de mercado de Cristiano Ronaldo en la actualidad? (Mayo de 2017). Es muy difícil conocer este valor hasta que no se realiza la venta efectiva del jugador, debido a la inexistencia de un mercado activo, la incertidumbre que rodea el ámbito deportivo, los rumores de la prensa, la actitud de los agentes y representantes de los jugadores, etc. Sin embargo, no sería un disparate afirmar que el valor de mercado de Cristiano Ronaldo no baja actualmente de los 60 o 70 millones de €, según Transfermarkt, con lo que el Real Madrid obtendría una importante plusvalía de una hipotética operación de venta del jugador.

Así mismo, otra variable muy complicada de detallar es la corriente de ingresos y la riqueza en general que un jugador puede aportar al Real Madrid; en este sentido no sólo me refiero a variables económicas y concretas, como la venta de camisetas y otros productos de marketing, sino también a otros factores generadores de recursos, como el prestigio o la imagen del jugador (ligado a su capacidad de movimiento de masas), mucho más intangibles y difíciles de materializar. Son precisamente la suma de estos factores los que provocan el desajuste individual entre el valor contable de los jugadores del Real Madrid y su valor de mercado.

Otra masa patrimonial de especial importancia es el inmovilizado material, el cuál supone cerca del 32% del total del Activo de la compañía. En él se incluyen el coste del Estadio Santiago Bernabéu y de la Ciudad Deportiva del Real Madrid, entre otros elementos, (ver Anexo 4), reducido su importe por la amortización acumulada, siguiendo la siguiente escala:

Tabla 6: Periodos de amortización del Inmovilizado Material.

Inmovilizado Material	Años de vida útil
Estadios y pabellones deportivos	50
Otras construcciones	35
Otras instalaciones, utillaje y mobiliario	de 10 a 38
Otro inmovilizado	de 5 a 10

Fuente: *Informe Económico 2015-2016, elaboración propia.*

Para terminar el análisis del Activo, es preciso comentar que la partida más importante del Activo Corriente es la cuenta de Tesorería; el Real Madrid posee en Junio de 2016 la mayor disponibilidad de tesorería de su historia a cierre de ejercicio, con un saldo de 211 millones de €. Este saldo se justifica debido a un elevado flujo de caja operativo y una ligera contención en el proceso de inversión en fichajes de nuevos jugadores durante 2016 (con una reducción del 12 % respecto a 2015). Además, el saldo de tesorería incluye inversiones en entidades financieras con un vencimiento no superior a 3 meses.

Esta acumulación de tesorería puede considerarse ineficiente desde el punto de vista de algunos expertos como Carme Martínez Costa, quien considera el concepto de “tesorería cero” como herramienta para alcanzar una mayor rentabilidad; si bien es preciso contar con un nivel mínimo de tesorería que permita operar con cierta seguridad, lo que una empresa debe aspirar es a “gestionar las fuentes de financiación necesarias en cuantía y coste mínimo, la gestión de cobros y pagos, y la gestión de los excedentes monetarios, de forma que los flujos de entradas y salidas coincidan en sus rotaciones, lo más exactamente posible” (Martínez Costa, 2006).

A pesar de la posible existencia de ineficiencia operativa, este elevado nivel de la cuenta de Tesorería permitirá al Real Madrid realizar una parte o todas aquellas inversiones que se haya planteado en sus presupuestos de 2017, de tal manera que reduzca su acumulación de efectivo, en busca de una mayor eficiencia y rentabilidad.

- Análisis patrimonial estático. Composición del Patrimonio Neto y Pasivo.

Con respecto al análisis de los Fondos Propios (incluyendo capital social y reservas) del Real Madrid, es muy interesante comentar la positiva evolución que se ha desarrollado durante los últimos 16 años. En el año 2000, el Patrimonio Neto del Real Madrid tenía un valor en libros de 30 millones de euros, mientras que en Junio de 2016, alcanza un valor contable de 442 millones de euros, con la peculiaridad de que año tras año ha tenido una variación neta positiva, aunque por sí sólo este dato no es concluyente, por lo que es preciso realizar un análisis más profundo.

Esta acumulación de recursos propios parece bastante lógica si se tienen en cuenta los elevados beneficios obtenidos a lo largo de estos 16 años, y la retención de los mismos dentro de la compañía, debido a que el Real Madrid no reparte dividendos, por lo que su principal forma de remuneración a sus socios es a través de la revalorización de sus acciones.

Con respecto al pasivo, y tal y como se puede comprobar en el Anexo 3, se puede destacar el elevado peso del Pasivo Corriente, con respecto al total de los activos, alcanzando la cifra de 425 millones de euros (un 40% del total de la compañía), al mismo tiempo que el Pasivo No Corriente supone el 17% del total de los activos, (unos 177 millones de euros). Las partidas contables del pasivo más importantes a destacar, así como las más interesantes a la hora de realizar el proceso de valoración son:

- Deuda a largo plazo con entidades de crédito: supone aproximadamente unos 82 millones de euros, correspondientes a un préstamo y dos pólizas de crédito, cuyo calendario de amortización es de 42 millones de euros en 2018/2019 y los restantes 40 millones de euros en la temporada 2020/2021.
- Deuda a corto plazo con entidades de crédito: el tamaño de esta partida del balance es minúsculo, apenas un 0,05% del Pasivo Corriente.

- Deuda por inversiones en jugadores e instalaciones: deuda no financiera que sumada a la deuda bancaria anterior conforma el total de la Deuda Bruta del Club (235 millones de euros en 2016).
- Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar: en esta cuenta del Pasivo Corriente encontramos todos aquellos elementos que financian al Real Madrid en su operativa en el corto plazo; son la masa contable más parecida a la cuenta de proveedores que podríamos encontrar en una empresa industrial. En la siguiente tabla se expresa el valor de esta clase de pasivos:

Tabla 7: Acreedores Comerciales del Real Madrid.

Acreedores comerciales (Proveedores)		Miles de €
	30/6/16	30/6/15
Acreedores por compras y prestación de servicios	61.470	63.763
Entidades deportivas acreedoras por prestación de servicios	4.533	694
Personal deportivo	138.746	99.625
Personal no deportivo	5.292	4.062
Total de acreedores comerciales	210.041	168.144

Fuente: *Informe Económico 2015-2016, elaboración propia.*

Es interesante mencionar que el Real Madrid considera, aparte de la financiación espontánea de sus proveedores de bienes y servicios, las remuneraciones pendientes a su personal deportivo y no deportivo como acreedores comerciales. Estas remuneraciones consisten principalmente en los saldos pendientes de pago en la próxima temporada (generalmente en los meses de Enero y Junio), y que en la temporada 2015/2016 se han visto incrementadas debido a las primas a pagar por la consecución de éxitos deportivos (principalmente la victoria en el campeonato de fútbol Champions League de 2016). Esto significa que el Real Madrid considera a sus jugadores y técnicos como una especie de proveedores o acreedores operativos, y por tanto estas remuneraciones pendientes de pago actúan como financiación espontánea.

- Análisis patrimonial dinámico. Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Una vez realizado el estudio del balance del Real Madrid, es conveniente realizar un breve análisis de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias durante 2015 y 2016 (ver Anexo 5), puesto que de la capacidad generadora de beneficios de una compañía surge la motivación para realizar una valoración empresarial. Los movimientos más importantes de la cuenta de resultados del Real Madrid desde 2015 a 2016 han sido:

- ❖ Aumento del Importe neto de la cifra de negocios, conseguidos principalmente al incremento de los ingresos de marketing y a los éxitos deportivos obtenidos durante la temporada.
- ❖ Incremento de los Gastos de personal, como consecuencia del mayor esfuerzo que ha de realizar el Club a la hora de pagar las primas a los empleados (jugadores, técnicos y personal no deportivo), precisamente por haber conseguido dichos éxitos deportivos.
- ❖ Reducción importante de los Resultados por enajenaciones, debido a que durante el año 2015/2016 no se ha producido la venta importante de jugadores a otras entidades deportivas.
- ❖ Con respecto a los costes financieros, en el año 2015 fueron de 11.824 miles de euros, mientras que en 2016 se redujeron hasta los 5.123 miles de euros, de los cuáles, sólo 1.690 miles de euros corresponden a costes por servicios bancarios, intereses y préstamos.
- ❖ El Resultado del Ejercicio 2015/2016 asciende a 30.280 miles de euros (11.738 miles de euros menos que en el ejercicio anterior).

Cabe destacar que, la mayor parte de estos beneficios obtenidos son reinvertidos en el propio Club, con el objetivo de incrementar su desarrollo deportivo y mejorar sus instalaciones, por lo que se destinan a reservas. También es preciso comentar el relativo equilibrio en la generación de beneficios del Real Madrid, puesto que unos mayores éxitos deportivos se traducen en mayores ingresos, pero al mismo tiempo en un mayor esfuerzo de costes para recompensar a los jugadores, técnicos y demás empleados.

- Análisis del Fondo de Maniobra.

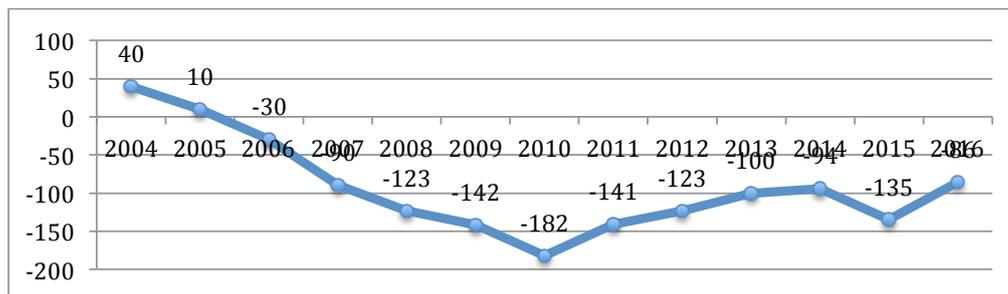
Tras haber analizado las principales masas patrimoniales del Real Madrid, se va a realizar una investigación acerca de la gestión de la liquidez y de la situación operativa del Club, para averiguar cuáles son los recursos que verdaderamente necesita para realizar sus operaciones, y si se está haciendo actualmente de manera adecuada o no; además, los conceptos definidos a continuación tendrán un papel fundamental a la hora de realizar las previsiones de valoración.

En este sentido, existen dos indicadores de gran importancia: el Fondo de Maniobra y las Necesidades Operativas de Financiación.

Según Chamorro (2009), el **Fondo de Maniobra** se constituye por “los recursos de los que una compañía dispone o va a disponer a corto plazo gracias a años anteriores”, y se calculan mediante la diferencia entre Activos Corrientes y Pasivos Corrientes. El Fondo de Maniobra indica, por tanto, la parte de los activos corrientes que están siendo financiados por pasivos no corrientes y el patrimonio neto (los llamados capitales permanentes). En general, se considera que este elemento ha de ser positivo para garantizar la supervivencia de una compañía e incrementar su rentabilidad.

En el caso del Real Madrid, el Fondo de Maniobra en 2016 es de -85 millones de euros; ¿significa esto que el Club está avocado a la quiebra? Nada más lejos de la realidad. El propio Real Madrid considera como razonable este capital circulante negativo, como consecuencia de la existencia de saldos acreedores a corto plazo que tienen la peculiaridad de ser recurrentes en el tiempo, y es por tanto, parte de la dinámica operativa de esta empresa. Por otro lado, los beneficios obtenidos y expuestos en el apartado anterior, junto con el elevado colchón de tesorería parecen evitar con holgura una situación indeseada de suspensión de pagos o quiebra. Sin embargo, uno de los principales objetivos del Club para los años próximos es reducir este desajuste de financiación poco a poco, con el objetivo de volver a obtener un saldo neto positivo.

Gráfico 4. Evolución del Fondo de Maniobra del Real Madrid. (Millones €).



Fuente: *Informe Económico 2015-2016, elaboración propia.*

Otra manera de comprobar si la gestión de la liquidez del Real Madrid es correcta es atendiendo al concepto de **Necesidades Operativas de Financiación**, mucho más operativo que el Fondo de Maniobra.

Las necesidades operativas de financiación representan “la inversión neta requerida para llevar a cabo las operaciones corrientes de la empresa, entendida esta como: existencias, clientes y tesorería necesaria, una vez deducida la financiación espontánea donde se incluye principalmente el crédito concedido por los proveedores” (Baños-Caballero et al, 2014).

En la tabla 8 se puede comprobar cómo las NOF del Real Madrid son positivas; ¿a qué se debe esta diferencia con el saldo del Fondo de Maniobra? No es debido a una excesiva financiación bancaria a corto plazo, como ya hemos visto anteriormente, sino debido a la existencia en su Pasivo Corriente de ajustes por periodificaciones (ingresos anticipados a corto plazo) y a deudas con otras entidades deportivas debido a los traspasos de jugadores.

De esta manera, el riesgo de crédito del Real Madrid, (principalmente a la hora de hacer frente a devoluciones del principal e intereses de productos financieros y deudas con bancos) es muy pequeño. Además, la elevada calidad de sus Fondos Propios, siendo el 100% considerados capital de CORE TIER 1 (acciones comunes y reservas), según el acuerdo de Basilea III, permiten considerar al Real Madrid como una compañía solvente y segura desde el punto de vista de riesgo de impago o quiebra.

Tabla 8: NOF del Real Madrid.

Necesidades Operativas de Financiación	Miles de €	
	30/6/16	30/6/15
Deudores por operaciones de venta	64.597	60.960
Existencias	2.579	2.442
Deudores por traspasos de jugadores	52.626	58.628
Tesorería	211.485	108.866
Acreeedores comerciales	210.041	168.144
Necesidades Operativas de Financiación	121.246	62.752
Cifra de negocios	619.710	574.411
Variación de las NOF (% s/ ventas)	19,56%	10,92%
Variación de las NOF Promedio	15,24%	

Fuente: Informe Económico 2015-2016, elaboración propia.

Con estos datos se puede calcular una estimación de cuáles van a ser las necesidades operativas de fondos del Real Madrid para los próximos años, en función del porcentaje promedio sobre ventas calculado en la tabla anterior. De esta manera podremos completar el Flujo de Caja Libre en la valoración final.

Tabla 9: Cálculo de las NOF sobre el flujo de caja.

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
Importe Neto de la cifra de negocios	631.305	662.870	696.014	730.814	767.355
Necesidades Operativas de Financiación	96.241	101.053	106.106	111.411	116.982
Inversiones o Desinversiones en NOF		-4.812	-5.053	-5.305	-5.571

Fuente: Informe Económico 2015-2016, elaboración propia.

4. VALORACIÓN: PROYECCIÓN DE FLUJOS

A. Cálculo de la tasa de descuento

Para calcular el coste medio ponderado de los recursos, primero se precisa averiguar el coste de la deuda y el coste para el accionista:

- Coste de la financiación ajena (Kd): en un principio se pretende calcular este coste por medio de la fórmula “Costes financieros del año 2016 divididos entre la media de la deuda financiera de 2015 y 2016” .

$$\frac{\text{Gastos Financieros 2016}}{(\text{Deuda Financiera Promedio 2015 y 2016})}$$

No se considerarán como costes financieros las diferencias por tipo de cambio ni las actualizaciones de pasivos. De esta manera obtenemos un **coste de la deuda de 2,07 %**. Sin embargo, esta medición del coste de la financiación externa no es completamente fiel a la realidad, ya que el Real Madrid actualmente se financia a un “tipo de interés variable referenciado al Euribor más un diferencial de mercado” (Informe Económico 2015-2016).

A pesar de este hecho, consideraré el 2,07 % como un razonable indicador del coste de la deuda del Real Madrid, puesto que tiene una rentabilidad-riesgo superior al activo libre de riesgo (Rf) de la zona Euro, que es el Bono Alemán a 10 años (con una rentabilidad o “yield” del 1,6 %). Por tanto, siempre y cuando el coste del capital o coste de los recursos para el accionista sea superior a 2,07 %, se dará como un dato válido.

- Coste de los recursos propios (Ke): se utilizará el modelo CAPM para el cálculo de este coste:

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

Donde:

- R_f es el activo libre de riesgo del mercado; se utilizará el Bono Alemán con vencimiento a 10 años, que tiene una rentabilidad actual de 1,6 %, a fecha de 28 de Mayo de 2017.
- $(R_m - R_f)$ es la prima de riesgo del mercado, calculado como la diferencia entre el bono español y el activo libre de riesgo; la prima de riesgo establecida en el modelo es de 6,7%.
- β_i es la Beta de la empresa; se trata de una medida de la volatilidad de una empresa o de un activo con respecto a la variabilidad del mercado. Se trata de una variable que no tenemos y es preciso averiguar.

Para calcular la Beta de una empresa no cotizada en un mercado, se necesitan las Betas de otras empresas similares comparables, que cumplan con los siguientes requisitos:

- ❖ Similar en riesgo-negocio: significa que las empresas comparadas han de competir en los mismos mercados, pertenecer a la misma industria, o asumir unos riesgos operativos similares.
- ❖ Similar en riesgo financiero: significa que las empresas comparadas tengan un nivel de apalancamiento financiero similar, esto es, que tenga una relación de recursos ajenos y recursos propios semejante.

De esta manera, se podrán considerar las Betas de las empresas comparables como una buena referencia de la Beta del Real Madrid, la cuál se obtendrá mediante un promedio. Como empresas comparables se han escogido los siguientes equipos de fútbol (fuente: www.reuters.com):

- Manchester United Football Club. Beta = 0,53
- Sport Lisboa e Benfica Futebol SAD. Beta = 1,1.
- Ballspielverein Borussia 09 e.V. Dortmund. Beta = 0,2
- Juventus Football Club S.p.A. Beta = 0,64
- Futebole Clube do Porto. Beta = 0,59

Todos estas compañías son equipos de fútbol europeos de primer nivel; se han elegido equipos europeos debido a que comparten el mismo riesgo-negocio que el Real Madrid (a pesar de ser una industria, como hemos visto, bastante globalizada). Todos estos equipos juegan o han jugado en los últimos años el torneo UEFA Champions League, al mismo tiempo que han sido campeones de sus Ligas de fútbol Nacionales en la presente temporada, como el Real Madrid en España o el Benfica en Portugal.

El problema desde un punto de vista de valoración de empresas, es que todos estos equipos tienen unos niveles de endeudamiento muy distintos los unos de los otros, es decir, que tienen un riesgo-financiero diferente; de esta manera, si se calculase la Beta del Real Madrid en base a las Betas apalancadas de estos equipos (directamente influidas por sus niveles de apalancamiento), se obtendría un resultado distorsionado e incoherente con el riesgo financiero que asume el Real Madrid. Para paliar este efecto, se calculará la Beta des-apalancada (β_u) para cada uno de los equipos comparados, tal y como se expone a continuación:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{1 + (1 - t) * \frac{Deuda}{Recursos Propios}}$$

Posteriormente, se calculará un promedio con todas estas Betas sin apalancar, obteniendo la Beta des-apalancada del Real Madrid, y finalmente, se ajustará el valor de dicha Beta al nivel de riesgo financiero del Real Madrid, mediante la siguiente fórmula:

$$\beta_i = \beta_u * [1 + (1 + t) * \frac{Deuda}{Recursos Propios}]$$

Suponemos que todos los clubes soportan la misma tasa impositiva, para aislar el efecto de la política fiscal de cada país en la valoración final. Dicha tasa impositiva será la del Real Madrid: $t = 25\%$.

Tabla 10: Cálculo de la Beta del Real Madrid.

	Borussia Dortmund	Juventus	Manchester United	Benfica	Oporto	Real Madrid
Deuda (Millones €)	53	211	531	294	166	81
Fondos Propios (Millones €)	319	125	468	25	113	442
Deuda / Fondos Propios	16,7%	167,9%	113,5%	92,4%	147,5%	18,3%
Beta apalancada	0,2	0,64	0,53	1,1	0,59	0,38
Beta des-apalancada	0,18	0,28	0,29	0,65	0,28	0,34

Fuente: Reuters, elaboración propia.

Siguiendo este procedimiento, obtenemos una Beta del Real Madrid equivalente a 0,38. Esto implica un riesgo reducido por parte del Club madrileño, debido a que se traduce de la siguiente manera: ante un aumento de la rentabilidad del mercado en un 1%, la rentabilidad del Real Madrid aumenta un 0,38%, y viceversa, ante una caída del mercado de un 1%, el Real Madrid sólo cae un 0,38%. Esto tiene una doble implicación, ya que en época de bonanza económica, el Real Madrid gana menos que la media del mercado, mientras que en épocas de recesión, pierde menos que el propio mercado; es decir, se trata de una Beta defensiva.

Esto tiene sentido ya que una de las principales causas de que una empresa tenga una Beta elevada es el riesgo financiero y su exceso de deuda. Sin embargo, en el Real Madrid hemos visto cómo la presencia de deuda financiera en su balance es muy reducida, así como sus gastos financieros, por lo que parece lógico que tenga un coeficiente Beta tan reducido. Además, la elevada diversificación de sus líneas de negocio, al no depender de una única en específico (como hemos visto anteriormente) es otra de las justificaciones de contar con un coeficiente Beta tan reducido. Cabe destacar que la Beta media del sector futbolístico en Europa ronda el 0,54 (Reuters, 2017), por lo que se puede considerar al Real Madrid como una empresa segura dentro de su sector, al tener una Beta inferior a la industria.

Con todos estos ingredientes ya podemos calcular mediante el modelo CAPM el coste del capital (K_e) del Real Madrid, con lo que obtendríamos un valor de 4,16 %. Por tanto, obtendríamos un **Coste del Capital Medio Ponderado (WACC, en inglés) cercano al 3,75 %**, con el que poder descontar los flujos de caja futuros que estimaremos a continuación.

B. Presupuesto 2016/2017

Se tomará como base de la estimación de los flujos de caja el presupuesto oficial del Real Madrid para la temporada 2016/2017, (ver Anexo 6). Considero este presupuesto coherente con la estrategia y la tendencia actual del Club, salvo por la cuenta de *Pérdida por deterioro/baja de inmovilizado*, la cuál ha tenido un resultado negativo durante los últimos años; sin embargo, el Club asegura en su presupuesto que la pérdida por deterioro de la temporada 2016/2017 será igual a cero. No considero esta medición lógica, por lo que en mis estimaciones se establecerá una hipótesis diferente en este sentido.

C. Cálculo de los flujos de caja futuros

Como periodo de valoración se han escogido 5 años; en un principio se iba a realizar la valoración con un periodo de 10 años, pero debido a la incertidumbre y variabilidad (principalmente relacionada con la consecución de trofeos) de esta industria se ha decidido acortar la duración de la estimación, con la intención de obtener un dato más preciso, aunque más cortoplacista. Bien es cierto que en el sector futbolístico y sobre todo en los equipos de primer nivel, la consecución de éxitos deportivos no está obligatoriamente relacionado con la corriente de ingresos (como se ha visto con el Manchester United), aunque los beneficios sí se pueden ver increíblemente afectados si se combinan un par de malas temporadas deportivas con el cese de contratos de publicidad y cesión de derechos de imagen; esto ocurriría en caso de que el Real Madrid, por ejemplo, bajara a la segunda división de la Liga Española, un suceso con muy baja probabilidad de ocurrencia, pero que puede llegar a suceder. De ahí la razón de que se realice la estimación de los flujos de caja con un horizonte temporal de 5 años, de los cuáles, el primero se completará con los datos recogidos en el Presupuesto de la temporada 2016/2017. A pesar de esto, no hay que olvidar que la valoración se realiza a perpetuidad, gracias a la inclusión del término del Valor Residual en la misma.

En los Anexos 7 y 8 se pueden observar la estimación de los flujos de caja futuros realizada, en base a las siguientes hipótesis, organizadas en función de dos escenarios, el más probable y el pesimista.

❖ Hipótesis y resultados del escenario más probable:

Existe una elevada complejidad a la hora de estimar las variaciones en los ingresos y gastos operativos del Club, ya que, como se ha visto a lo largo del trabajo, depende principalmente de los éxitos deportivos alcanzados en cada temporada y de los contratos de publicidad y marketing que se vayan negociando y fijando. A pesar de esto, sí que se espera un incremento gradual en los próximos años, en caso de que el Madrid continúe en la misma posición de dominio deportivo como hasta ahora; de esta forma se espera que los ingresos por publicidad aumenten un 7% anual, mientras que el resto de ingresos aumenten un 5% también cada año; este aumento de los ingresos vendrá acompañado por un incremento anual de los gastos de un 3% de media.

Respecto a otros ingresos y costes, como los derivados de la compra y cesión de derechos de jugadores, se establecerán en función del promedio de los años anteriores y del presupuesto de 2016/2017, debido a la imposibilidad de adivinar con exactitud cuáles van a ser las ventas y los fichajes de jugadores en los próximos años.

También, como se ha explicado anteriormente, es extraño que la pérdida por deterioro/baja de inmovilizado del presupuesto de 2017 sea 0, teniendo en cuenta que ha sido negativo en los ejercicios anteriores, por lo que se establecerá una media de los gastos realizados en años anteriores, y se aplicará constante durante todo el periodo de valoración.

Por último, las inversiones en CAPEX estimadas conformarán como mínimo la amortización de los activos del presupuesto de 2016/2017, más 150 millones de € repartidos entre los 5 años; esta inversión supone aproximadamente un tercio del coste total que supondrá la renovación del estadio Santiago Bernabéu. Así mismo, las inversiones en Necesidades Operativas de Financiación ya fueron calculadas en el apartado del análisis del Fondo de Maniobra de este trabajo.

La tasa de crecimiento (g) acumulativa será del 1,5%, a perpetuidad.

La deuda del Real Madrid está valorada contablemente por 81.908 miles de €; esta deuda se restará al flujo de caja libre actualizado, para obtener el valor de mercado del Real Madrid. Según estas hipótesis, obtenemos los siguientes flujos de caja:

Tabla 11: Flujo de caja libre descontado, escenario más probable.

Temporada	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
Flujo de Caja Libre (miles de €)	4.642	10.240	22.941	36.515	51.013
Valor Residual					2.298.463
Flujo de Caja Libre Actualizado (miles de €)	4.474	9.513	20.541	31.512	1.954.220

Fuente: Elaboración propia.

Si restamos la deuda del Real Madrid a este flujo de caja actualizado, obtenemos un **valor de mercado de la compañía de 1.938,35 millones de €**, por lo que tendríamos un ratio de Valor de Mercado/ Valor Contable de 1,9 veces.

❖ Hipótesis y resultados del escenario pesimista:

Este escenario se basa en el evento de que finalmente estallase la “burbuja del fútbol” de la que se ha hablado anteriormente en el análisis estratégico. Si se diera esta situación, la evolución de los ingresos de todos los clubes de fútbol en general, y del Madrid en particular, se verían seriamente afectados por el lado de los ingresos por publicidad y por derechos de retransmisión.

Por tanto, el cambio básico que se estima en nuestra valoración es que esta clase de ingresos caiga un 2,5% cada año, al mismo tiempo que los costes también se reducen, pero en menor medida (un 1%), debido a la imposibilidad de reestructurar gastos en el corto plazo. Además, la nueva tasa de crecimiento acumulativo a perpetuidad (g) disminuiría hasta el 1%. Con estas hipótesis (“ceteris paribus”), obtendríamos los siguientes resultados:

Tabla 12: Flujo de Caja Libre descontado, escenario pesimista.

Temporada	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
Flujo de Caja Libre (miles de €)	4.642	2.250	6.682	11.678	17.254
Valor Residual					633.063
Flujo de Caja Libre Actualizado (miles de €)	4.474	2.090	5.983	10.078	540.913

Fuente: Elaboración propia.

Si restamos la deuda del Real Madrid a este flujo de caja actualizado, obtenemos un **valor de mercado de la compañía de 481,63 millones de €**, por lo que tendríamos un ratio de Valor de Mercado/ Valor Contable de 0,5 veces. Vemos por tanto, que si este escenario se cumpliera, el Real Madrid se vería obligado a reducir sus inversiones y retener gastos.

5. CONCLUSIONES:

En el caso más probable de que el Real Madrid continúe con la misma gestión y estrategia actuales, siga consiguiendo éxitos deportivos, y los ingresos por retransmisiones y contratos de publicidad consigan mejorarse año tras año, el Real Madrid podría llegar a valer casi el doble de su valor contable; de ahí que desde el principio del trabajo se haya hecho hincapié en la importancia de distinguir entre valor contable y valor de mercado de una compañía, pues en empresas como el Real Madrid existe o puede existir una importante diferencia entre ambos.

Por otro lado, si finalmente la llamada “Burbuja del fútbol” termina por explotar, tendría unas consecuencias muy negativas para el Real Madrid, que vería como las caídas en sus ingresos provocarían una reducción de su tamaño y patrimonio debido a la consecución de pérdidas y al consumo de reservas.

Desde el punto de vista del inversor es preciso, por tanto, tener en cuenta este posible escenario, valorar su probabilidad de ocurrencia, y tomar una decisión coherente en función de este análisis.

6. BIBLIOGRAFÍA

- *Encuesta de hábitos deportivos en España, 2015*. Consejo Superior de Deportes, Ministerio de Educación, Cultura y Deporte, (2015).
- Almeida, Mara Del Mar Alonso. (2010). Valoración por los analistas financieros de la información de las empresas divulgada a través de Internet. *Estudios Gerenciales*, 26(114), 169.
- Ausín Sáiz S, Ros Amorós F. Métodos DFC: Flujos de caja libre y flujos de caja para el accionista. *Estrategia Financiera*. 2017(346):40.
- Bagur Femenas L, Chamorro L. Las necesidades operativas de fondos: Un caso práctico basado en información contable. *Revista de contabilidad y dirección*. 2009(. 9):159.
- Baldi, F., & Trigeorgis, L. (2009). Assessing the value of growth option synergies from business combinations and testing for goodwill impairment: A real options perspective. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(4), 115.
- Baos-Caballero S, Garcia-Teruel PJ, Martinez-Solano P. Estrategias de financiación de las necesidades operativas de fondos y rentabilidad de la empresa. *Universia Business Review*. 2014(44):104.
- Callejo, M. B., Javier, F., & Martnez, F. (2006b). El Real Madrid club de fútbol: La aplicación de un modelo empresarial a una entidad deportiva en España. *Universia Business Review*, (11), 36.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation. : Security analysis for investment and corporate finance*.
- Damodaran, A. (2011). *The little book of valuation. : How to value a company, pick a stock and profit*.
- Dapena, J. P. (2014). Valor de mercado y valor contable de la firma: Activos intangibles y valor llave. *Documentos De Trabajo*, (549), 1.
- Dapena, J. P., & Alonso, J. C. (2015). Aspectos financieros en la gestión de la empresa y en la evaluación de proyectos de inversión. *Documentos De Trabajo*, (568), 1.

- de Andrés, P., de la Fuente, G., & San Martín, P. (2012). El director financiero y la decisión de inversión en la empresa española. *Universia Business Review*, (36), 14.
- Gil U., M. E. (2012). Structural dynamics analysis of real madrid club de futbol. *Journal of Alternative Perspectives in the Social Sciences*, 5(1), 196.
- Guerras Martín, L. A., Navas López, J. E., & López Sáez, P. (2007). *La dirección estratégica de la empresa. :Teoría y aplicaciones*.
- Harper, Gavin D. J., MSc. Porter's five forces. Salem Press Encyclopedia. 2013.
- Idígoras Gamboa, I., & Mitxeo Grajirena, J. (1999). *La gestión de la diversidad: XIII congreso nacional, IX congreso hispano-francés, logroño (La Rioja), 16, 17 y 18 de junio, 1999*.
- LONDOO, Y. G., CARMONA, M. Z., & OCHOA, C. M. (2012). Enfoque de opciones reales para la valoración financiera de marcas. *Ad-Minister*, (21), 9.
- Martínez Costa C, Universitat Politècnica de Catalunya. Institut d'Organització i Control de Sistemes Industrials. Gestión de la tesorera. cash management. . 2012.
- Milanesi GS. Artículo: Modelo binomial para la valoración de empresas y los efectos de la deuda: Escudo fiscal y liquidación de la firma. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*. 2014;19(36):2.
- Müller A. El valor de los activos netos (NAV) : Tendencias y análisis crítico = the net asset value concept: Tendencias y critical analysis. *Análisis financiero*. 2014(125):44.
- Narváez Licerias, A. (2009). Valoración de empresas: En busca del precio justo. *Contabilidad Y Negocios*, 4(7), 23.
- Pareja Vasseur, J., & Cadavid Prez, C. (2016). Valoración de patentes farmacéuticas a través de opciones reales: Equivalentes de certeza y función de utilidad. *Contaduría Y Administración*, 61(4), 794.
- Parra Barrios, A. (2013). Valoración de empresas: Métodos de valoración. *Contexto: Revista De La Facultad De Ciencias Económicas Administrativas Y Contables*, 2(1), 84.

- 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 Contbil*, 5(2), 125.
- PORTET, X. G. (2011). El fútbol y el negocio del entretenimiento global. los clubes como multinacionales del ocio. *Comunicación Y Sociedad*, 24(1), 141.
- Real Madrid Club de Fútbol (2014). Informe Económico 2013/2014.
- Real Madrid Club de Fútbol (2015). Informe Económico 2014/2015.
- Real Madrid Club de Fútbol (2016). Informe Económico 2015/2016.
- Rodríguez López, n. (2009). Análisis contable de las inversiones en activo no corriente o inmovilizado de los clubes de fútbol profesional en España. *Revista Internacional De Derecho Y Gestión Del Deporte*, (. 9), 48.
- Rojas López, M. D., Laserna, E. Z., & Valencia Corrales, M. E. (2014). Sistema de inferencia difuso para la valoración de empresas. *Revista Ingenieras Universidad De Medellin*, 13(24), 89.
- Sánchez Martínez LC, Sánchez Fernández P, Barajas Alonso A. Estructuras de propiedad y rentabilidad financiera en el fútbol europeo : Ownership structure and profitability in the european football. *Journal of Sports Economics & Management*. 2016(. 6):5.
- Sosa Mora, E. (2014). EL MODELO DE VALOR RAZONABLE: La aproximación de las cifras contables a los valores de mercado. *TEC Empresarial*, 8(3), 41.
- Suárez Suárez, Andrés S (. (2005). *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*.
- TRUYOLS, L. D. (2015). Las sociedades anónimas deportivas desde la perspectiva notarial. *Cuadernos De Derecho Y Comercio*, (63), 131.
- Vélez Pareja I, Tham J. ¿Coinciden EVA© y utilidad económica (UE) con los métodos de flujo de caja descontado en valoración de empresas? *Poliantea*. 2004;1(. 1):11.
- VIDARTE, J. J (2009). El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Revista Gestión y Desarrollo*, (103-110).

7. ANEXOS

Anexo 1: Importe Neto de la Cifra de Negocios del Real Madrid

Importe Neto de la Cifra de Negocios		Miles de €
	30/6/16	30/6/15
Ingresos Liga	51.718	46.619
Ingresos Copa del Rey	3	4.651
Ingresos Supercopa de Europa	0	4.042
Ingresos Champions League	82.122	50.316
Ingresos Supercopa de España	0	3.000
Ingresos Mundial de Clubes	0	4.118
Ingresos por amistosos	23.971	10.627
Ingresos competiciones Baloncesto	4.015	2.636
Otros ingresos	5.569	5.113
Total Ingresos Taquillas y Competiciones	167.398	131.122
Total Ingresos por Abonados y Socios	49.981	51.548
Total Ingresos Explotación de Instalaciones	22.390	20.175
Total Ingresos por Retransmisiones	167.577	163.484
Ingresos Venta en Tiendas	21.096	24.030
Ingresos Patrocinios y Licencias	161.537	151.871
Ingresos Publicidad	3.571	4.521
Otros Ingresos comerciales	26.160	27.660
Total Ingresos Comercialización y Publicidad	212.364	208.082
TOTAL IMPORTE NETO CIFRA DE NEGOCIOS	619.710	574.411

Anexo 2: Ranking de Clubes de Fútbol con mayores ingresos

2015/16 Revenue (€m)

1	↑	2	Manchester United	689
2	↔	0	FC Barcelona	620.2
3	↓	(2)	Real Madrid	620.1
4	↑	1	Bayern Munich	592
5	↑	1	Manchester City	524.9
6	↓	(2)	Paris Saint-Germain	520.9
7	↔	0	Arsenal	468.5
8	↔	0	Chelsea	447.4
9	↔	0	Liverpool	403.8
10	↔	0	Juventus	341.1
11	↔	0	Borussia Dortmund	283.9
12	↔	0	Tottenham Hotspur	279.7
13	↑	3	Atlético de Madrid	228.6
14	↓	(1)	Schalke 04	224.5
15	↔	0	AS Roma	218.2
16	↓	(2)	AC Milan	214.7
17	↑	1	FC Zenit Saint Petersburg	196.5
18	n/a	new	West Ham United	192.3
19	↑	1	Internazionale	179.2
20	n/a	new	Leicester City	172.1

2014/15 Revenue (€m)

1	↔	0	Real Madrid	577
2	↑	2	FC Barcelona	560.8
3	↓	(1)	Manchester United	519.5
4	↑	1	Paris Saint-Germain	480.8
5	↓	(2)	Bayern Munich	474
6	↔	0	Manchester City	463.5
7	↑	1	Arsenal	435.5
8	↓	(1)	Chelsea	420
9	↔	0	Liverpool	391.8
10	↔	0	Juventus	323.9
11	↔	0	Borussia Dortmund	280.6
12	↑	1	Tottenham Hotspur	257.5
13	↑	1	Schalke 04	219.7
14	↓	(2)	AC Milan	199.1
15	n/a	new	AS Roma	179.1
16	↓	(1)	Atlético de Madrid	176.6
17	↑	2	Newcastle United	169.3
18	n/a	new	FC Zenit Saint Petersburg	167.8
19	↑	1	Everton	165.1
20	↓	(3)	Internazionale	164.8

■ DFML position ■ Change on previous year ■ Number of positions changed

Fuente: Deloitte, Planet Football (2017).

Anexo 3: Balance de Situación del Real Madrid C.F.

ACTIVO	Miles de €	
	30/6/16	30/6/15
ACTIVO NO CORIENTE	705.263	794.274
Inmovilizado intangible deportivo	333.500	365.263
Inmovilizado Intangible no deportivo	10.450	16.961
Inmovilizado material	323.602	319.248
Inversiones inmobiliarias	10.609	12.107
Inversiones financieras a largo plazo	11.192	51.388
Activos por impuesto diferido	15.910	29.307
ACTIVO CORIENTE	339.856	237.416
Existencias	2.579	2.442
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	122.696	119.839
Periodificaciones a corto plazo	3.096	6.269
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	211.485	108.866
TOTAL ACTIVO	1.045.119	1.031.690

PATRIMONIO NETO Y PASIVO		Miles de €
	30/6/16	30/6/15
PATRIMONIO NETO	442.248	412.113
Fondos Propios	437.540	407.260
Fondo Social	378.435	336.417
Reserva de actualización R.D 7/96	8.548	8.548
Reserva de actualización ley 16/2012	20.277	20.277
Resultado del ejercicio	30.280	42.018
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	4.708	4.853
PASIVO NO CORRIENTE	177.386	247.406
Provisiones a largo plazo	36.939	21.240
Deudas a largo plazo	103.898	173.148
Deudas con entidades de crédito	81.689	81.586
Otros pasivos financieros	22.209	91.562
Pasivos por impuesto diferido	14.397	25.888
Periodificaciones a largo plazo	22.152	27.130
PASIVO CORRIENTE	425.485	372.171
Provisiones a corto plazo	1.350	2.680
Deudas a corto plazo	131.513	111.167
Deudas con entidades de crédito	219	34
Otros pasivos financieros	131.294	111.133
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	225.200	189.961
Periodificaciones a corto plazo	67.422	68.363
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	1.045.119	1.031.690

Anexo 4: Inmovilizado Material.

Inmovilizado Material (2015/2016)					Miles de €
	Saldo Inicial	Altas	Bajas	Trasposos	Saldo Final
Coste					
Estadios y Pabellones Deportivos	340.246	66	-720	6.084	345.676
Otros terrenos y Construcciones	22.136	0	-	32	22.168
Instalaciones técnicas	77.912	2.762	-	8.495	89.169
Inmovilizado en curso y anticipos	22.500	15.579	-974	-14.611	22.494
Total Coste	462.794	18.407	-1.694	0	479.507
				-	
Amortización Acumulada					
Estadios y Pabellones Deportivos	-76.586	-5.748	272	-747	-82.809
Otros terrenos y Construcciones	-3.976	-443	0	0	-4.419
Instalaciones técnicas	-51.411	-6.692	0	747	
Total Amortización Acumulada	-131.973	-12.883	272	0	-144.584
Correcciones por Deterioro	-11.573	-499	751	-	-11.321
VALOR NETO CONTABLE TOTAL	319.248	5.025	-671		323.602

Anexo 5: Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANACIAS	Miles de €	
	2015/2016	2014/2015
OPERACIONES CONTINUADAS		
Importe Neto de la cifra de negocios	619.710	574.411
Ingresos de socios y estadios	153.730	151.284
Ingresos de amistosos y competiciones	86.039	51.561
Ingresos de retransmisión	167.577	163.484
Ingresos de marketing	212.364	208.082
Aprovisionamientos		
Consumo de materias primas y otros consumibles	-22.252	-24.930
Otros ingresos de explotación	229	2.370
Gastos de personal deportivo y no deportivo	-306.877	-289.251
Otros gastos de explotación	-127.841	-128.479
Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	755	4.188
Otros gastos de gestión corriente	-128.596	-132.667
Amortización del inmovilizado	-123.574	-139.684
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	193	192
Excesos de provisiones	0	689
Deterioro, resultado por enajenaciones del inmovilizado y otros excepcionales	-280	68.447
Deterioros y pérdidas	-1.913	-10.525
Resultados por enajenaciones y otras	1.633	78.972
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	39.308	63.765
Ingresos financieros		
De valores negociables y otros instrumentos financieros	9.158	3.959
Gastos financieros	-5.123	-11.824
RESULTADO FINANCIERO	4.035	-7.865
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	43.343	55.900
Impuesto sobre beneficios	-13.063	-13.882
RESULTADO DEL EJERCICIO	30.280	42.018

Anexo 6: Presupuesto oficial temporada 2016/2017

PRESUPUESTO DE LA TEMPORADA 2016/2017	PREVISIÓN
	(Miles de €) 2016/2017
Importe Neto de la cifra de negocios	631.305
Ingresos de socios y estadios (incluye imputación de subvenciones)	154.226
Ingresos de amistosos y competiciones	60.780
Ingresos de retransmisión	168.037
Ingresos de marketing (incluye otros ingresos de explotación)	248.262
Gastos de Explotación	-514.198
Consumo de materias primas y otros consumibles	-24.354
Gastos de personal deportivo y no deportivo	-338.320
Otros gastos de explotación (operaciones y provisiones de riesgos)	-151.524
Resultado de Explotación antes de Amortizaciones y Enajenación de inmovilizado	117.107
Ganancias por Enajenación de inmovilizado	43.690
Pérdida por deterioro/baja de inmovilizado	0
Resultado de Explotación antes de Amortizaciones (EBITDA)	160.797
Amortización del inmovilizado	-108.389
Resultado de Explotación	52.408
Ingresos financieros	440
Gastos financieros	-2.685
Resultado Financiero	-2.245
Beneficio Antes de Impuestos	50.163

Anexo 7 : Flujo de Caja Libre esperado en el escenario más probable.

ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA	2014/2015	Miles de € 2015/2016	PREVISIÓN (Miles de €)				
			2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
Importe Neto de la cifra de negocios	576.973	620.132	631.305	662.870	696.014	730.814	767.355
Ingresos de socios y estadios (incluye imputación de subvenciones)	151.476	153.923	154.226	161.937	170.034	178.536	187.463
Ingresos de amistosos y competiciones	51.561	86.039	60.780	63.819	67.010	70.360	73.878
Ingresos de retransmisión	163.484	167.577	168.037	176.439	185.261	194.524	204.250
Ingresos de marketing (incluye otros ingresos de explotación)	210.452	212.593	248.262	260.675	273.709	287.394	301.764
Gastos de Explotación	-442.660	-456.970	-514.198	-529.624	-545.513	-561.878	-578.734
Consumo de materias primas y otros consumibles	-24.930	-22.252	-24.354	-25.085	-25.837	-26.612	-27.411
Gastos de personal deportivo y no deportivo	-289.251	-306.877	-338.320	-348.470	-358.924	-369.691	-380.782
Otros gastos de explotación (operaciones y provisiones de riesgos)	-128.479	-127.841	-151.524	-156.070	-160.752	-165.574	-170.542
Resultado de Explotación antes de Amortizaciones y Enajenación de Inmovilizado	134.313	163.162	117.107	133.246	150.501	168.936	188.621
Ganancias por Enajenación de Inmovilizado	78.972	1.633	43.690	41.432	41.432	41.432	41.432
Pérdida por deterioro/baja de Inmovilizado	-10.525	-1.913	-6.219	-6.219	-6.219	-6.219	-6.219
Resultado de Explotación antes de Amortizaciones (EBITDA)	202.760	162.882	154.578	168.459	185.714	204.149	223.833
Amortización del Inmovilizado	-139.684	-123.574	-108.389	-108.389	-108.389	-108.389	-108.389
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII)	63.076	39.308	46.189	60.070	77.325	95.760	115.444
Tasa impositiva (25%) sobre BAII	-15.769	-9.827	-11.547	-15.017	-19.331	-23.940	-28.861
Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)	47.307	29.481	34.642	45.052	57.994	71.820	86.583
Amortización del Inmovilizado	139.684	123.574	108.389	108.389	108.389	108.389	108.389
Flujo de Caja Operativo	186.991	153.055	143.031	153.441	166.383	180.209	194.972
Inversiones en CAPEX			-138.389	-138.389	-138.389	-138.389	-138.389
Inversiones/desinversiones en NOF			-4.812	-4.812	-5.053	-5.305	-5.571
FLUJO DE CAJA LIBRE	186.991	153.055	4.642	10.240	22.941	36.515	51.013

Anexo 8: Flujo de Caja Libre esperado en el escenario pesimista.

ESTIMACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA	2014/2015	Miles de €	PREVISIÓN (Miles de €)				
			2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021
Importe Neto de la cifra de negocios	576.973	620.132	631.305	631.648	632.788	634.747	637.546
Ingresos de socios y estadíos (incluye imputación de subvenciones)	151.476	153.923	154.226	161.937	170.034	178.536	187.463
Ingresos de amistosos y competiciones	51.561	86.039	60.780	63.819	67.010	70.360	73.878
Ingresos de retransmisión	163.484	167.577	168.037	163.836	159.740	155.747	151.853
Ingresos de marketing (incluye otros ingresos de explotación)	210.452	212.593	248.262	242.055	236.004	230.104	224.351
Gastos de Explotación	-442.660	-456.970	-514.198	-509.056	-503.965	-498.926	-493.937
Consumo de materias primas y otros consumibles	-24.930	-22.252	-24.354	-24.110	-23.869	-23.631	-23.394
Gastos de personal deportivo y no deportivo	-289.251	-306.877	-338.320	-334.937	-331.587	-328.272	-324.989
Otros gastos de explotación (operaciones y provisiones de riesgos)	-128.479	-127.841	-151.524	-150.009	-148.509	-147.024	-145.553
Resultado de Explotación antes de Amortizaciones y Enajenación de inmovilizado	134.313	163.162	117.107	122.592	128.823	135.821	143.609
Ganancias por Enajenación de inmovilizado	78.972	1.633	43.690	41.432	41.432	41.432	41.432
Pérdida por deterioro/baja de inmovilizado	-10.525	-1.913	-6.219	-6.219	-6.219	-6.219	-6.219
Resultado de Explotación antes de Amortizaciones (EBITDA)	202.760	162.882	154.578	157.804	164.036	171.034	178.822
Amortización del inmovilizado	-139.684	-123.574	-108.389	-108.389	-108.389	-108.389	-108.389
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII)	63.076	39.308	46.189	49.415	55.647	62.645	70.433
Tasa impositiva (25%) sobre BAII	-15.769	-9.827	-11.547	-12.354	-13.912	-15.661	-17.608
Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)	47.307	29.481	34.642	37.062	41.735	46.984	52.824
Amortización del inmovilizado	139.684	123.574	108.389	108.389	108.389	108.389	108.389
Flujo de Caja Operativo	186.991	153.055	143.031	145.451	150.124	155.373	161.213
Inversiones en CAPEX			-138.389	-138.389	-138.389	-138.389	-138.389
Inversiones/desinversiones en NOF			-4.812	-4.812	-5.053	-5.305	-5.571
FLUJO DE CAJA LIBRE	186.991	153.055	4.642	2.250	6.682	11.678	17.254

