



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**VALORACIÓN DEL REAL MADRID
C.F. PARA SU POSIBLE SALIDA A
BOLSA**

Autor: Pedro Gila Martínez-Conde
Director: Esther Vaquero Lafuente

Madrid
Abril 2014

Pedro
Gila
Martínez-Conde

VALORACIÓN DEL REAL MADRID C.F. PARA SU POSIBLE SALIDA A BOLSA



ÍNDICE

ÍNDICE	5
ÍNDICE DE TABLAS	6
1.-INTRODUCCIÓN	8
2.-MODELOS DE VALORACIÓN	8
3.-VALORACIÓN.....	9
3.1.-Proyecciones.....	9
3.2.-Valoración	24
3.3.-Comentarios a la valoración.....	29
4.-VALORACIONES ALTERNATIVAS.....	29
4.1.-Fair Play financiero	30
4.2.-Cambio en el reparto de los derechos de televisión	33
4.3.-Conclusiones	35
5.-CONCLUSIONES.....	35
BIBLIOGRAFÍA	37
ANEXOS	

ÍNDICE DE TABLAS

<u>Tabla I.</u> Inmovilizaciones Inmateriales deportivas.....	11
<u>Tabla II.</u> Deudores por traspaso de jugadores a largo plazo.....	12
<u>Tabla III:</u> Periodificaciones a largo plazo.....	16
<u>Tabla IV:</u> Deudas con entidades de crédito.....	17
<u>Tabla V:</u> Variación estimada en los Ingresos del Estadio.....	19
<u>Tabla VI:</u> Impuestos del Real Madrid.....	22
<u>Tabla VII:</u> NOF estimado.....	24
<u>Tabla VIII:</u> Capex estimado.....	25
<u>Tabla IX:</u> Flujos de caja Proyectados.....	25
<u>Tabla X:</u> resultado de la valoración del Real Madrid CF.....	29
<u>Tabla XI:</u> Comparación entre gastos limitados y normales.....	32
<u>Tabla XII:</u> Efecto de la reducción de ingresos de retransmisión sobre los ingresos totales	34

RESUMEN

En este trabajo se va a valorar el Real Madrid C.F. Es uno de los equipos más grandes del mundo y uno de los más valiosos. Pero dado que no cotiza en bolsa su valor no es tan cierto como el de otros equipos o empresas que si lo hacen. Este trabajo busca obtener ese valor. Se analizan con detalle sus partidas y sobre todo la cuenta de Pérdidas y Ganancias. Tras la valoración inicial se plantean supuestos diversos para ver cómo afectan a la valoración.

Palabras clave: Real Madrid C.F. valoración, equipo de fútbol, deporte

ABSTRACT

The aim of this work is to value the Real Madrid C.F. it is one of the most important sports team of the world and one of the most valuable. But because it is not listed, its value is not as certain as other teams and companies that are listed. This work tries to obtain that value. Its Financial Statements are analysed carefully, especially the Profit & Loss account. After the valuation, some hypotheses are changed to see how that change affect to the valuation.

Keywords: Real Madrid C.F., valuation, football team, sports

1.-INTRODUCCIÓN

En el verano de 2012 el Manchester United salió a bolsa, siendo la primera entidad deportiva del mundo que cotizaba en el New York Stock Exchange. Los buenos números que obtuvo llevaron a mucha gente a plantearse qué ocurriría si otros equipos de igual magnitud saliesen a bolsa y poder así comparar sus valores. En este trabajo se va a valorar el Real Madrid C.F. como si ese hecho fuese realmente a ocurrir.

La realidad es que el Real Madrid no es una sociedad anónima por lo que realmente este hecho no podría ocurrir. Por eso el supuesto de partida es que sí que se trata de una sociedad anónima. En el fondo lo que se busca es dar respuesta a la pregunta de cuánto vale y analizar qué aspectos afectan más a su valoración.

Por último se van a plantear dos supuestos que afecten a la valoración para ver cómo afectan a la misma. Se van a basar en sucesos reales aunque luego se modifiquen para lograr una mejor percepción de la nueva valoración.

Por último se van a sacar conclusiones y se van a comentar. Tratarán sobre los aspectos más relevantes de los resultados obtenidos en la valoración.

2.-MODELOS DE VALORACIÓN

Existen muchas formas de valorar una empresa, a pesar de que unas se usen más que otras. Cada una se fija en un aspecto concreto y tienen en cuenta diversos factores. Aquí se van a considerar solo métodos de valoración con una base financiera. De esta forma se dejan fuera todos los métodos contables como el método de valor teórico contable (valor de los recursos propios reflejado en el balance), el valor contable ajustado (valor de mercado de los elementos del balance) o el valor de liquidación (el valor de una empresa en liquidación). Descartados estos, hay que observar otros métodos que tengan una base más financiera.

El primer modelo que se puede encontrar es el de descuento de dividendos. Este no sirve en nuestro caso porque, al no ser una sociedad anónima no reparte dividendos. Se va a suponer que sí lo es, pero resultaría imposible estimar dividendos para hacer esta valoración.

El segundo modelo es de descuento de flujos de caja. Este modelo se basa en las proyecciones futuras de los flujos de caja. En parte el modelo de descuento de dividendos es una parte de este modelo. Se ha decidido separarlos porque en este

modelo se considera que entran los flujos de caja en su definición más pura (Flujo de Caja Libre, Flujo de Caja de los Accionistas,...). En este caso se usaría el Flujo de Caja Libre. Dadas las características del Real Madrid este parece el método más apropiado. Además, Pablo Fernández (1999) dice que este es el método más adecuado para hacerlo. Además, como se explicará más adelante, el Real Madrid tiene un proyecto para aumentar sus ingresos que solo se puede recoger siguiendo este modelo. Recogerlos es relevante por la magnitud del proyecto. Pero como ya se ha dicho, esto se analizará con más detenimiento a lo largo del trabajo.

Por último tenemos el método los múltiplos. Este se basa en el uso de múltiplos de empresas comparables. Aquí surgirían dos problemas. El primero, determinar qué es una empresa comparable. Ya Damodaran (1996) planteó la relatividad de este concepto. El segundo, es que apenas hay empresas comparables. Durante el trabajo se a hacer referencia a empresas (en este caso equipos) comparables y apenas hay.

Por lo tanto, el método empleado para la valoración en este trabajo es el de Descuento de Flujos Caja.

3.-VALORACIÓN

En este capítulo se aborda la valoración del Real Madrid C.F. Se parte de las memorias anuales que elabora el Real Madrid en las que explica el transcurso de la temporada. Este apartado se divide en tres partes: proyecciones, valoración y conclusiones a la valoración realizada.

3.1.-Proyecciones

Una vez estudiadas la memorias económicas que el Real Madrid le facilita a sus socios, el siguiente paso fue pasar los Balances y las cuentas de Resultados a Excel¹ con el fin de empezar con la valoración. La primera cosa que hay que señalar sobre estos es que están cerrados a 30 de junio, coincidiendo con la temporada deportiva. Esto se usó como orientación para la proyección del primer año: por ejemplo, se puede saber la actividad en el mercado de fichajes.

A la hora de proyectar las diversas partidas del balance y la cuenta de resultados me encontré varios problemas. El primer problema fue que el Real Madrid da sus datos

¹ El Excel se recoge como anexo

como un todo. Mezcla entre ellas las distintas divisiones deportivas con la actividad extradeportiva. Esto hace muy difícil interpretar la posible tendencia de cada partida. A modo de ejemplo, en la partida del balance Inmovilizaciones Inmateriales Deportivas se recoge el valor de los derechos de adquisición de todos los jugadores y se va amortizando. Del modo en que lo hace el Real Madrid, en esa partida están todos los jugadores de la sección de fútbol (primer equipo y los 14 equipos de la cantera) y todos los de la sección de baloncesto (primer equipo y los 6 de cantera). Si bien es cierto que el primer equipo de fútbol es el que más peso va a tener, son muchos equipos y jugadores. Al haber tantas variables, la estimación se hace mucho más difícil.

Otro problema fue la volatilidad de algunas de las partidas. Estas, aparte de no seguir una tendencia concreta, mostraban variaciones muy grandes entre dos períodos consecutivos. Esto, sumado a las vagas explicaciones que aparecían en las memorias, hacían muy difícil la elaboración de hipótesis válidas sobre las que apoyarse para hacer las proyecciones. Ante este problema decidí hacer las proyecciones a partir de la media de las variaciones de los cuatro últimos años.

Al hacer las proyecciones con la media aritmética, salieron unos datos que resulta relevante comentar. Por un lado, un crecimiento exagerado. En 5 años activo iba a crecer un 229% y el Resultado Antes de Impuestos un 1.639%. Estos resultados tienen su explicación en parte porque, en algunos casos, algunos datos extraordinarios se daban tasas de variación intermedias que desvirtuaban la media. Por otro lado, había tendencias que o no se correspondían con la realidad o la tendencia no era del todo esperable. En el primer caso se recogerían todas las partidas relacionadas con la compra-venta de jugadores. Como se ha mencionado antes, el Real Madrid cierra su ejercicio antes del mercado de fichajes, por lo que todos los movimientos del pasado verano quedaban fuera. En el segundo caso, había partidas con una tendencia a la baja (por ejemplo, las deudas con entidades de crédito) que la actividad y los proyectos del club invitaban a pensar que la tendencia no sería esa. Esto planteaba dudas de si era correcto desde el punto de vista del análisis, ya que suponía cambiar totalmente la tendencia.

A este respecto Damodaran (2000) estudió que generalmente había poca correlación entre las tasas de crecimiento de un año y los posteriores. La conclusión que sacaba es que podían usarse pero no siempre eran la mejor opción. Condicionaba su uso a una serie de variables. Esto solucionaba el problema de usar algunas de las tasas de crecimiento que no eran del todo lógicas o que estaban alteradas por algún resultado

extraordinario. Finalmente se han usado la tasa de variación media para hacer las proyecciones salvo para algunos casos, cuya proyección se detalla más adelante.

Mención aparte merece la proyección de la Cuenta de Resultados. Cuando Damodaran explica la problemática de las tasas de crecimiento, apunta que esta se agrava cuando la tasa de crecimiento es de ingresos (se supone que también de gastos) ya que esta dependerá especialmente del tamaño de la compañía. Conforme va aumentando el tamaño de a compañía más le cuesta a la misma mantener sus tasas de crecimiento. Siguiendo esto, en la proyección de esta Cuenta el uso de las tasas de crecimiento es residual, si bien tuvo un uso orientativo de cara a mantener las tendencias. Además, intenté mantener los niveles de cada línea de resultados.

Hay que señalar que el Real Madrid, por ser una potencia del fútbol y por tener una gran repercusión mediática, vive permanentemente rodeado de rumores y especulaciones en torno a sus movimientos en el mercado de traspasos. Si bien hay algunos con más fundamento que otros, por ser rumores no se han tenido en cuenta al realizar las proyecciones.

A continuación, se explica la proyección de algunas de las partidas del Balance y de la Cuenta de Resultados. Estas tuvieron una proyección más diferente por presentar unas cifras anómalas, por no ajustarse a la realidad (aquí están todas las referentes al traspaso de jugadores) o porque su contenido requería una examen más detallado.

3.1.1-Inmovilizaciones Inmateriales Deportivas:

Como antes se ha dicho, aquí se recoge el valor de los jugadores de todos los equipos de las dos divisiones por su precio de adquisición y se va amortizando. Con la tasa de crecimiento, la proyección iba a quedar así:

Tabla I. Inmovilizaciones Inmateriales deportivas

Inmovilizaciones inmateriales deportivas (en miles de euros)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
	243.484	221.926	202.278	184.368	168.045

Fuente: elaboración propia a partir de la cuentas anuales.

En la tabla se puede ver claramente una tendencia bajista, de forma que dentro de 5 años esta partida se habrá reducido en 100 millones de euros. Si bien esta partida puede tener esta tendencia, no es de esperar que sea tan marcada. Además, en el verano de 2014 el Real Madrid tuvo mucho movimiento en la plantilla del primer equipo de fútbol, movimiento que no se vería reflejado en esta proyección. Debido a la gran

cantidad de fichajes de este año no es de esperar que haya muchos más en los años venideros. Además, la media de edad del equipo es de 24,5 años, por lo que se puede considerar que es una plantilla joven y que es de esperar que dure varios años. Por eso, para ajustar la proyección, se invirtió la tendencia en el primer año (de forma que la cifra ha aumentado) y a partir del segundo seguí aplicando la tasa que había. Esto da una proyección de resultados más esperable. Que la plantilla sea joven no significa que el Real Madrid vaya a paralizar la adquisición y venta de jugadores, pero las entradas se compensarían con las salidas. Además, este verano el Real Madrid ya hizo un esfuerzo financiero muy alto en los diversos fichajes.

3.1.2.-Inmovilizaciones materiales

Se va a seguir con la tendencia que aparece en los balances de los años anteriores. Pero en el quinto año se van a añadir 150 millones por unas obras en el Estadio Santiago Bernabéu que se explicarán con detalle más adelante.

3.1.3.-Inversiones inmobiliarias

En 2012 hubo gran aumento en esta partida, lo que distorsionó la tasa de variación. Aplicando esta tasa la cifra de esta partida en el último año proyectado poco tenía que ver con los datos que presentaba el Real Madrid en los años anteriores. Por este motivo la proyección se hizo en base a la media de las tasas de variación de los dos años que no tenían resultados extraordinarios (2011 y 2013).

3.1.4.-Deudores por traspaso a largo plazo

Aquí se recogen que los demás equipos tienen con el Real Madrid por comprarles jugadores. Como en los demás casos, las cifras recogen los datos tanto de las secciones de fútbol como de baloncesto. La tasa de crecimiento que salía era de -34%. De esta forma, las proyecciones quedaban así:

Tabla II. Deudores por traspaso de jugadores a largo plazo

Deudores por traspaso de jugadores a largo plazo en miles de euros)	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
	5.706	3.739	2.450	1.605	1.052

Fuente: elaboración propia a partir de la cuentas anuales.

Tradicionalmente el Real Madrid es un club comprador, de forma que la venta de jugadores tiene muy poca relevancia. Los jugadores que salían lo hacían gratis o por

muy poco dinero. Prueba de ello es que en 2013 solo le debían 8 millones por la venta de jugadores. Pero en el último período de traspasos veraniego el Real Madrid vendió bastantes jugadores del primer equipo, algunos de ellos por mucho dinero (un jugador se vendió por 50 millones de euros y otro por 37 millones). Con esos datos, apoyarse en la tendencia no tiene sentido. Para corregir la proyección, el primer paso fue sumar las cantidades percibidas por las ventas². Como los datos del primer equipo de fútbol son los que más peso han tenido en el último verano (en el equipo de baloncesto apenas hubo modificaciones en la plantilla y tuvieron poca relevancia económica), son los que se han tomado para hacer la corrección en la proyección. Aquí surgió una gran dificultad por la disparidad de cifras del precio de los jugador. Esto viene provocado porque algunos suman la parte variable condicionada al cumplimiento de una serie objetivos y otros no. Siguiendo el principio de prudencia, aquí no se va a incluir esa parte variable.

Luego surge el problema de que el Real Madrid no suele dar datos de las operaciones, de forma que es muy difícil saber si se paga algo en efectivo y a que ritmo se van a pagar los fichajes. La solución para el primer problema fue estimarlo. La hipótesis de partida era que el 25% del fichaje se pagaba en efectivo³. Excepciones a esto fueron los casos en los que el precio de venta de no superaba el millón de euros y los compradores tenían solvencia suficiente como para afrontar el pago⁴. El problema del pago tuvo una solución más directa. Como la tasa de variación que había era muy uniforme (31%, 35% y 36%), hecha la corrección inicial seguí aplicando la tasa media.

3.1.5.-Deudores por traspaso de jugadores a corto plazo

Este caso se trataba de corregir lo relacionado con el caso anterior. Si aumentaba la partida de Deudores a por traspaso de jugadores a largo plazo necesariamente hay que cambiar la de corto plazo. Pero solo está cambiado a partir del segundo año de proyecciones (2015) ya que será en ese momento cuando se empiece a cobrar la deuda surgida en 2014. Para calcular la proyección calculé en qué proporción la deuda a largo plazo pasaba a corto. El resultado mostraba que había años que la deuda a corto plazo are mayor que la deuda a largo del año anterior. La interpretación a esto es que la carga

²Todos los datos de las ventas fueron sacados de la web especializada www.fichajes.com

³ Los fichajes suelen tardar unos 4 o 5 años en pagarse.

⁴ Este es el caso del jugador Alex Fernández, que se vendió al R.C.D. Español por medio millón de euros (Fuente: www.fichajes.com).

del pago a corto plazo es muy grande, sin que necesariamente tenga que pasar por el largo plazo. Además de un año a otro el valor de la partida variaba sin ninguna secuencia lógica aparente. Para hacer una estimación aceptable se dividió lo que quedaba por cobrar entre 5, como si se fuese a cobrar en los siguientes 5 años. Esa quinta parte se sumó a la proyección que había para el 2015.

Cabe preguntarse aquí si hay que seguir con la tendencia que había o si hay que cambiarla. Dado que el escenario ha cambiado, no se puede coger lo que había antes de del verano de 2014 porque la situación no es comparable. Cada año se va a recibir el pago de una quinta parte de la venta, por lo que ese debe ser el punto de partida del cálculo. Los siguientes años se va a dejar la misma tasa. Esto se debe a que, como ya se ha dicho, la situación vivida es excepcional, por lo que no es de esperar que vuelva a repetirse en los próximos años. Habrá más ventas, pero se estima que estas se compensarán con la cifra puesta ya que esta no será totalmente exacta por la incertidumbre en cuanto a las operaciones.

3.1.6.- Efectivo y otros activos líquidos.

Fue la cuenta que se usó para cuadrar los balances. Esto se hizo, entre otros motivos, porque la cuantía de esta cuenta depende de muchas variables (ventas, compras, premios por el logro de títulos,...). Ante la imposibilidad de pronosticar y poner en común los resultados de todas ellas, cualquier proyección podría ser muy inexacta.

3.1.7- Resultado del Ejercicio

Para la proyección de esta partida se han usado los resultados del ejercicio obtenidos en la proyección de la cuenta de Pérdidas y Ganancias.

3.1.8.-Deudas con entidades de crédito.

Esta partida se reduce a un ritmo reducido y llega a unos niveles que se podrían considerar como aceptables. No hay calendario de amortización pero dada la dimensión del Real Madrid y algunos de los proyectos previstos para los próximos años es lógico pensar que el Club no busca reducirla a cero e incluso mantener un nivel mínimo. Por estos motivos se ha mantenido un nivel medio de deuda.

3.1.9- Acreedores a largo plazo por adquisición de jugadores.

La tendencia que mostraba esta partida se estaba reduciendo con el paso de los años, de forma que en los últimos 5 años se redujo en un 57%. Siguiendo el criterio general empleado se aplicaría la media de las tasas de variación. Pero al igual que ocurrió con la venta de jugadores, este verano el Real Madrid ha invertido mucho en jugadores para el primer equipo, teniendo mucho peso sobre las cuentas. Prueba de esto es que en junio de 2013 figuraba en el balance una suma de más de 34,5 millones € y ese verano el Real Madrid compró por 165'5 millones €⁵. En esta ocasión también los precios de compra se sitúan dentro de un rango causado por los impuestos y la parte variable en función del cumplimiento de una serie de objetivos. Tampoco se van a considerar esos añadidos para hacer las proyecciones. Dada la similitud con el caso de las deudas a largo plazo por venta de jugadores, se va a hacer de una forma similar. A la suma de los precios se le va a quitar las cantidades que por su cuantía es lógico pensar que se pagaron en el momento⁶ y se le va a quitar el 25% a cada uno de los fichajes por considerar que esa parte se paga con el fichaje. Eso se le suma a la proyección que había para el 2014 y a partir de ahí se aplica la tendencia que venía de los años anteriores.

Sobre esta cuenta hay que decir puede variar mucho ya que como su contenido depende de la compra de jugadores, las necesidades en este aspecto pueden cambiar. Como antes se ha dicho, la plantilla es una plantilla joven por lo que no es de esperar de haya grandes cambios en este apartado. Pero el Real Madrid, por sus características, hay veces que cuando compra lo hace a precios muy altos por encima del mercado, por lo que la compra de un solo jugador puede hacer que esto cambie. Aun así, esta parece la mejor opción.

3.1.10.- Pasivos por impuesto diferido

Analizando los últimos años se observa que había cierta tendencia a reducir esta cuenta. Pero en el año 2013 se observa un parón en esta tendencia y ese año solo se reduce en un 0,85%. Por eso se va a mantener esa última variación.

3.1.11.-Acreedores a largo plazo por obras estadio y Ciudad Deportiva

Está aprobada una remodelación del Estadio Santiago Bernabéu que costará unos 400 millones. Estos se integrarán más adelante, pero conforme vaya avanzando las obras esta partida aumentará. Está proyectado que las obras comiencen este verano y

⁵ Fuente: www.fichajes.com

⁶ Se dejaron fuera a los fichajes de Carvajal y Casemiro (6,5 mill y 6 mill respectivamente).

terminen en 2017. La forma de integrarlo ha sido dividiendo entre 3 (los tres años de obras) el coste de la remodelación, imputándose cada tercio a cada año comenzando por el 2015⁷. Pero no toda la obra va a ir a largo plazo, se estimó que anualmente va a pagar el 10% del total de la obra (40 millones €), siendo ese el ritmo de amortización de la deuda por las obras. En el 2014 se va a seguir la tendencia que había en la cuenta y, como se explicará más adelante, se consideró que la deuda que había en esta partida se pagó por completo.

3.1.12.-Periodificaciones a largo plazo

En los años anteriores esta partida llegó a ponerse a 0 y luego volvió a crecer. Dado que se puso a 0, la tasa de variación media usada para calcular las proyecciones se desvirtuó. Por este motivo, esa variación se sacó de la media.

Tabla III:Periodificaciones a largo plazo

Periodificaciones a largo plazo (en miles de euros)	2.010	2011	2012	2013	
	1.454	0	40.917	36.550	media t.t.var
		-100,00%	-	-10,67%	-55,34%

Fuente: elaboración propia a partir de la cuentas anuales.

A la vista de la tabla es razonable interpretar que en 2011 el Real Madrid puso a cero esta cuenta pero después esta volvió a tener saldo positivo y la esta reduciendo poco a poco. Esto último se aprecia en aspectos como el valor de la partida en 2010 y la reducción que hace en 2013. Por este motivo para la proyección solo se usó la tasa de variación del 2013.

3.1.13.- Provisiones de riesgo y gastos

Esta partida presentaba unos niveles bastante homogéneos hasta 2013 (el valor de la partida estaba entre 720 y 755 mil €). Ese año el valor de la partida crece más del doble. Este crecimiento hace que la tasa de variación media sea elevada, cuando los datos invitan a pensar que se trata de algo puntual y no de una tendencia. Y como no hay datos sobre la provisión mantuve el nivel de 2013.

3.1.14.- Deudas con entidades de crédito

⁷ Las obras empiezan en 2014 pero una vez que se haya cerrado el ejercicio (30 de junio). Por este motivo se imputa a 2015.

Los datos históricos de esta partida no siguen ningún criterio en concreto y varían mucho de un año a otro:

Tabla IV: Deudas con entidades de crédito

	2.010	2.011	2.012	2.013	
Deudas con entidades de crédito	48.253	6.836	42.562	26.408	media t.t.var
		-85,83%	522,62%	-37,95%	132,94%

Fuente: elaboración propia a partir de la cuentas anuales.

Dada la aleatoriedad de esta partida, no parece lógico usar la tasa de variación media para la proyección. De hacerlo así, en 2015 la Deuda a Corto plazo ascendería a 1.800 millones de €. Esta cifra, a parte de ser exagerada, atendiendo a las proyecciones de la Deuda a largo plazo con Entidades de Crédito ya realizadas y comentadas (apartado 2.1.5), es inviable, ya que el la deuda a corto plazo sería muchísimo mayor que la deuda a largo plazo.

Puesta en relación la deuda a corto plazo a con la deuda a largo plazo se observa que no existe ninguna vinculación que justifique una solución para esta proyección. Por lo tanto, para proyectar esta partida la única vía posible es seguir la partida proyectada ya que esta será la que origine la deuda a corto plazo. Partiendo de esa base, hacer la proyección se va a supuso que anualmente se pagaba un porcentaje constante de la deuda total. Si bien ya se ha dicho que no hay relación entre ambos, esta solución me pareció la más aceptable por ser la más prudente. La tasa aplicada es la última que sale de los datos sacados de los Balances. Concretamente, la cifra de cada año será el 26,21% de la deuda a largo plazo del año anterior.

3.1.15.- Acreedores a corto plazo por cesión de jugadores.

Esta partida del Balance se ha proyectado siguiendo la misma mecánica que la de los Deudores a corto plazo por venta de jugadores. Lo que quedaba por pagar se ha dividido entre 5 (los años que se tardará en pagar el fichaje) y eso se le suma a la partida del 2015. A partir de ahí se sigue con la proyección normal.

3.1.16.-Acreedores a corto plazo por obras en el estadio y en la Ciudad Deportiva

Esta partida había que ajustarla a la de largo plazo. Se ha proyectado siguiendo dos momentos. El primero es el pago de la deuda que había pendiente. El segundo, el

pago de las obras del estadio. Como antes se ha dicho, se paga anualmente el 10% del total de la obra (40 millones anuales).

3.1.17.- Acreedores a corto plazo por compras, servicios y Hacienda por operaciones

En los datos históricos de esta cuanta se puede ver que siempre esta está entre 80 y 90 millones. La tendencia marcaba crecimiento, pero como de esta forma se pasaría lo que parece el límite superior, se ha cogido la media de los años anteriores y se ha usado como proyección.

3.1.18.- Acreedores a corto plazo (remuneraciones pendientes de pago)

Esta cuenta muestra primero un aumento y en 2012 vuelve caer. Como no se sabe cual va a ser la siguiente variación, también se ha usado la media de los valores anteriores como proyección.

3.1.19.- Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

INGRESOS

- Deloitte UK elabora anualmente un estudio denominado *Football Money League* sobre los equipos con mayores ingresos del mundo durante la temporada deportiva. En el 2013 el Real Madrid ocupó la primera plaza⁸. La consecuencia de esto es que sus ingresos seguirán creciendo pero no podrán hacerlo con tasas altas e incluso estas se irán reduciendo poco a poco. Por otro lado está la reforma del Santiago Bernabéu. El proyecto consiste en una remodelación de la fachada, la instalación de una cubierta, el aumento de la capacidad y la construcción de un hotel de lujo en la parte delantera del estadio. Estas dos últimas partes de la obra supondrán una fuente de ingresos para el Real Madrid, especialmente la segunda. A esto hay que añadir que se está planteando la posibilidad de buscar un patrocinador para el estadio y que su nombre aparezca en la fachada. De hacerse finalmente esto, también será una gran entrada de dinero. Pero todo esto será una vez finalicen las obras, que será en 2017. Hasta entonces los ingresos no crecerán en gran medida e incluso puede que se vean perjudicados, ya que durante algunas de las fases de la obra habrá algunas partes del estadio que se cierren de cara a los partidos.

⁸ Para consultar el último informe: <http://www.slideshare.net/deloitteuk/deloitte-football-money-league-2014>. Última consulta el 1 de abril de 2014.

Por todos estos motivos, las proyecciones de los ingresos consistirán en un crecimiento moderado al principio y en 2018, cuando se hayan terminado las obras, tendrán un crecimiento más alto. El problema aquí es cómo será ese crecimiento. De todo el proyecto se saben datos, pero no cifras. Por ejemplo, se sabe que algunas de las habitaciones del hotel darán al campo pero no se sabe cuántas habitaciones tendrá el hotel. Otro aspecto a considerar es la compensación con la pérdida de otros ingresos. Con la reforma de el estadio se va a demoler el Centro Comercial Esquina del Bernabéu, que era propiedad del Real Madrid y como tal suponía una fuente de ingresos que va desaparecer.

- Toda la reforma va a afectar directamente a la los Ingresos por Socios y Estadio. Por lo tanto las demás líneas se moderarán, como se ha dicho, y esta será la que mayor variación sufra. La estimación de los Ingresos del Estadio se hizo conforme a la siguiente tabla:



Tabla V: Variación estimada en los Ingresos del Estadio

Temporada	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Variación	+1,5%	-3%	-2%	-1%	+30%

Fuente: elaboración propia.

- Los Ingresos de Marketing tendrán un aumento algo más elevado que será del 5%.
- Para los Ingresos de Transmisión se va a coger la media de las tasas de variaciones de los dos últimos años.

GASTOS

En lo que respecta a los Gastos de Explotación, en principio no hay nada que los afecte del mismo modo que a los ingresos. Entre los hechos producidos en esta temporada con relevancia para la siguiente nos encontramos el más relevante es el relativo a los sueldos.

- Esta temporada se ha renovado el contrato a varios jugadores, pasando uno de ellos a ser el segundo jugador mejor pagado del mundo. Otros también tienen un sueldo bastante alto. Dado que esto es algo que tendrá repercusión durante los próximos años, hay que ponerlo en los gastos, concretamente en los Gatos de Personal Deportivo y no

Deportivo. En cuanto a la cuantía, esta va a ser aproximada, ya que se van a quedar fuera las primas por objetivos, típicas del mundo deportivo. Además, aquí se incluyeron los gastos por los fichajes (el 25% del que se habló en el punto 2.1.6 y los que se estimó que se pagaron en efectivo). Para hacer la proyección se partió de la cifra de al año anterior. A este se le quitaron los fichajes de ese año y para hallar la cifra de 2014 se le sumaron todos los fichajes de este más un incremento por el aumento de la masa salarial. A la del año siguiente se le quitó parte de los fichajes y se volvió a niveles similares a los de antes de 2014 ya que después de la gran inversión de este no se esperan grandes fichajes. A partir de ahí se fijó un crecimiento en el gasto del 2% anual.

- Los Gastos de Aprovisionamiento se redujeron en el último año tras una desviación de lo que parecía ser la tendencia. Quitando el año en el que el nivel de gasto se alteró (temporada 11/12), la desviación típica de esos años es de 103. Este resultado tan bajo invita a pensar que salvo en casos puntuales el nivel de gasto estará por ahí. Por eso, para calcular esta proyección se ha tomado el valor medio de esos años y se ha mantenido constante durante los siguientes años.
- Los Gastos de Operaciones no siguen una línea fija. Varían de un año otro sin mostrar ningún patrón que indique cómo se comportan. Ante este panorama, decidí usar la tasa de variación media alternado los signos (un año positivo y al siguiente negativo). Con esto pretendía imitar la imprevisibilidad que presenta esta partida y a la vez mantenía en cierta medida la línea que presenta. En el 2018 se metió un ajuste especial. Se incrementaron los gastos un 10% debido a que el funcionamiento del nuevo Bernabéu va a generar nuevos gastos. Se incluyó en esta partida porque no tenía sentido meterlo en otras.
- Para las Provisiones de Insolvencia se siguió con la tasa media de variación de los años anteriores porque al ver las cifras se aprecia que tiene poca influencia en los gastos (en la temporada 2012/2013 supusieron el 0,56% de todos los gastos de explotación).

El Resultado de Explotación antes de Amortizaciones e Impuestos resultante es aceptable porque el año 2014 ve altamente marcado por la gran inversión en jugadores y el aumento en los salarios. El resto gran medida se ajusta a las previsiones hechas. Antes se ha señalado que las obras podrían afectar a los ingresos. Esto realmente no tiene efecto porque el aumento previsto para los Ingresos de Marketing mitiga la caída. Lo que se ve claramente es que, terminadas las obras, el Resultado de Explotación antes de Amortizaciones se disparara. En los datos históricos los gastos representan en torno

al 70% de los ingresos. Las proyecciones no lo respetan y salen ligeramente elevadas, salvo en el 2014 por los motivos ya explicados.

RESULTADOS POR ENAJENACIÓN DE INMOVILIZADO

- En lo que respecta a los ingresos (la enajenación propiamente dicha) hay que recordar que los jugadores se recogen como inmovilizado, y que este año la venta de jugadores tuvo mucho peso en el Real Madrid. Por eso en el 2014 se añaden todas las ventas de jugadores. Para los años siguientes de tomo como referencia el plazo entre 2009 y 2013. En esos años anteriores se puede observar unas cifras similares entre ellas. Solo hay un año que supone una excepción a esto, la temporada 2010/11, en los que la cifra se reduce mucho, para volver al nivel considerado normal al año siguiente. Esta variación hace que la tasa de variación se desvirtúe en exceso. Por lo tanto, para hacer esta proyección al 2014 son las ventas de jugadores realizadas en la temporada 2013/2014 y para las siguientes se ha tomado la media aritmética de los años 2012 y 2013. El motivo de esta decisión es que, como se ha dicho antes, el Real Madrid no se caracteriza por vender jugadores a un alto precio y esos dos últimos años son los más recientes y más adaptados a la coyuntura actual.
- La Pérdida por Deterioro/Baja de Inmovilizado al no seguir ninguna pauta se ha proyectado a través de la media de los dos últimos años, al igual que en el caso anterior.

En el Resultado de Explotación antes de Amortización e Impuestos (EBITDA) se puede observar que en el 2014 las ventas de jugadores compensaron bastante el gran desembolso por las compras a la vez que los Ingresos por Marketing siguen teniendo su reflejo.

AMORTIZACIÓN ORDINARIA

- Para esta proyección se ha usado la tasa de variación media. Las proyecciones resultantes entran dentro de los resultados de los 4 últimos años, por lo que el resultado se podría calificar de aceptable.

RESULTADOS FINANCIEROS

- Tanto los ingresos como los gastos se han fijado a través de la media aritmética de los 4 últimos años. Eso se ha hecho porque los resultados de los últimos años no marcaban una tendencia fija y por la escasa relevancia que tienen dentro de las cuentas en cuanto al crecimiento o no del Club.

RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS

Se puede observar que este año la compra de jugadores ha supuesto una gran carga para los beneficios que se han resentido considerablemente. En los siguientes años crecen y vuelven a niveles normales pero siempre por debajo de los obtenidos en el 2013. Y en el 2018 se ve el efecto de los ingresos que va a generar la reforma del Santiago Bernabéu. Llama la atención el poder financiero que tiene el Real Madrid que puede reducir parte de una de sus líneas de ingresos sin que el beneficio se reduzca en exceso. A este respecto hay que añadir que la venta de entradas solo representa el 23% de los ingresos totales y que la reducción temporal de la capacidad se espera que sea pequeña, al contrario de las obras en otros estadios como el caso de San Mamés (Bilbao) en el durante toda la temporada uno de los fondos va estar inutilizable debido a que todavía está en fase de construcción.

En lo que respecta a los impuestos, en los datos tomados de las memorias anuales que el Real Madrid da a sus socios no hay mención sobre los impuestos. Los datos que dan para en los resultados antes de impuestos, sin dar información sobre los tipos que aplican o los intereses que pagan. La única posibilidad que obtener información sobre esto es con el Resultado del Ejercicio que aparece en el Balance. Usando este dato, se calculó el tipo impositivo (que sería el tipo impositivo efectivo) y lo que pagaba de impuestos anualmente el Real Madrid:

Tabla VI: Impuestos del Real Madrid (en miles de euros)

Temporada	09/10	10/11	11/12	12/13
Resultado antes de Impuestos	30.989	46.845	32.268	47.697
Tipo Impositivo	22,78%	32,71%	25,11%	22,75%
Impuestos	-7.058	-15.322	-8.102	-10.850
Beneficio Neto	23.931	31.523	24.166	36.847

Fuente: elaboración propia a partir de la cuentas anuales.

Como se puede ver en la Tabla 6, el tipo impositivo que paga el Real Madrid varía de año en año. Fiscalmente esto puede tener distintas explicaciones. En primer lugar, el Real Madrid presenta sus cuentas como consolidadas, por lo que es posible que cada tipo impositivo sea consolidado. Para entender esto hay que tener presente que una de las divisiones es la Fundación Real Madrid, dedicada al fomento de los valores socio-deportivos. Una de las principales actividades es la creación de escuelas de fútbol en países menos desfavorecidos. Como tal, tendría un tipo impositivo distinto. Otro motivo es que el Real Madrid no es una sociedad anónima, por lo que tiene distinto

tratamiento fiscal⁹. Por último, hay que tener en cuenta la presencia de socios externos, que se quitarían antes de aplicar los impuestos. En cualquier caso, los datos de los beneficios están sacados de los Balances.

Para solucionar este problema hay que partir de la suposición inicial del trabajo de que el Real Madrid estaba pensando en convertirse en una sociedad anónima deportiva. Por lo tanto, en las proyecciones se ha aplicado un tipo del 35%, el de una sociedad normal.

3.1.20.- Otras aclaraciones

Terminadas las valoraciones resulta pertinente hacer unas aclaraciones o comentarios acerca de las proyecciones.

Hace algunos meses la Comisión Europea anunció que iba a investigar a algunos equipos españoles por unas ayudas estatales consideradas ilegales. Uno de esos equipos es el Real Madrid. La infracción que se le imputa al Real Madrid consiste en que, aprovechando la potestad que le daba la Ley del Deporte de 1990, mantuvo la forma societaria de Club. Por no tener la forma societaria de sociedad anónima la tributación es distinta a la de los demás equipos. La Comisión Europea entiende que esta diferencia podría beneficiar al Real Madrid, lo que supondría una ventaja frente a los demás equipos, tanto españoles como europeos, a la hora de competir. A pesar de ser considerada una ayuda estatal que va contra la competencia¹⁰ (art 107 Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea), el art. 14 del Reglamento 659/1999 del Consejo, de confirmarse la existencia de la ayuda, esta podrá ser recuperada de su beneficiario. Es decir, que la multa la pagaría el Real Madrid. Siendo esto así, cabría la posibilidad de ponerlo en provisiones de gastos. Esto no se hizo porque la cuantía de la ayuda se desconoce. Y será el cálculo de la misma la que determine si realmente hay multa o no.

Lo mismo ocurre con otra investigación por una permuta de terrenos con el Ayuntamiento de Madrid. La Comisión Europea sospecha que el Real Madrid puede haber recibido una ayuda por parte del Ayuntamiento al hacer una permuta de terrenos muy favorable al Real Madrid. Estas condiciones favorables se basan en que el Ayuntamiento cedió unos terrenos al Real Madrid en Las Tablas, terrenos que años después el Real Madrid cambió al Ayuntamiento por otros a un precio muy superior al

⁹ Sobre esto se hablará un poco más adelante.

¹⁰ Para más información consultar la página web: [eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0307\(10\)&qid=1396120855301&from=ES](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0307(10)&qid=1396120855301&from=ES). Última consulta el 1 de abril de 2014.

de la operación inicial¹¹. Al igual que en el caso anterior, no recoge en las provisiones porque el contenido de la multa será el que marque si realmente hay ayuda.

Ambos procesos están ahora en fase de investigación, por lo que es pronto para hacer valoraciones sobre si realmente habrá sanción o no.

3.2.-Valoración

Terminadas las proyecciones, toca hacer la valoración. Como antes se ha dicho, se va a usar el método de Descuentos de Flujos de Caja.

El primer paso es hacer los flujos de caja libre (FCF). Este representa lo que genera el negocio habitual de la empresa. Este se calcula de la siguiente forma:

$$FCL=BAIT(1-t)+Amortizaciones-\Delta NOF-CAPEX$$

El NOF son las necesidades operativas de financiación. Es el líquido que necesita la empresa para afrontar su actividad del día a día. Para el cálculo de este concepto se ha incluido solo lo que es propio de la actividad del Real Madrid. Y como tal actividad es la práctica deportiva de fútbol y de baloncesto a nivel profesional, solo se han considerado las partidas relacionadas con la transferencia de jugadores. Por lo tanto, se han dejado fuera todas las partidas relacionadas con el marketing y la gestión de la imagen y de la marca del Real Madrid. Dada la magnitud que hoy en día tienen equipos como el Real Madrid se podría discutir si realmente se puede dejar fuera del concepto de operativo lo relacionado con el marketing. Pero esto solo ocurre en los equipos de gran magnitud y relevancia, de forma que otros equipos más pequeños no se ven tan influenciado. Y como el objetivo de este trabajo es la valoración de un club de fútbol en general, empleando al Real Madrid como medio, de momento se va dejar fuera¹². De esta forma el NOF de cada año y las variaciones quedan así:

Tabla VII: NOF estimado (en miles de euros)

	2013	2014	2015	2016	2017
NOF	-21.732	-14.258	-14.133	-3.237	5.324
Δ NOF		7.474	125	10.895	8.561

Fuente: elaboración propia

¹¹ Para más información consultar la página web: [eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0307\(09\)&qid=1396120855301&from=ES](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014XC0307(09)&qid=1396120855301&from=ES). Última consulta el 1 de abril de 2014.

¹² En el apartado 3 se volverá sobre este tema

La variación de NOF negativa significa una salida de caja, por lo que en la operación se restaría. En este caso no ocurre, por lo que todo son entradas de caja. Lo que esto quiere decir es que el club cada día necesita menos dinero para mantener su día a día. Esto entra dentro de la normalidad porque el Real Madrid es un club comprador. De hecho, se puede apreciar que el NOF cada vez es mayor.

El Capex es la inversión en Activo Fijo. En este caso va estar exclusivamente compuesto por las obras del estadio ya que es una operación de tal magnitud que se hace impensable que el Real Madrid haga otras inversiones mientras dura esta, e incluso en un tiempo después. Además, renovado el estadio, no va ha hacer falta invertir más en él en el corto plazo. Algo parecido ocurre con las instalaciones de la Ciudad Real Madrid, en donde la residencia de jugadores se inauguró el año pasado. Solo cabría invertir en reparaciones, pero dada la novedad y que las obras son ahora, de darse estas su cuantía sería casi irrelevante comparada con las obras. El coste estimado de las obras es de 400 mill €. La forma de aplicarlo va a ser dividirlo en partes iguales durante los 3 años que van a durar las obras. De esta forma, el reparto va a quedar así:

Tabla VIII: Capex estimado (en miles de euros)

Año	2013	2014	2015	2016	2017
Capex	0	133.334	133.333	133.333	0

Fuente: elaboración propia

En lo que respecta a la división de Baloncesto, todos los equipos entrenan y juegan en instalaciones alquiladas, por lo que no habrá inversiones de este tipo. Finalmente, no hay datos suficientes para incluir aquí las inversiones en Inmovilizado que realiza el Club a través de la Fundación Real Madrid.

Tras esto ya se pueden calcular los Flujos de Caja.

Tabla IX: Flujos de caja Proyectados (en miles de euros)

Año	2014	2015	2016	2017	2018
Flujo de Caja	611.297	432.037	431.142	445.534	653.667

Fuente: elaboración propia

Se puede afirmar que los FCF son circunstanciales para la realidad del Real Madrid. Por un lado, la gran inversión en jugadores pesa mucho en el 2014, aspecto del

que ya se ha hecho mención. Por otro, la influencia de las obras del Estadio Santiago Bernabéu es mucho mayor de la inicialmente estimada, marcando en gran medida el resultado de la valoración. Finalmente se ve, una vez más, el efecto que tendrá el final de las obras.

El siguiente paso sería calcular el Valor Terminal. Este incluye el crecimiento a perpetuidad y se calcula a partir del último año proyectado (en este caso, el 2018). Por este motivo, en las proyecciones se ha buscado que el valor incluyese la normalización de la partida, es decir, una proyección estabilizada que reflejase el valor al que esa partida iba a tender en el futuro. Esto tiene una gran relevancia ya que un valor anormalmente alto en la última proyección va a modificar el crecimiento a perpetuidad. Dicho esto, el cálculo del Valor Terminal se hizo a través de la fórmula:

$$VT = \frac{FCFn(1 + g)}{WACC - g}$$

en donde FCFn representa el último flujo de caja proyectado, g es la tasa de crecimiento constante y WACC el coste de capital.

La tasa de crecimiento constante g es la que recoge ese crecimiento a perpetuidad del que antes se hacía mención. Procede del Modelo de Gordon-Shapiro, que parte de los dividendos. La mayoría de las fórmulas de la g necesitan para su cálculo la cifra de dividendos, dato de que no se dispone porque el Real Madrid no reparte dividendos. Para su cálculo se ha empleado la siguiente fórmula¹³:

$$g = \left(\frac{(\Delta AF + \Delta FM)}{Ebit(1 - t)} \right) \times ROA$$

Esta fórmula se ha aplicado a todos los años proyectados pero solo ha tomado como g el del último. Esto se debe a que será ese año cuando empiece a funcionar la g. No tendría sentido calcularla ahora porque ya tenemos las proyecciones. Y tampoco tendría sentido usar la media de los próximos años porque se distorsionaría, más teniendo en cuenta los años de reforma que vienen. Por eso la g empleada es la

¹³ Fórmula extraída de ocw.uc3m.es/2Feconomia-financiera-y-contabilidad/2F analisis-contable/2F material-de-clase-1/2FTema_10.ppt/2Fat_download/2Ffile&ei=Yz89U_XIaO40QWK0IDAaw&usg=AFQjCNF86qc5HMbHvJ7Hx8VTm52OQ6DiCg&bvm=bv.63934634,d.bGQ. Última consulta el 1 de abril de 2014)

calculada con el escenario previsto para 2018. La g que resultado es 0,23. Esta es coherente con lo dicho antes: que dado el tamaño del Real Madrid le va a costar mucho crecer. Además, parece difícil que el Club pueda seguir superando sus números.

El siguiente paso fue calcular el WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Es lo que le cuesta financiarse a la empresa (en este caso al Club). Se calcula con la siguiente fórmula:

$$WACC = Kd(1 - t) \times \left(\frac{D}{D + E} \right) + \left(Ke \times \left(\frac{E}{E + D} \right) \right)$$

El Kd es el coste de la deuda. La forma más sencilla de calcularlo es a través de los bonos. Pero como el Real Madrid no tiene, hubo que acudir a una empresa comparable que sí que los tuviese. La empresa más similar que se encontró fue el Manchester United inglés. El dato más reciente que se encontró al respecto fue noticia de Forbes¹⁴ que decía que el club inglés estaba recomprando bonos que había emitido al 8,75% en libras y al 8,375% en dólares. Se tomó un medio y se estimó el Kd al 8,5%.

El Ke es lo que le cuesta financiarse al Club con sus recursos propios. Se calcula con la fórmula

$$Ke = Rf + (\beta \times (Rm - Rf))$$

El activo libre de riesgo (Rf) que se tomó fue el del bono español a 10 años¹⁵. La prima de riesgo del mercado ($Rm - Rf$) fue la calculada a 1 de enero de 2014¹⁶ por el Profesor Ashwath Damodaran y publicada en su página web. Sobre la β , también hubo que recurrir a empresas comparables. Concretamente se buscaron otros clubes importantes de Europa que cotizasen en bolsa. Además del Manchester United, hay clubes conocidos que lo hacen como el Arsenal, el Tottenham Hotspurs, la Juventus de Turín, la AS Roma, el Borussia Dortmund, el Oporto o el Galatasaray. De hecho, hay un índice bursátil compuesto por 23 equipos de fútbol, el *STOXX Europe Football*¹⁷. El problema aquí fue que en las que realmente eran comparables, no había datos sobre la β . Y para los que sí había datos, no eran comparables. Del que sí había β era del equipo

¹⁴ Para más información: www.forbes.com/sites/spleverage/2013/05/24/manchester-united-to-redeem-bonds-via-new-loan-facility/. Última consulta el 1 de abril de 2014

¹⁵ A fecha de 31/3/2014 era del 3,23%.

¹⁶ Obtenida de pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Última consulta el 1 de abril de 2014

¹⁷ Para más información: www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=FCTP. Última consulta el 1 de abril de 2014

más similar al Real Madrid, el Manchester United. Se cogió su β^{18} , se desapalancó¹⁹ con datos sacados de sus Cuentas Anuales²⁰ y se volvió a apalancar con los datos del Real Madrid.

La Deuda (D) es todo el pasivo, tanto corriente como no corriente. El *Equity* (E) se calculó también anualmente. Cada valor de E es la cifra del año anterior aumentada en el K_e de su año más el Flujo de Caja del Accionista (ECF) de ese año. Es decir:

$$E_n = E_{n-1} \times (1 + t) + ECF_n$$

El *Equity* de 2013 es el que estamos tratando de calcular. El sistema para hacerlo es a través de un proceso iterativo.

Con estos datos disponibles ya se podía calcular el WACC. Como depende del ratio de deuda y este varía de año a año, el cálculo del WACC fue anual. De esta forma, cada año tenía su WACC. Como los Flujos de Caja hay que descontarlos al WACC, cada flujo de caja se ha descontado por el WACC de su año. Cabría pensar que cada flujo hay que descontarlo al WACC de su año y el de los anteriores, pero esa opción se ha descartado porque cada valor del *Equity* que da lugar al WACC de su año depende del ratio de deuda que haya en su año y hacerlo de otro modo sería mezclarlos.

Calculados los WACC ya se puede calcular el Valor Terminal. Este se descuenta a parte, con independencia del último Flujo de Caja. En este caso sí que hay que descontarlo a todos los WACCs porque no está calculado en base al ratio de deuda anual. Descontados todos los flujos, se suman. El siguiente paso es restarles la deuda financiera y los socios externos. Restarle los socios externos es porque lo que estamos buscando es lo que va para los accionistas. Otra forma de calcular esto sería a través del Flujo de Caja del Accionista, que parte del Beneficio Neto de forma que ya ha quitado los socios externos. El resultado debería ser el mismo. Lo mismo ocurre si se reconcilia el FEFCF con el FCF. Esto consiste en llegar al FCF partiendo del ECF.

Hecho este paso, ya tenemos la valoración. Esta sale 2.819.034.000€.

¹⁸ Beta extraída de la web: www.nasdaq.com/symbol/manu. Última consulta el 1 de abril de 2014

¹⁹ Para desaplanar la beta se usaron tipos impositivos de Inglaterra. Información obtenida de www.hmrc.gov.uk/rates/corp.htm. Última consulta el 1 de abril de 2014

²⁰ Cuentas obtenidas de: ir.manutd.com/phoenix.zhtml?c=133303&p=irol-reportsAnnual. Última consulta el 1 de abril de 2014.

Tabla X: resultado de la valoración del Real Madrid CF (en miles de euros)

Suma FC descontados	185.045
VT descontado	2.749.815
Deuda	(115.526)
Socios Externos	(300)
<i>Equity Value</i>	2.819.034

Fuente: elaboración propia

3.3.-Comentarios a la valoración

Como era de esperar sale un valor alto, aunque quizá algo más alto de lo esperable. De hecho, algunos medios especializados han hecho esta valoración y lo ponen más bajo²¹. Un posible motivo de esta diferencia es la diferencia en cuanto posesión de información y, sobre todo, a su tratamiento, ya que las percepciones de los analistas no son siempre las mismas. Por otro lado, se puede decir que esta valoración es tardía, ya que ha pasado más de medio año desde que se publicaron los resultados de la temporada pasada y uno de los años proyectados no requería tanta proyección porque se sabía muchas cosas que habían pasado.

Aún así, este resultado demuestra bastante bien que no es descabellado pensar que en una posible salida a bolsa el Real Madrid superaría los números del Manchester United cuando salió a bolsa. De hacerlo, el aumento de capital que tendría el Real Madrid le permitiría sanearse mucho, pudiendo incluso llegar a pagar la deuda con sus bancos y gran parte de las de la obra. Una empresa vale lo que va a generar y viendo su valor no hay duda de que el Real Madrid va a generar mucho en los próximos años. Cuestión distinta y totalmente ajena a este estudio es cómo se comportaría su cotización en bolsa.

4.-VALORACIONES ALTERNATIVAS

En este apartado lo que va a tratar es el cambio de escenarios. Se van a hacer nuevas valoraciones que partan de la ya realizada pero que tengan un elemento distinto que haga cambiar algunas de la bases o de las hipótesis. Algunas de estas cosas son

²¹ Forbes elabora una lista anualmente con los equipos deportivos más valiosos. En la del año pasado y aún vigente el Real Madrid ocupa el primer lugar con un valor de 2.400 millones de €.(Fuente: www.forbes.com/sites/kurtbadenhausen/2013/07/15/real-madrid-tops-the-worlds-most-valuable-sports-teams/. Última consulta el 1 de abril de 2014)

cosas ciertas y que van a ocurrir. Otras son solo posibilidades. En cambio hay un tercer grupo compuesto por valoración con puro interés didáctico o de simple curiosidad científica.

Uno de los objetivos de esto es ver qué es lo que más afecta a la valoración de un club de fútbol. Ciertamente es que algunos de estos cambios en la realidad llevarían a un cambio mayor que el que se va a hacer sobre el papel. Esto se debe, entre otros motivos, a la falta de información. Por ejemplo, se va a limitar el gasto sin tocar los ingresos. Pero realmente no se sabe si la reducción de gastos va a afectar a los ingresos. Porque igual que podrían reducirse (por ejemplo, una reducción de salarios que lleva a que los jugadores estrella se vayan y se resientan los resultados deportivos y los ingresos por marketing), podrían aumentarse (por ejemplo, que se busque una nueva fuente de ingresos que permita mantener los gastos como están y a la vez se respete el límite). Aquí intentará darse solución a todas esas cuestiones, aunque habrá algunas que se queden sin respuesta.

4.1.-Fair Play financiero

Hace algunos años la UEFA, máximo organismo europeo de fútbol, observó que había un gran número de equipos europeos que tenían pérdidas anualmente. Ante esta situación preocupante y con la intención de garantizar la viabilidad de los equipos de fútbol estableció el sistema conocido denominado *Fair Play* Financiero. Este sistema, desarrollado con el beneplácito de la Comisión Europea, limita los gastos en los que puede incurrir un club europeo, considerándose europeos a todos los que pertenezcan a federaciones adscritas a la UEFA²². La forma de hacerlo es a través de las pérdidas. De esta forma, los equipos de fútbol que superasen un límite de deudas impuesto por la UEFA incurriría en una serie de sanciones en que van desde una simple advertencia hasta la prohibición de jugar competiciones europeas o la pérdida de títulos. De momento ningún equipo ha perdido ningún título, pero sí que se ha sancionado a algunos clubes con la no participación en competiciones europeas, como es el caso del Málaga C.F., por poner el ejemplo de un equipo español.

Para implantarlo ha seguido dos fases. La primera fue obligar a todos los equipos a ponerse al corriente de sus deudas con Hacienda, los jugadores u otros

²² Hay países que no pertenecen al continente europeo pero que en el fútbol administrativamente pertenecen Europa como Israel o Kazajistán.

equipos. Con deudas la UEFA se refiere a las deudas vencidas y no pagadas, dejando abierta la puerta al pago a plazos. Fue de aquí de donde salió la sanción al Málaga C.F. La segunda parte de la implantación consiste en añadir el control anterior las sanciones por pérdidas en el ejercicio que antes se ha mencionado. Esta segunda parte ha estado latente estos años durante los cuales la UEFA ha estado recopilando información y haciendo los cálculos pertinentes para sancionar a los equipos incumplidores. Esta fase va a entrar en funcionamiento real este año. De hecho, la UEFA ya ha anunciado las primeras sanciones de este tipo para abril o mayo de este año²³.

Este sistema se inspira en un sistema creado con anterioridad que lleva años usándose en la Bundesliga alemana. Este sistema consiste en que para participar en algunas de las dos ligas más importantes del país, el Balance de los equipos tiene que pasar un control por parte del organismo rector. Además, el 49% de los equipos pertenece en exclusiva a sus aficionados, de forma que no puedan pertenecer a una persona sola. Este sistema esta en contraposición con la corriente actual por la cual un inversor multimillonario compra un equipo y empieza a gastar mucho dinero en atraer jugadores sin tener preocupación por los gastos. Este sistema impuesto en Alemania está empezando a dar sus frutos a nivel deportivo y a nivel financiero. Prueba de los primeros es que el año pasado la final de la Champions League, la máxima competición europea a nivel de equipos, fue entre dos equipos alemanes. Los frutos a nivel financiero se ven en aspectos como que los clubes están lo suficientemente saneados como para poner las entradas a precios muy bajos en comparación con España (resulta extraño que una entrada en Alemania supere los 20€).

De acuerdo con las bases del sistema del *Fair Play* Financiero, el Real Madrid no tendría ningún problema ya que no incurre en pérdidas y por lo tanto no tiene que reajustar sus cuentas. Pero a modo didáctico se va a hacer una variación del *Fair Play* Financiero. Se va a suponer que se le ha metido parte del sistema alemán y que la limitación de los gastos se va a hacer directamente sobre los mismos. Concretamente, el supuesto va a suponer que los gastos pueden suponer como máximo el 70% de los ingresos. Como se ha explicado antes, el Real Madrid tiende a ese dato, pero no siempre lo respeta. Más aún en escenarios como el previsto en el que los ingresos se van a ver disminuidos por las obras.

²³ Más información en: uefa.com/community/news/newsid=2064391.html. (Última consulta el 1 de abril de 2014) y en bundesligafanatic.com/financial-fair-play-the-implications-for-the-teams-in-the-bundesliga/ (última consulta el 1 de abril de 2014)

Para hacer la nueva valoración el único ajuste que se va a hacer es en la Cuenta de Perdidas y Ganancias es limitarse los gastos al 70 % de los ingresos. El resultado no debería ser significativamente distinto al obtenido en la valoración principal. Esto se debe a que, como se ha dicho antes, el Real Madrid tiende a esa limitación del 70%. Los gastos quedarían así:

Tabla XI: Comparación entre gastos limitados y normales (en miles de euros)

Año	2014	2015	2016	2017	2018
Gastos normales	529.241	415.431	471.121	427.121	429.137
Gastos limitados	375.161	380.588	387.469	395.747	442.625
Variación	-29%	-8%	-17%	-7%	-3%

Fuente: elaboración propia

Con esta variación el Resultado de Explotación aumentará y en consecuencia el Resultados antes de Impuestos. Esto llevara a un aumento de los Flujos de Caja Libres. Y como lo demás permanece constante, el resultado saldrá mayor.

Como era de esperar, es considerablemente mayor que la valoración anterior. De esto se puede deducir que un limitación de los gastos supondría un valor mayor del equipo. Pero como se ha dicho antes, esto en la realidad podría variar. Una reducción de las gastos podría suponer una reducción de los salarios, y esa reducción de salarios podría suponer que las plantillas se resintiesen, afectando así a los ingresos por resultados deportivos e incluso a los ingresos de marketing.

Un ejemplo de lo anterior sería si por motivos salariales el Real Madrid fuese incapaz de retener a Cristiano Ronaldo y este se fuera. Por un lado, Cristiano es uno de los mejores jugadores del mundo y como tal resulta decisivo en muchos partidos, contribuyendo a los buenos resultados del equipo durante la temporada. Por otro lado, es un icono mundial y lo que genera en venta de camisetas y en evento publicitarios como jugador del Real Madrid seguramente sea una cifra altísima. La pérdida de Cristiano supondría un menor gasto, pero el impacto en los ingresos sería enorme. Con los datos de los que se dispone esto sería imposible de calcular en este trabajo porque no sabemos cómo recortaría el Club ni cómo afectaría eso al los ingresos.

Como conclusión se puede decir que una limitación a los gastos no tiene un efecto fijo sobre la valoración. El efecto dependerá del equipo, de cómo tenga estructurados los ingresos y de cómo sea la reacción de la directiva ante esa variación.

Se podría estudiar también cómo afectaría un gran aumento de ingresos provocado, por ejemplo, por la llegada de un nuevo patrocinador. Al igual que en el caso anterior la valoración dependería de varios factores. No sería lo mismo un aumento de los ingresos sin más que un aumento de los ingresos que llevase consigo un aumento de los gastos. En el primer caso la valoración aumentaría en gran medida. En el segundo, el aumento sería más moderado.

La conclusión final a la que se llega en este apartado es doble. Por un lado que Real Madrid de momento no tiene que estar preocupado por incumplir el *Fair Play* Financiero. Por otro, que los efectos de las limitaciones de gastos sobre la valoración son muy relativas y dependerán sobre todo de su estructura de gastos y de cómo reaccione el club a esa medida.

4.2.-Cambio en el reparto de los derechos de televisión

Una gran parte de ingresos de cualquier equipo son los derechos televisivos. A muchos equipos les puede ayudar a salvar la temporada y su influencia es tal que el mero hecho de perder la categoría (bajar de Primera División a Segunda) obliga a muchos equipos a reorganizarse para ajustarse a la nueva situación de ingresos. El ejemplo más llamativo y conocido de esto en los últimos años es el del Villareal. Tras perder la categoría sus propietarios, los hermanos Roig, propietarios también de Mercadona, vendieron también parte de sus acciones de esta última para poder mantener el nivel salarial de la institución y poder recuperar la categoría lo antes posible.

La organización de estos derechos es muy simple. Primero las televisiones pagan una determinada suma y esta se divide en dos porciones: una para Primera División y otra para Segunda. En segundo lugar, dentro de cada división, la suma resultante se divide entre los equipos. El último reparto resultó claramente desigual. El Real Madrid y el F.C. Barcelona iban a recibir cada unos 140 millones € anuales. Los siguientes que más iban a recibir, serían solo 40 millones. Entre el Real Madrid y el grupo de los que menos iban a recibir había una diferencia de 128 millones €. Dada la importancia de los ingresos por televisión, hubo polémica por este reparto y los considerados equipos medios (por tamaño e influencia) llevan bastante tiempo pidiendo un nuevo reparto.

Concretamente quieren un reparto como en Inglaterra, en el cual la diferencia entre el primero y el último es 25 millones de €²⁴.

No es objeto de este trabajo analizar si este reparto es justo o no o si debería mantenerse o no. Lo cierto es que la presión por el cambio existe y podría cambiarse el reparto. Eso sí que interesa a efectos de este trabajo. La siguiente valoración va a consistir en que el reparto se hubiese cambiado la temporada pasada y el nuevo hubiese empezado a aplicarse en esta. Dado que lo que se reclama es el reparto inglés, se va a modificar la valoración de forma que el Real Madrid cobre los mismo que cobran los que más cobran en Inglaterra. En la temporada 2012/2013 el club que más ingresó por televisión en Inglaterra fue el Manchester United y fueron 71,8 millones de €²⁵. Se van a ajustar los Ingresos por Retransmisión del primer año proyectado. Como los demás están calculados a partir de esa cifra, variarán solos. De esta forma, los nuevos ingresos quedarían así:

Tabla XII: efecto de la reducción de ingresos de retransmisión sobre los ingresos totales (en miles de euros)

Año	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos retransmisión	98.168	100.326	102.513	104.748	107.032
Variación en Ingresos Totales	-12,73%	-12,81%	-12,86%	-12,9%	-12,54%

Fuente: elaboración propia

La primera impresión es que esta minoración de ingresos supone una minoración de flujos de caja. Por lo tanto cambiar los derechos televisivos al Real Madrid no le compensaría ya que, a parte de reducir sus ingresos, reduciría su valoración. Y en caso de salir a bolsa, esto se vería reflejado y no sería bueno para el Real Madrid. Aún así, dada la estructura de los ingresos de Real Madrid, una reducción de los ingresos no tendría un resultado tan nefasto como se pudiera pensar a raíz de los datos en los ingresos.

²⁴ Datos obtenidos de wanderersfutbol.wordpress.com/2013/07/15/comparativa-derechos-tv-liga-bbva-premier-league/ (última consulta el 1 de abril de 2014)

²⁵ Información obtenida de: tifosobilanciato.it/en/2013/06/18/diritti-tv-in-europa-ecco-come-i-campionati-big-5-si-dividono-36-miliardi-di-euro/ (última consulta el 1 de abril de 2014)

El cálculo de la nueva valoración muestra, al contrario de lo que se pensaba en un principio, que la reducción de ingresos sí sería grave para el Real Madrid, ya que solo obtendría pérdidas. Esto haría que la valoración se resintiese mucho. Hay que decir que para la valoración no se han ajustado los gastos. Esto se debe a que no se sabe cómo el Real Madrid respondería a esa caída. La valoración se resentirá más si esa caída afecta a los salarios (otra vez el supuesto de la pérdida de un jugador estrella) que si afecta a algún programa de la Fundación Real Madrid.

4.3.-Conclusiones

A pesar de que la casuística es infinita, parece que dada la estructura del Real Madrid la respuesta será única. Se podrían plantear cientos de supuestos en los que se afecte a alguna parte de la valoración, pero la solución seguiría dependiendo de la reacción del Real Madrid. Se puede anticipar si la valoración va a subir o a bajar, pero con la información con la que se dispone no se puede saber si con certeza la modificación real que habría. Por lo tanto, todas las valoraciones serían simplemente orientativas.

Otra conclusión que se puede sacar es que el Real Madrid está en equilibrio. Como tiene unos ingresos altísimos se puede permitir unos gastos también muy altos. Además, como se ha explicado anteriormente, los tiene controlados e incluso limitados. Ese control sobre los números altos es el que le da la fortaleza y hace que su valoración sea tan alta. Evidentemente esto no sería posible sin todos los ingresos que tiene.

5.-CONCLUSIONES

Tras las valoraciones hechas se puede afirmar que, en términos financieros, el Real Madrid tiene un recorrido bastante seguro en su salida a bolsa. Genera bastantes beneficios y los flujos de caja proyectados indican que el montaje empresarial del Real Madrid es lo suficientemente bueno como para salir a bolsa con mucha seguridad y garantías.

Otra conclusión, que además es bastante llamativa, es la poca relevancia que tienen los resultados deportivos en la valoración, al contrario de lo que ocurre con la gestión deportiva. Los fichajes y las ventas tienen mucha influencia y peso en la valoración. En cambio, los ingresos por los logros deportivos tienen poca relevancia en comparación con las otras fuentes de ingresos. Pero esto solo es aplicable a equipos que

tuviesen una estructura de ingresos como las del Real Madrid o el Manchester United. En equipos más pequeños este aspecto adquiriría un peso mayor y tendría mucha relevancia en su cotización.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS

Damodaran, A. 1996. Investment valuation. *John Wiley & Sons, University Edition*, pp. 14 y 126-127.

Fernández, P.1999. Valoración de empresas. *Gestión 2000*, p 50.

PÁGINAS WEB

-Cuentas anuales Real Madrid C.F.:

-2009/2010:

<http://www.slideshare.net/ptimesport/informe-econmico-real-madrid-200910>

(Última visita: 1/4/2014)

-2010/2011:

http://www.via52.com/archivos/docs_futbol52/Informe_Economico_Real_Madrid_2010-2011.pdf

(Última visita: 1/4/2014)

-2011/2012:

<http://es.scribd.com/doc/162809698/Informe-econo%CC%81mico-11-12>

(Última visita: 1/4/2014)

-2012/2013:

http://www.realmadrid.com/StaticFiles/RealMadrid/img/pdf/InformeRm_12_13.pdf

(Última visita: 1/4/2014)

-Página web del Profesor Damodaran

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

(Última visita: 1/4/2014)