



UNIVERSIDAD DE SAN ANDRÉS

Departamento de Economía

TRABAJO DE GRADUACIÓN

LICENCIATURA EN FINANZAS

Valuación Manchester United Plc.

Autores: Bernabé Montenegro Caspe y Alvaro Perassi

Legajos: 29.230 y 29.122

Tutor: Diego Fernández Molero

Buenos Aires, Argentina

Enero 2021

Tabla de contenido

Resumen ejecutivo.....	2
1. Revisión literaria.....	4
2. Modelo de negocios del Manchester United.....	5
2.1. Ingresos comerciales.....	5
2.2 Ingresos por broadcasting.....	7
2.2.1 English Premier League (EPL).....	7
2.2.2 UEFA Champions League.....	8
2.3. Ingresos de matchday.....	9
3. Análisis de la industria.....	10
3.1. Deportes como negocio.....	10
3.2. Fútbol como negocio.....	11
4. Análisis financiero.....	12
4.1. Estados Contables.....	12
4.2. Análisis de rentabilidad.....	13
4.3. Análisis de estructura financiera y deuda.....	15
4.5. Conclusiones del Análisis Financiero.....	16
5. Valuación.....	16
5.1. Valuación por <i>DCF</i>	16
5.1.1. Supuestos.....	17
5.1.2 WACC.....	20
5.1.3. Escenario base.....	22
5.1.4. Escenario optimista.....	27
5.1.5. Escenario COVID.....	28
5.2. Valuación por múltiplos.....	30
6. Conclusiones, limitaciones y posibles extensiones.....	33
7. Anexo.....	34
8. Bibliografía.....	

Resumen ejecutivo

Manchester United FC es uno de los clubes de fútbol más importantes y exitosos del mundo. Durante sus casi 150 años de historia, ha conseguido ganar 66 trofeos y protagonizar una infinidad de competiciones de primer nivel, constituyéndose así en unas de las marcas deportivas más importantes a nivel global. Aunque parezca extraño, este y muchos clubes de fútbol cotizan en diferentes mercados bursátiles. La empresa matriz del club es *Manchester United Public Limited Company*, que está constituida en las Islas Caimán. Esta institución cotiza desde 2012 en NYSE bajo el *ticker* MANU y, al 30 de junio de 2020, poseía una capitalización de mercado de 2,579 mil millones de dólares y un precio por acción de USD 15.39. La única persona o entidad con más del 10% de la propiedad del Manchester United es la familia Glazer, cuyos derechos de voto ascienden a casi un 80%.

El club opera en tres diferentes sectores: el comercial, el relacionado con los derechos de transmisión y el de *matchday*. El sector comercial engloba a los patrocinadores, a la venta minorista de ropa deportiva, a el *merchandising* y a los productos con la licencia del club. Los derechos de transmisión son los que surgen mediante la distribución de los contratos televisivos de las competencias en las que participa. Por último, el sector *matchday* refleja todos los ingresos que se producen como consecuencia de las actividades nacionales y europeas de los partidos del Manchester United.

El objetivo de este trabajo consiste en valorar esta compañía mediante dos métodos para así responder a la pregunta de cuál es el valor del Manchester United Football Club. En primer lugar, emplearemos el modelo de flujos de fondos descontados (*DCF* por sus siglas en inglés), en el cual estimaremos el valor del club en tres posibles escenarios, uno optimista, otro pesimista y un último neutral, dejando a discreción del lector cual escenario tiene mayor probabilidad de ocurrencia. Luego, realizaremos la valoración mediante múltiplos comparables, utilizando otros clubes relevantes que cotizan en diferentes bolsas europeas.

Nuestra motivación se origina en las escasas valuaciones de entidades deportivas disponibles, agregado a la creciente cantidad de adquisiciones de clubes de fútbol desde comienzos de siglo. Además, nos resulta interesante aplicar los métodos tradicionales de valuación de empresas a una industria tan particular como es la del fútbol. Dentro de ella,

cada empresa, en este caso un club, ofrece su producto (un partido de fútbol) a sus consumidores (los fanáticos). Sus activos principales son los contratos que cada equipo posee de sus futbolistas, y sus objetivos principales se dividen entre la maximización de éxitos deportivos y estabilidad financiera a largo plazo. Claramente, estas metas están ligadas entre sí, ya que las victorias se traducen en ingresos mayores. Sin embargo, la estabilidad financiera no siempre asegura éxitos deportivos. Por último, sus competidores (en este caso los demás clubes) tienen la particularidad de también ser sus aliados comerciales, ya que deben esforzarse por ofrecer el mejor producto posible, en este caso un espectáculo deportivo atractivo que conlleve a un ingreso económico mayor.



Universidad de
San Andrés

1. Revisión literaria

La búsqueda de material bibliográfico para este trabajo la dividimos en dos. En primer lugar, están los documentos tradicionales de valuación, tanto para valuación por *DCF* como para valuación por múltiplos, tales como Damodaran (1996) o Brealey et al (2015).

Por otro lado, están los trabajos relacionados con las finanzas deportivas. Existen varias compañías que informan año a año los clubes más valiosos del mundo. Estas estimaciones tienen una aceptación considerable dentro del ambiente, sin embargo, no está disponible la descripción detallada de las metodologías empleadas para llegar a sus resultados finales. En primer lugar, KPMG publica ininterrumpidamente “*Football Clubs Valuation: The European Elite*”, un estudio que provee una indicación del *Enterprise Value* de los 32 clubes más relevantes de Europa. Para la valuación, KPMG utiliza un algoritmo propio que tiene en cuenta cinco variables con sus respectivas ponderaciones. Estas son:

- *Profitability*
- *Popularity*
- *Sporting potential*
- *Broadcasting rights*
- *Stadium ownership*

También aparecen firmas como *Deloitte* y revistas como *Forbes* que, al igual que *KPMG*, tienen métodos propios y confidenciales de valuación, solo dejando ver las variables más importantes de sus modelos.

En el mismo ámbito de valuación de entidades deportivas, aparecen distintos estudios que intentan proponer modelos de valuación alternativos a los tradicionales para valorar este tipo de entidades. Tenemos casos como el de Barajas (2004), cuyo objetivo es encontrar un método de valoración para clubes españoles, en el cual detalla que una característica fundamental es que al no cotizar ninguno en bolsa, no tienen la necesidad de maximizar ganancias para sus accionistas ni tener una rentabilidad elevada. Para ello, toma como referencia a los clubes ingleses que sí cotizan en bolsa, afirmando que estos sí pueden ser valuados mediante los métodos que propone Damodaran (1996), ya que al tener que rendirles cuentas a sus accionistas, sus flujos de caja corren “bajo el supuesto

de que su comportamiento sea financieramente razonable”. Algo que consideramos también destacable es que trabaja mucho acerca de la psicología de los dirigentes deportivos y pone en consideración el balance que tienen que tener entre el éxito deportivo y la situación financiera del club.

Adicionalmente, existen otros documentos que introducen modelos multivariados para valorar equipos de fútbol, tales como los propuestos por Markham (2013) o Toti (2017), con algunos razonamientos que parecen destacables, pero que en nuestra opinión tienen algunos puntos sin una justificación económica firme, que nos hace pensar que los métodos tradicionales siguen siendo más confiables.

Finalizando la investigación encontramos un trabajo de valuación de Boa (2016) precisamente de Manchester United que, si bien tiene puntos interesantes no concordamos en algunas ideas, como por ejemplo el promediar arbitrariamente las probabilidades de los escenarios que plantea para dar un único valor del club.

2. Modelo de negocios del Manchester United

Al ser una entidad deportiva de semejante escala, tiene un modelo de negocios claro con una perspectiva a mediano y largo plazo. Sus ingresos provienen de tres sectores principales: los comerciales, los de *broadcasting* y los de *matchday*. A continuación, detallamos las características de cada uno y estudiamos como se comportaron durante los últimos años para así tener indicios acerca de cómo se podrían desarrollar en el futuro.

2.1. Ingresos comerciales

Estos son los de mayor importancia dentro del club (43,86% del total de los ingresos en el año fiscal 2019), en el cual se monetiza el valor de su marca. Dentro de esta categoría se dividen en ingresos por patrocinio e ingresos por *merchandising*, licencias de venta minorista, indumentaria deportiva y no deportiva y demás licencias de productos.

Al ser una de las instituciones deportivas más reconocidas a nivel mundial, y tener una inmensa cantidad de clientes (fanáticos) con una escasa movilidad a bienes sustitutos propia de la industria, Manchester United posee una fuente de ingresos de gran magnitud y muy segura para los años posteriores, que solo puede ser disminuida en una magnitud

considerable como consecuencias de catástrofes deportivas, tales como descender a la segunda división, algo que se dio una vez en los últimos 90 años y que parece irrepetible.

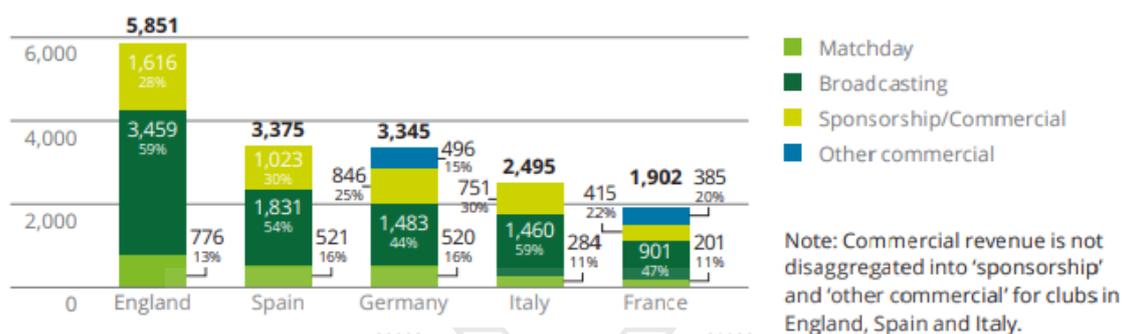
Por otro lado, tal como expresa el siguiente gráfico, en los últimos años ha habido una desaceleración en la suba de los ingresos comerciales. Esto se debe a la naturaleza de cada categoría. El área de *sponsorship* está referida en una medida importante a las publicidades que el club permite en su indumentaria, principalmente en las camisetas con las que juega todos sus partidos. Desde 2014 (cuando se nota un aumento significativo en los ingresos) hasta fines de 2021 Chevrolet se convirtió el *sponsor* principal en la indumentaria deportiva, asegurándole 82 millones de dólares anuales durante la duración del contrato, con diferentes primas de mucho menor valor porcentual por su desempeño deportivo. Algo parecido pasa con la categoría *retail, merchandising, apparel & products licensing revenue*. Este sector está protagonizado en su gran mayoría por la empresa que tiene los derechos de fabricación de su indumentaria deportiva. El salto positivo en estos ingresos que el club dio en 2016 fue debido al cambio que dejó a Adidas como fabricante oficial, reemplazando a Nike. El contrato ronda en los 750 millones de libras por sus diez años de duración, variables también por los resultados deportivos obtenidos.

Podemos observar que los cambios más importantes en los ingresos comerciales ocurren en los años en que se firman los contratos de patrocinio principal y fabricación de la indumentaria deportiva que se traducen en unos nuevos flujos de fondos anuales, ya que luego de firmados esos contratos los ingresos se estabilizan.



El hecho de que los ingresos comerciales sean los más significativos a nivel porcentual es característica propia de los clubes de la magnitud del Manchester United,

debido a su capacidad de monetizar su marca reconocida a nivel mundial de forma eficaz, algo que, como hemos visto anteriormente, se ha perfeccionado en la última década. Esto no sucede en los demás equipos en general, y se ve reflejado en todas las ligas más importantes de Europa (con excepción de Alemania), que tienen a los ingresos comerciales como segunda fuente en importancia porcentual, por detrás de los derechos de transmisión.



Fuente: Annual review of Football Finance 2020. Deloitte

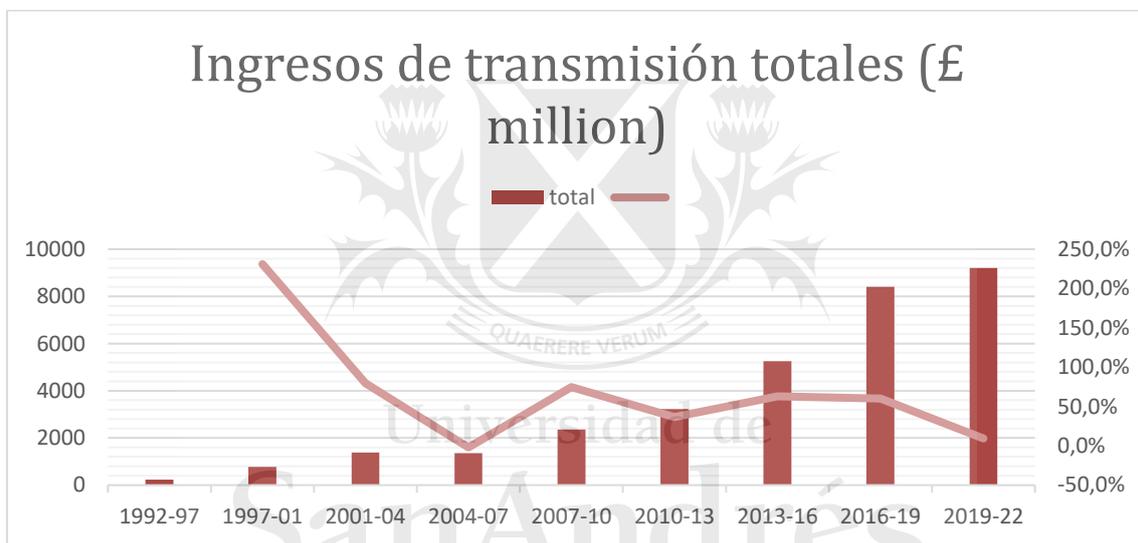
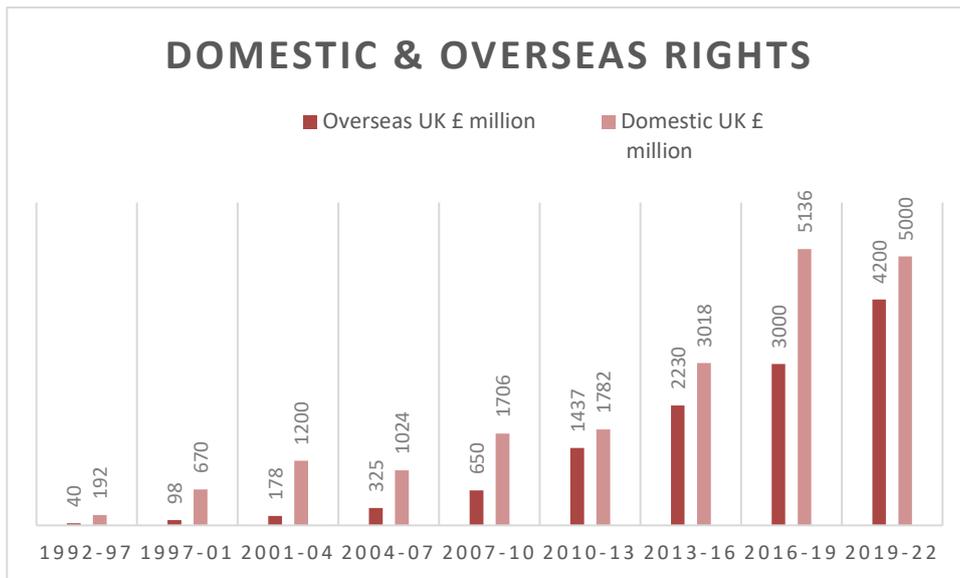
Lo dicho anteriormente es una desventaja para los clubes sin tanta popularidad a nivel internacional, ya que dependen en su mayoría de los contratos de transmisión (*broadcasting*) que firma cada liga nacional con sus patrocinadores, lo que significa una incertidumbre mayor a la de otros clubes como Manchester United.

2.2. Ingresos por *broadcasting*

El área del *broadcasting* corresponde a los derechos televisivos que cobra el club en todas las competiciones en las que participa, ya sea a nivel nacional como internacional. Este sector es el más volátil de los tres debido a que en gran parte tiene que ver con el desempeño del equipo en las competencias disputadas durante las temporadas, especialmente en la UEFA Champions League. En otras palabras, mientras mejor le vaya al club deportivamente, más partidos disputará y por ende más tiempo en pantalla tendrá, lo que se traduce en mayores ingresos.

2.2.1. English Premier League (EPL)

Los contratos de transmisión de la Premier League fueron firmados por última vez en 2019 para el periodo 2019/22. Este acuerdo significó un aumento de 9% con respecto al anterior contrato. Si bien es un aumento considerable, cabe destacar que es mucho menor a los de los anteriores años, y podemos suponer que es el resultado de haber llegado a un punto de madurez de los contratos de transmisión domésticos.



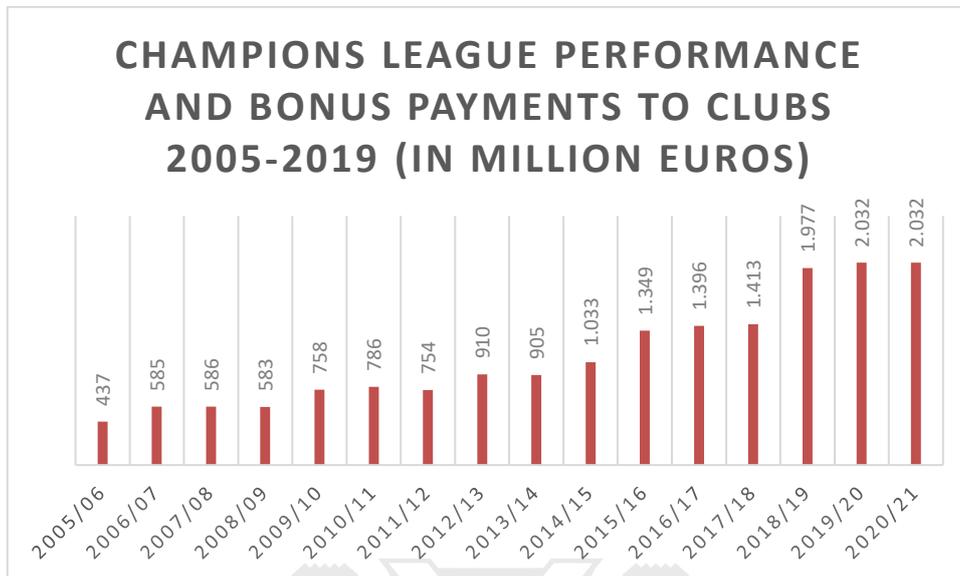
Fuente: 20F Manchester United Plc. Elaboración propia

Igualmente, creemos que lo que impulsará a los derechos de transmisión de la liga inglesa a seguir teniendo tasas de crecimiento importantes serán los derechos internacionales, principalmente gracias al creciente interés del continente asiático y americano en este tipo de espectáculos deportivos.

2.2.2. UEFA Champions League

Al igual que se manejan los derechos de transmisión de la liga inglesa, la UEFA Champions League renueva sus contratos cada tres temporadas. La última negociación ocurrió a partir de la temporada 2018/19, sin embargo, Turner, la empresa que había comprado los derechos de televisación hasta 2022, canceló su contrato un año después de su arreglo, cediéndole el lugar a CBS. A pesar de este cambio, los pagos a los equipos

participantes del campeonato no variaron en gran manera, asegurándoles mantener unos niveles de ingreso previsible durante tres temporadas más.



Fuente: Statista

Según nuestras estimaciones, los ingresos por transmisión van a tener aumentos significativos los próximos años por diversos acontecimientos. En primer lugar, debido a la interrupción de la temporada 2019/20 por la pandemia, las competiciones se reanudaron después de la finalización del año fiscal 2020. Además, en la temporada 2021/22 se renovarán los contratos televisivos de la *Champions League*, y suponemos que, como en las renegociaciones anteriores, habrá un aumento importante para los clubes participantes. Por último, en la temporada 2022/23 tendrá lugar la renovación de los contratos de transmisión de la Liga Inglesa. Como dijimos más arriba, el aumento del interés del público internacional será el impulsor más importante para la suba de estos contratos.

2.3. Ingresos de *matchday*

Los ingresos por *matchday* corresponden a las entradas de dinero que se obtienen por cada partido que disputa el club en su estadio. Durante la época de pandemia estos ingresos disminuyeron abruptamente por la prohibición del ingreso del público a los estadios, pero es una variable a considerar ya que Manchester United posee el estadio con más capacidad de todo Reino Unido (74.140 espectadores) y desde el comienzo del siglo XXI ha tenido un promedio de asistencia del 99% de su capacidad total.

Al tener un porcentaje de uso del estadio en años normales tan elevado, nos indica que los ingresos por *matchday* solo pueden variar en forma considerable por los rendimientos deportivos del club y sobre todo en competencias internacionales (debido a su formato de participación) dado que, según su desempeño, jugará más o menos partidos en su estadio. Estos posibles cambios en la cantidad de partidos de local serán evaluados durante los diferentes escenarios que plantearemos en un futuro.

La pandemia mundial de COVID-19 hace que nuestras proyecciones del escenario base afecten en gran manera a los ingresos por *matchday* de los próximos dos años, ya que tanto la temporada 2020/21 como la 2021/22 tendrán muchas restricciones a los accesos a los estadios.

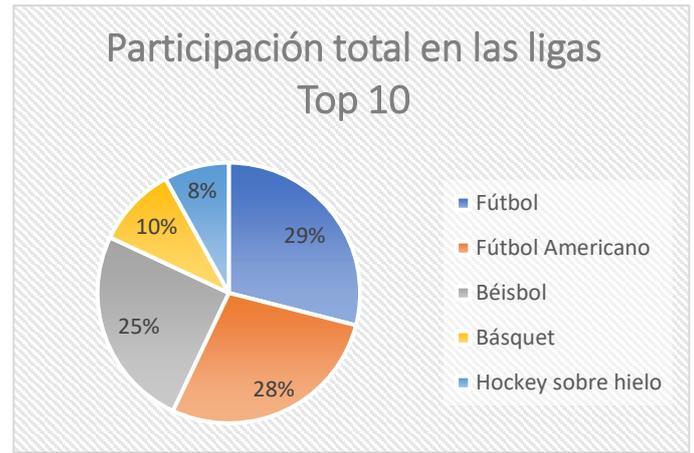
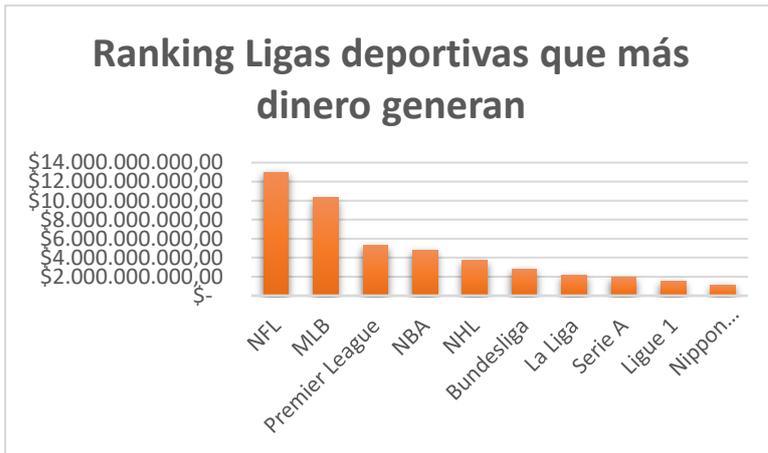
3. Análisis de la industria

3.1. Deportes como negocio

Muchos de los deportes más frecuentados se han transformado en negocios multimillonarios con el correr de los años. La popularidad de estos logró llamar la atención de algunas de las empresas más importantes del momento. Tan redituables económicamente pueden ser los deportes que personalidades como Lebron James o Cristiano Ronaldo llegaron a firmar contratos de hasta 1 billón de dólares con sus patrocinadores. Pero, como si fuera poco, es una industria que se encuentra en pleno auge y se espera que siga creciendo por varios años más.

Existen diferentes deportes que pelean por ser los más exitosos económicamente. Como podemos ver en los siguientes gráficos, ninguna de las dos ligas nacionales que más dinero generan son pertenecientes al fútbol. Estados Unidos es, claramente, el país donde mejor se saben explotar los recursos económicos de las diferentes disciplinas, tal es así que tanto la NFL (fútbol americano), la MLB (béisbol), la NBA (básquet) y la NHL (hockey sobre hielo) provienen de allí.

La primera liga de fútbol que aparece en el ranking es la liga inglesa, también llamada Premier League, competencia donde participa el Manchester United.



3.2. Fútbol como negocio

Siguiendo esta línea, y a pesar del gran impulso de nuevos deportes innovadores como los son los *eSports*, el fútbol sigue siendo el dominador en cuestiones económicas. Con su modalidad desafiante y trivial, su aceptación global y su tradición histórica, este deporte posee millones de fanáticos que siguen a sus equipos constantemente y en muchos casos están dispuestos a pagar grandes cantidades de dinero para poder verlos ya sea en sus estadios o por televisión.

El fútbol nace en Inglaterra a mediados del siglo XIX, pero es en 1904, con la creación de la FIFA, que se profesionaliza y da inicio a la gigantesca industria que conocemos hoy en día. Año tras año el mundo del fútbol fue creciendo desmesuradamente, y es más que nada en las últimas décadas cuando se intensifica este crecimiento gracias a la expansión del fútbol en el continente asiático y en los dos países de América Anglosajona, lugares donde previamente no había interés alguno por el deporte en cuestión.

En este deporte tenemos tres tipos de competiciones distintas:

1. Las competiciones de equipos nacionales. Cada país perteneciente al ente máximo del fútbol reúne sus mejores jugadores residentes para disputar determinados torneos. Desde copas de continente, como la Copa América o la Eurocopa, a la máxima competición del fútbol como lo es la Copa Mundial de la FIFA, la competición más famosa existente en el fútbol. Estas competiciones tienen la particularidad que se realizan una vez cada 4 años.
2. Las competiciones de clubes, que se disputan tanto a nivel nacional como a nivel internacional. Para los torneos locales encontramos las ligas oficiales de cada país

que se dividen en varias divisiones de acuerdo al nivel futbolístico de cada equipo y también tenemos copas nacionales que participan equipos de todas las divisiones en una competición de eliminación directa.

- Premier League: el Manchester United se encuentra actualmente en la máxima división de la liga de Inglaterra, la Premier League. Siendo esta la liga más competitiva de todo el mundo y también la que más dinero reparte entre sus participantes y en premios. Los equipos ingleses dan igual prioridad a la liga nacional como a la competición europea, siendo algo no tan usual en otros países.

3. Las copas internacionales de clubes que, en concordancia con los torneos de selecciones, se dividen en continentes. Y en este caso encontramos a la UEFA Champions League como la máxima competición de Europa y del mundo a nivel de clubes. Esta competición reparte más de 1 billón de euros en premios, tanto en premios de *performance* como en beneficios por derechos televisivos. Encontramos también a la Copa Libertadores entre otras, que es semejante a la europea, pero en Sudamérica.

4. Análisis financiero

4.1. Estados Contables

La siguiente tabla fue calculada mediante la utilización de los últimos estados contables presentados por el club:

	2020	2019	2018	2017	2016
Commercial revenue	55%	44%	47%	47%	52%
Broadcasting revenue	28%	38%	35%	33%	27%
Matchday revenue	18%	18%	19%	19%	21%
Total Revenue	100%	100%	100%	100%	100%
Employee benefit expenses	-56%	-53%	-50%	-45%	-45%
Other operating expenses	-18%	-17%	-20%	-20%	-18%
Exceptional operating expenses	0%	-3%	0%	1%	-3%
EBITDA	27%	30%	30%	35%	35%
Depreciation & Amortization	-29%	-23%	-25%	-23%	-19%
Total operating expenses	-103%	-96%	-96%	-88%	-85%
Profit/loss of intangible assets	4%	4%	3%	2%	-2%
EBIT	1%	8%	8%	14%	13%

Net finance costs	-5%	-4%	-3%	-4%	-4%
Tax (expense)/credit	0%	-1%	-11%	-3%	-2%
Profit/(loss) for the year	-5%	3%	-6%	7%	7%

Tal como comentamos anteriormente, los ingresos más importantes del club son los comerciales, gracias a la capacidad que tuvo su gerencia de capitalizar su marca internacional. En este aspecto, también cabe destacar que las proporciones de los tipos de ingresos se muestran relativamente estables durante los últimos estados contables.

Dentro de los costos que afronta el club año a año, aproximadamente la mitad son correspondientes a los sueldos y premios que les son asignados a los jugadores de fútbol. En los últimos años los sueldos representaron aproximadamente el 50% de los costos del club acentuándose notoriamente en el año 2020 ya que, por más que debido a la pandemia la gerencia pudo renegociar parcialmente los pagos a los jugadores por la situación extraordinaria, es un tipo de costo poco elástico en el corto plazo.

Las depreciaciones y amortizaciones ocupan una proporción muy grande de los ingresos debido a la naturaleza de la actividad deportiva. La mayoría de los activos son los contratos que el club tiene con los jugadores, y se amortizan linealmente durante la duración que poseen. Normalmente estos contratos suelen ir desde los 3 hasta los 5 años de duración, y por tal motivo estos activos se amortizan en pocos periodos y se renuevan constantemente.

Por otro lado, los márgenes de EBIT y EBITDA de los últimos años rondaron entre 8-14% y 30-35% respectivamente (con excepción del 2020, afectado por la pandemia). La suba o baja de estos márgenes por fuera de estos rangos corresponden usualmente a resultados deportivos extraordinarios, ya sean extremadamente positivos o negativos.

4.3. Análisis de Rentabilidad

Dentro de este análisis como en el de deuda financiera creemos adecuado exponer también los diferentes ratios de otros clubes relevantes y que coticen en diferentes bolsas bursátiles del mundo, para que nos sirva para ver en qué situación se encuentra Manchester United. Sin embargo, tal como veremos abajo, dadas las características tan particulares de esta industria, los clubes comparables no serán de tanta ayuda debido a las diferentes estrategias de manejo que han llevado a cabo las diferentes gerencias. Muchos

de los clubes no son rentables hace ya mucho tiempo, ya que con tal de mantener o mejorar los resultados deportivos dejan a su presente y futuro económico en un segundo plano. Además, debido a que ninguno de los otros clubes que cotizan en bolsa se acercan a la magnitud del Manchester United, sus estados contables son altamente sensibles a los resultados deportivos, entonces las temporadas con resultados deportivos altamente positivos se traducen en ganancias extraordinarias, mientras que en los años decepcionantes ocurre todo lo contrario.

	2020	2019	2018	2017	2016
ROE	-4,0%	4,5%	2,5%	8,4%	7,8%
Operating Margin	1,0%	8,0%	7,5%	13,9%	13,4%
Asset Turnover	0,35	0,41	0,38	0,39	0,37
Assets/Equity	3,94	3,60	3,62	3,19	3,17

El ROE del Manchester United, excluyendo el año 2020, osciló siempre en valores de entre el 8% y 2,5%. No son retornos sobre el capital accionario muy elevados, pero si observamos a los diferentes clubes comparables, se asemeja bastante a los que fueron relativamente regulares en los últimos años y los que tienen gerencias perdurables a largo plazo, tales como el Borussia Dortmund y el Olympique de Lyonnais.

ROE	2020	2019	2018	2017	2016
Juventus FC SPA	-60%	-52%	-12%	79%	24%
AS Roma SPA	NA	NA	NA	NA	NA
Borussia Dortmund	-14%	6%	11%	3%	12%
Porto Futebol SAD	NA	NA	NA	NA	NA
AFC Ajax NV	12%	38%	2%	50%	-1%
Olympique Lyonnais Group	-15%	3%	4%	4%	12%
SS Lazio SPA	-44%	-8%	103%	86%	-75%

El *asset turnover* (ingresos/activos) refleja la eficiencia de la empresa en el uso de sus activos para producir sus ventas. En este aspecto, Manchester United ha tenido un desempeño muy regular, rondando cerca de un ratio de 0.4, dentro de la media de los demás clubes comparables.

ASSET TURNOVER	2020	2019	2018	2017	2016
Juventus FC SPA	0,8	0,54	0,5	0,58	0,65
AS Roma SPA	0,31	0,51	0,55	0,45	0,68
Borussia Dortmund	0,73	0,75	1,11	0,9	0,93
Porto Futebol SAD	0,26	0,44	0,26	0,26	0,21
AFC Ajax NV	0,36	0,62	0,37	0,57	0,54

Olympique Lyonnais Group	0,27	0,35	0,47	0,33	0,3
SS Lazio SPA	0,39	0,49	0,84	0,69	0,55

Por último, dentro del margen operativo podemos ver la alta cantidad de diferentes valores que hay dentro de la industria. Esto se debe a lo nombrado anteriormente, mientras menor sea el tamaño del club, más sensible van a ser tus resultados económicos a las posiciones finales en las competencias disputadas. El margen operativo de Manchester United ha sido también bastante regular, con un año 2017 más productivo de los demás debido a buenos resultados deportivos.

MARGEN OPERATIVO	2020	2019	2018	2017	2016
Juventus FC SPA	NA	NA	NA	NA	NA
AS Roma SPA	-122%	5%	3%	-8%	5%
Borussia Dortmund	-12%	6%	7%	3%	10%
Porto Futebol SAD	-110%	18%	-13%	-19%	-55%
AFC Ajax NV	18%	34%	2%	58%	-1%
Olympique Lyonnais Group	-10%	10%	9%	15%	17%
SS Lazio SPA	-13%	-3%	21%	12%	-10%

4.4. Análisis de estructura financiera y deuda

	2020	2019	2018	2017	2016
Debt/Equity	1,51	1,23	1,16	1,05	1,07
Assets/Equity	3,94	3,60	3,62	3,19	3,17
Interest Coverage Ratio	0,20	2,22	2,43	3,33	3,44

En los últimos años, Manchester United viene agregando deuda en su estructura de financiamiento, dando un salto sustancial en el año afectado por la pandemia. Creemos que el objetivo de la gerencia será volver a niveles de deuda pre pandémicos ya que, si bien apalancar a las empresas tiene efectos positivos, llegar a niveles muy elevados puede ser contraproducente.

DEBT/EQUITY	2020	2019	2018	2017	2016
Juventus FC SPA	1,31	9,39	4,57	3,27	4,35
AS Roma SPA	NA	NA	NA	NA	NA
Borussia Dortmund	0,08	0,03	0,03	0,06	0,07
Porto Futebol SAD	NA	NA	NA	NA	NA
AFC Ajax NV	NA	NA	NA	NA	NA
Olympique Lyonnais Group	1	0,84	0,88	0,89	2,13

SS Lazio SPA	2,27	1,39	0,9	2,3	3,43
---------------------	------	------	-----	-----	------

El ratio *assets to equity* refleja que proporción de los activos de la empresa han sido aportados por los accionistas. Como dijimos anteriormente, Manchester United ha mostrado un proceso de apalancamiento. Creemos que este ratio si bien es elevado, todavía es tolerable por la magnitud del club y por sus flujos de fondos a futuro relativamente estables dentro de la industria, ya que como dijimos anteriormente no son tan influenciados por sus resultados deportivos negativos.

ASSET/EQUITY	2020	2019	2018	2017	2016
Juventus FC SPA	4,92	30,14	10,72	9,03	10,82
AS Roma SPA	NA	NA	NA	NA	NA
Borussia Dortmund	1,7	1,41	1,41	1,53	1,37
Porto Futebol SAD	NA	NA	NA	NA	NA
AFC Ajax NV	2,22	1,85	1,65	1,55	1,57
Olympique Lyonnais Group	3,11	2,39	2,42	2,49	4,25
SS Lazio SPA	10,71	5,92	4,5	10,07	18,79

4.5. Conclusiones del Análisis Financiero

A través del análisis efectuado anteriormente, podemos afirmar que, a pesar de estar en una industria tan volátil como es el fútbol, Manchester United es una compañía estable en sus resultados. Debido a que el mayor ingreso viene por parte de sus patrocinadores, no es dependiente de los resultados deportivos que este obtenga, al menos en el corto plazo. Creemos que el club tiene una posición mucho más saludable económicamente que la gran mayoría de sus comparables, algo que habla del liderazgo que tiene Manchester United en la industria deportiva mundial.

5. Valuación

5.1. Valuación por DCF

Para llevar a cabo la valuación por descuento de flujos de fondos necesitamos los estados financieros de Manchester United reportados en forma periódica. Además, utilizamos el costo de capital promedio ponderado o más comúnmente conocido como WACC para descontar los flujos de caja proyectados junto con su valor terminal.

Para llegar al flujo de fondos a descontar trabajaremos con la siguiente fórmula:

$$FCFF = EBIT - IG + Amortizaciones - Inveriones$$

$$Inversiones = \Delta Capital de trabajo + CAPEX$$

5.1.1. Supuestos

5.1.1.1. Broadcasting

Los supuestos más importantes que establecimos en todos los escenarios tienen que ver con los porcentajes de *broadcasting* (tanto para ingresos por televisación de la *Premier League* como de la *Champions League*) que le corresponderá al club en cada año estimado. Creemos que la realización más adecuada de esta estimación era tomar los desempeños históricos del club en dichas competencias y, luego de tener una tabla de frecuencias de las posiciones que este ha tenido, identificar la posición promedio final. Luego, teniendo el porcentaje de los ingresos televisivos que cada club participante tiene derecho de reclamar acorde a la posición final obtenida, obtener la proporción histórica del club de ingresos por *broadcasting* para ambas competencias. Después de todos estos cálculos (ver Anexos 1, 2 y 3), llegamos a la conclusión de que el porcentaje histórico de derechos de televisión a reclamar para el Manchester United en Premier League y Champions League es de 5,68% y 4,4% del total a repartir respectivamente.

Anteriormente habíamos propuesto calcular los ingresos por *broadcasting* acordes a estimaciones arbitrarias de las posiciones finales del club en los próximos años, pero luego decidimos utilizar evidencia histórica que nos permita hacer una estimación a nuestro criterio más adecuada, ya que evita entrar en posibles sesgos que se pueda tener sobre el futuro deportivo del club.

Por último, hay que recordar que el club también recibe ingresos de este estilo por la participación en copas nacionales de menor envergadura. Para el cálculo de los ingresos por estas competencias a futuro tomamos un promedio del porcentaje del total de los ingresos por *broadcasting* que estas representaron en los últimos 10 años:

<i>Año</i>	<i>Ingresos MANU por copas nacionales</i>	<i>% de los broadcasting de MANU</i>
2010	12,63	9,30%
2011	13,57	8,80%
2012	11,49	8,40%
2013	11,63	8,70%
2014	9,82	5,50%
2015	11,9	8,40%
2016	17,55	9,50%

2017	14,04	5,50%
2018	19	7,00%
2019	15,01	4,90%
2020	13,35	7,70%
2021-2025		7,61%

5.1.1.2. Tipo de cambio

Manchester United, al ser una empresa inglesa, presenta sus estados contables en libras esterlinas. Por tal motivo, los flujos de fondos que proyectamos y presentaremos más adelante estarán en la misma moneda. Sin embargo, la cotización bursátil del club esta representada en dólares. Por tal motivo en cada escenario, luego de estimar sus respectivos flujos de fondos, decidimos utilizar una proyección del tipo de cambio *spot* del dólar americano contra la libra esterlina para obtener nuestras estimaciones en la divisa correspondiente. Para la elección de tipo de cambio futuro elegimos la proyección empleada por *The Economy Forecast Agency* (EFA)¹. La estimación a utilizar en la valuación son las siguientes:

Año	2021	2022	2023	2024	2025
Proyección GBP/USD	1,39	1,395	1,41	1,456	1,4

5.1.1.3. Ratios

Dentro de los escenarios que llevaremos a cabo más adelante, utilizaremos los promedios de los costos y de los cambios en el capital de trabajo con respecto a los ingresos de los últimos diez años, ya que vemos una estabilidad que creemos que se mantendrán independientemente de los escenarios.

Supuesto	Promedios últimos 10Y
<i>Costs/Revenue</i>	90,35%
Δ WK/ <i>Revenue</i>	3,40%

5.1.1.4. Tasa de crecimiento

Asumimos que tasa de crecimiento a utilizar en el valor terminal de todos los escenarios será una similar a la tasa nominal de crecimiento mundial². Si bien Manchester United se puede considerar como una empresa madura, consideramos que tiene áreas

¹ <https://longforecast.com/>

² Looking to 2060: Long-term global growth prospects - Bloomberg Brief
<https://www.oecd.org/economy/lookingto2060long-termglobalgrowthprospects.htm>

donde puede seguir expandiéndose, principalmente en el aspecto comercial. Por tal motivo, creemos que una tasa de crecimiento adecuada es del 3% anual.

5.1.1.5. CAPEX y amortizaciones

El caso de las amortizaciones y el CAPEX son particulares en esta industria, ya que la gran mayoría de estas categorías están directamente relacionadas con los contratos de los jugadores que poseen los clubes. Estos representan un valor cercano al 70% de los activos del club, y al ser tradicionalmente de un rango de duración de uno a cinco años, se traducen en amortizaciones muy altas. También se refleja en el CAPEX, ya que constantemente se tienen que hacer inversiones importantes para mantener la calidad de la plantilla renovando y firmando nuevos contratos.

Además, en la última década la política de la gerencia fue invertir aun más en este aspecto, con el fin de mejorar los resultados que estaban siendo decepcionantes para las expectativas que se tienen para un club de tanta importancia. Estos resultados están dando fruto, ya que mejoró sus participaciones en las competencias habituales, por lo que creemos que esta inversión irá disminuyendo de a poco con el pasar de los años, para descomprimir las cuentas del club, pero sin descuidar la competitividad deportiva que se le requiere. El ratio CAPEX/Revenue de los últimos diez años fue de 18,80%, y en los escenarios planteados asumimos que se irá desarrollando de la siguiente manera:

Ratio	Promedio 10Y	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
CAPEX/Revenue	18,80%	17%	16%	14%	13%	11%

En tanto, las amortizaciones seguirán esta tendencia, pero con una disminución más tenue, ya que también hay que tener en cuenta que no se verá un efecto inmediato hasta que comiencen a vencer los contratos de los jugadores. Además, al no gastar tanto dinero en fichar jugadores de otros clubes, paralelamente se le tendrá que dar más lugar a los jugadores que surgen de las categorías inferiores y que no implican un aumento de CAPEX. En otras palabras, tener contratos de jugadores que provengan de las categorías juveniles hará que las amortizaciones disminuyan en un valor mucho menor. Debido a esto, asumiremos la siguiente estimación:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
Amortizaciones	138,4	129,2	126,8	120,0	119,0	116,6	114,3	112,0

5.1.1.6 Profit/Loss por activos intangibles

Los activos intangibles del club son los jugadores de la plantilla, y las diferencias netas por los traspasos de jugadores de cada año se reflejan en esta categoría, que se presentan de manera separada de los ingresos y costos de las actividades cotidianas del modelo de negocios del club. Si bien es posible que haya pérdidas en esta categoría, son raros estos casos ya que las competencias en las que participa el club les exigen a sus participantes que tengan una sustentabilidad económica en este aspecto. Si esto no ocurre, se exponen a severas sanciones económicas y deportivas.

En los últimos años las ganancias por resultados de los activos intangibles fueron aumentando hasta el último año, ya que claramente se vieron afectados por la pandemia mundial. En los tres escenarios que presentaremos a continuación, creemos que la gerencia intentará seguir aumentando lentamente las ganancias en esta categoría, hasta llegar a un valor terminal estable. La proyección para las ganancias por activos intangibles es la siguiente:

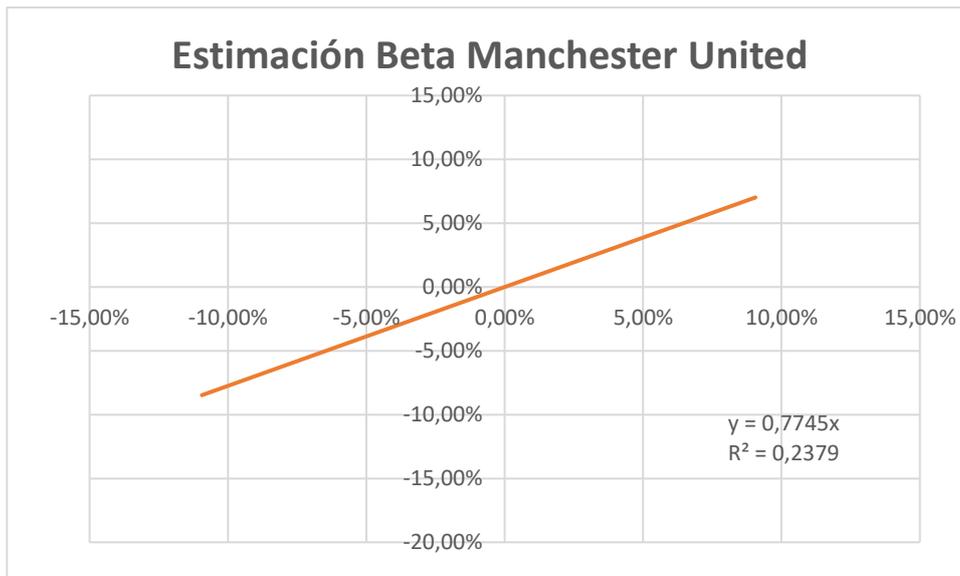
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Profit/loss int assets	-10	11	18	26	18	18,0	26,0	30,0	34,0	34,0

5.1.2 WACC

Para continuar con el procedimiento de valuación estimamos la tasa adecuada para descontar los flujos de fondos. Utilizaremos la tasa WACC (*Weighted Average Cost of Capital* en inglés) que fue computada con información adicional que mostraremos a continuación.

En primer lugar, estimamos el coeficiente beta de Manchester United. Para esto, utilizamos los retornos diarios del club y los del S&P 500, el cual sirve como referencia de los retornos del mercado. El resultado obtenido refleja cuánto se ve afectado el club ante un movimiento en una unidad en el mercado.

Con los retornos diarios de los últimos 5 años (utilizando 1259 observaciones), logramos obtener un Beta de 0,7745 y un coeficiente de determinación (R^2) de 0,2379.



Con el coeficiente Beta ya estimado, calculamos el costo de capital de la empresa, que se deduce de la siguiente fórmula:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

La tasa libre de riesgo (r_f) la obtuvimos tomando la tasa del tesoro de Estados Unidos a 10 años a la fecha de valuación, que es de 0,66%. Por otro lado, la prima de riesgo del mercado ($r_m - r_f$) lo estimamos mediante el promedio de la diferencia observada en los últimos 30 años entre el retorno del S&P 500 y la tasa libre de riesgo. El retorno del S&P 500 para el periodo recién mencionado es de 8,26%, llegando así a una prima de riesgo de 7,6%. Una vez conseguida esta información, podemos obtener el costo de capital de Manchester United que es de 6,55%.

$$r_e = 0,66\% + 0,77 * (8,26\% - 0,66\%) = 6,55\%$$

$$WACC = r_e * \frac{E}{V} + r_d * \frac{D}{V} * (1 - T)$$

r_e : Costo de capital

r_d : Costo de la deuda

E: Capital aportado por los accionistas

D: Deuda financiera de la empresa

V: Capital aportado por los accionistas más deuda financiera de la empresa

T: Tasa impositiva

Los ratios ponderados de capital y deuda (es decir $\frac{E}{V}$ y $\frac{D}{V}$) son 83,9% y 16,1% respectivamente y la tasa impositiva es de 21,2%. Cabe aclarar que las proporciones de los ratios $\frac{E}{V}$ y $\frac{D}{V}$ corresponden a los propios de Manchester United a la fecha de valuación. Además, el *equity* está calculado a valor de mercado y la deuda a valor libros.

Para reflejar una tasa de deuda adecuada tuvimos que emplear un método alternativo al tradicional, ya que no se conocen bonos emitidos por la compañía que sirvan como referencia. Por tal motivo, representamos el costo de la deuda de la compañía como la suma de la tasa libre de riesgo de 10 años nombrada anteriormente y un *spread* que represente el riesgo de *default* del club. En el Anexo 4 está presentada la tabla que usamos como referencia, que relaciona el ratio de cobertura de intereses (EBIT/intereses) con una calificación sintética y un *default spread*. Esta relación tiene en cuenta todas las empresas calificadas y con una capitalización bursátil menor a 5 mil millones de dólares de los Estados Unidos. Los *spreads* predeterminados se obtienen de los bonos negociados. Sumar ese número a una tasa libre de riesgo debería generar el costo antes de impuestos de pedir prestado a una empresa. Según los estados contables del club, el ratio de cobertura de intereses de los últimos 5 años (sin tener en cuenta el año fiscal 2020 por ser un año extraordinario) es de 2.85, por tal motivo le corresponde un *spread* de 3,51%. Por tal motivo, el costo de la deuda estimado es de 4,17%, porque tal como dijimos anteriormente, se deduce de la suma entre la tasa libre de riesgo a 10 años al momento de valuación (0,66%) y el *spread* por el riesgo de *default*.

Gracias a esto, llegamos a una tasa de descuento por promedio ponderado de 6,03%, ya que:

$$WACC = 6,55\% * 83,9\% + 4,17\% * 16,1\% * (1 - 21,2\%) = \mathbf{6,03\%}$$

5.1.3 Escenario base

Las variables que determinamos que variarán acorde a los escenarios son las variables que afectan al *Revenue* del club, tanto *broadcasting* como *commercial* y *matchday*. Para el sector de los derechos de televisión, los años relevantes son el 2022 (por renovación de los contratos de la Champions League), 2023 (renovación de los contratos de la Premier League) y 2025 (de nuevo renovación de la Champions League).

Por otro lado, para el sector comercial el año más relevante es el 2022, ya que coincide con la renovación del contrato por el *sponsor* de la camiseta de juego.

Para estimar el pago a los clubes por la participación la Champions League tanto en 2022 como en 2025 de este escenario decidimos tomar un promedio de las últimas cinco renovaciones de derechos de contratos de televisión:

<i>Champions League</i>	<i>Suba porcentual</i>
2006-08	33,81%
2009-11	29,84%
2012-14	20,67%
2015-17	30,58%
2018-20	39,95%
Promedio	30,97%

Sabiendo esto y el porcentaje que le corresponde al Manchester United calculado anteriormente acorde a sus participaciones históricas (4,4%), los ingresos de *broadcasting* relacionados con la Champions League serán los siguientes:

<i>Año</i>	<i>Champions (payments to clubs)</i>	<i>Champions (MANU)</i>
2021	2032,00	88,55
2022	2661,33	115,97
2023	2712,30	118,19
2024	2719,57	118,51
2025	3561,85	155,21

Cabe aclarar que los cambios en los ingresos de los años intermedio (los que no hay renovaciones) responden a que también se le aplicó un promedio de las subas históricas para esos periodos de contrato.

<i>Promedio de suba en pagos a los clubes en años intermedios de contrato</i>	<i>Últimos cinco ciclos</i>
<i>Año 2</i>	1,90%
<i>Año 3</i>	0,30%

Realizamos un procedimiento similar para los ingresos por los derechos de televisión que recibe el club por participar en la *Premier League*. La tabla siguiente hace referencia a los derechos de televisión que la Liga Inglesa firmó con diversos patrocinadores, que representan millones de libras esterlinas por la duración total del contrato (tres temporadas). La Premier League dedica aproximadamente el 90% de estos

ingresos a repartirlos en los clubes participantes. En este escenario asumimos que en 2023 la renovación de estos contratos significará un aumento aproximado del 25%, fundamentado en una correcta explotación de la liga en mercados extranjero, tales como Estados Unidos y China.

	<i>EPL total</i>
2011-13	3219
2014-16	5248
2017-19	8136
2020-22	9200
2023-25 (proyectado)	11420

Por consiguiente, los ingresos del Manchester United se deducirá por la multiplicación del presupuesto que la Premier League tiene para destinar a sus participantes con el porcentaje histórico de derechos de televisión a reclamar por el club por participar de la competencia (5,68%).

<i>Año</i>	<i>EPL (total)</i>	<i>EPL pago a los clubes</i>	<i>EPL (MANU)</i>
2019	2712,00	2456,01	185,63
2020	3066,67	2640,70	139,25
2021	3066,67	2852,00	162,01
2022	3066,67	2852,00	162,01
2023	3806,67	3349,87	190,30
2024	3806,67	3426,00	194,62
2025	3806,67	3540,20	201,11

Dicho todo esto, los ingresos por *broadcasting* estimados para este escenario son los siguientes:

<i>TOTAL BROADCASTING Escenario Base</i>				
<i>Año</i>	<i>Premier League</i>	<i>Champions League</i>	<i>Copas Nacionales</i>	<i>Ingresos totales</i>
2011	79,26	61,4	13,57	154,2
2012	80,69	44,6	11,49	136,76
2013	80,86	41,2	11,63	133,66
2014	116,98	51,8	9,82	178,6
2015	127,05	2,7	11,9	141,64
2016	125,97	41,2	17,55	184,7
2017	188,90	52,3	14,04	255,27
2018	199,20	50,5	18,79	268,47
2019	185,63	105,7	15,01	306,32
2020	139,25	20,8	13,35	173,41

2021	162,01	88,5	20,64	271,19
2022	162,01	116,0	22,89	300,88
2023	190,30	118,2	25,41	333,89
2024	194,62	118,5	25,79	338,92
2025	201,11	155,2	29,35	385,66

En segundo lugar, la proyección del sector comercial tiene como año más relevante el 2022, ya que será el momento de la renovación del contrato por publicidad en la camiseta del equipo (referente a la subárea del *sponsorship revenue*). En este escenario asumimos un aumento del 45% en esta categoría, como resultado una buena actuación de la gerencia en capitalizar la marca del club, el mismo aumento porcentual que la ocurrida en 2014, año de la última firma. Los años subsiguientes asumimos una suba porcentual de 3% anual.

TOTAL COMMERCIAL Escenario Base

Año	COMMERCIAL	Sponsorship revenue	Retail, merchandising, apparel & products licensing revenue
2019	275	173	102
2020	279	183	96
2021	251	165	86
2022	310	223	87
2023	318	229	89
2024	326	236	90
2025	335	243	91

Por último, para la estimación del sector *matchday*, tomamos los registros de las últimas siete temporadas del club, y calculamos los promedios de los partidos de local por temporada y los ingresos por partido de local jugado:

Año	Ingresos por Matchday	Partidos de local	Ingreso p/partido
2014	108,1	28	3,9
2015	90,6	21	4,3
2016	106,6	29	3,7
2017	111,6	36	3,1
2018	109,8	26	4,2
2019	110,8	26	4,3
2020	89,8	24	3,7
Promedio		27	3,9

Con estos datos, asumimos un promedio de 27 partidos por año y un ingreso de 3,9 millones de libras por partido, aumentando 2% anual. Sin embargo, debido a las secuelas de la pandemia, asumimos tanto en este escenario como en los restantes que en 2021 el aporte sea casi nulo, en 2022 haya un 60% de aforo y recién de 2023 en adelante se pueda usar el 100% de capacidad del estadio.

<i>Año</i>	<i>Ingresos por Matchday</i>
2019	110,8
2020	89,8
2021	6
2022	63,5
2023	104,8
2024	106,9
2025	107

Debido a todo esto, los ingresos del club proyectados quedan de la siguiente manera:

	<i>Commercial</i>	<i>Broadcasting</i>	<i>Matchday</i>	<i>REVENUE</i>
2012	117	103	99	319
2013	152	101	109	362
2014	189	135	108	432
2015	196	107	91	394
2016	269	140	107	516
2017	275	194	112	581
2018	276	204	110	590
2019	275	241	111	627
2020	279	140	90	509
2021	251	271	6	528
2022	310	301	64	674
2023	318	334	105	757
2024	326	339	107	772
2025	335	386	107	827

Por último, los flujos de fondos proyectados del escenario base serán los siguientes:

	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>	<i>2023</i>	<i>2024</i>	<i>Valor Terminal</i>
Revenue	626,8	508,8	528,2	674,4	756,7	772,1	827,3
Costs	603,0	522,0	477,2	609,4	683,7	697,6	747,5
Profit/loss int. assets	25,8	18,4	18,0	26,0	30,0	34,0	34,0

EBIT*(1-t)	39,2	4,1	54,5	72,0	81,4	85,7	89,9
Amortizaciones	129,2	126,8	120,0	119,0	116,6	114,3	112,0
CAPEX	133,8	190,5	89,8	104,5	105,9	96,5	91,0
ΔWK	21,3	17,3	18,0	22,9	25,7	26,3	28,1
FCFF (en USD)			92,8	88,6	93,5	112,5	115,9
Valor Presente FCFF			87,5	78,8	78,5	89,0	2942,6

Luego de estimar el valor presente de los flujos de fondos proyectados con la tasa WACC, llegamos a un valor económico del club de 3.276 mil millones de dólares. Restándole la deuda y sumándole la caja existente, llegamos a un valor estimado del Equity del Manchester United de 2.682 mil millones de dólares.

EV	3.276
Caja	51
Deuda	645
Equity	2.682
Valor por acción	\$16,46

5.1.4 Escenario optimista

Para este posible escenario pensamos en una recuperación económica del club correspondiente a una salida rápida del mundo de la pandemia. Esto se traduce en una suba en la actividad económica, con firmas de contratos sobresalientes debido a la alta competencia y a la buena gestión de los dirigentes del club en explotar la marca deportiva.

Los derechos televisivos correspondientes al sector *broadcasting* verán una suba mayor al del escenario base, ya que los repartos por la participación en la Champions League verán una suba del 40% tanto en 2022 como en 2025 como consecuencia de las exitosas renovaciones de los derechos de televisión. Los derechos de la Premier League estarán en la misma sintonía, ya que asumimos una suba del 35% en la renovación de 2023.

En el lado comercial creemos que, en el 2022, con una economía recuperada de la pandemia, habrá una gran competencia por parte de los patrocinadores para hacerse con la publicidad de la camiseta de un club tan relevante a nivel mundial. Por eso mismo asumimos una suba del 45% en la renovación de la categoría *sponsorship* de ese año.

Por último, bajo estas circunstancias los espectadores no tendrán complicaciones en poder asistir a los estadios, por lo cual creemos que a partir de 2022 se permitirá un aforo del 100% en los estadios.

Dicho todo esto, los ingresos proyectados bajo este escenario serán los siguientes:

	<i>Commercial</i>	<i>Broadcasting</i>	<i>Matchday</i>	<i>REVENUE</i>
2019	275	241	111	627
2020	279	140	90	509
2021	251	271	6	528
2022	359	310	105	774
2023	368	361	107	836
2024	377	366	107	851
2025	387	429	107	923

Por último, los flujos de fondos serán:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	<i>Valor Terminal</i>
Revenue	626,8	508,8	528,2	773,6	835,9	850,6	922,6
Costs	603	522	477,2	699,0	755,2	768,5	833,5
Profit/loss int. assets	26	18	18,0	26,0	30,0	34,0	34,0
EBIT*(1-t)	39,2	4,1	54,5	79,5	87,4	91,7	97,2
Amortizaciones	129,2	126,8	120,0	119,0	116,6	114,3	112,0
CAPEX	133,8	190,5	89,8	113,0	102,6	96,5	92,0
ΔWK	21,31	17,30	17,96	26,30	28,42	28,92	31,37
FCFF (en USD)			92,8	82,6	103,0	117,3	120,2
<i>Valor Presente FCFF</i>			87,5	73,5	86,4	92,8	3050,2

Para finalizar este escenario, presentamos los siguientes resultados:

<i>EV</i>	3.390
<i>Caja</i>	51
<i>Deuda</i>	645
<i>Equity</i>	2.797
<i>Valor por acción</i>	\$17,15

5.1.5 Escenario COVID

Este escenario lo decidimos incluir ya que vemos que es una posibilidad real que la situación de la pandemia se extienda un tiempo mayor al esperado, algo que claramente afectará a los ingresos del club, no solo en el área *matchday* por la disminución a la concurrencia a los estadios, sino que también se traducirá en renovaciones de contratos televisivos y comerciales significativamente menores.

En el sector *broadcasting*, asumimos que la renovación de los derechos de televisión de la Champions League significará un aumento de solo el 20% en 2022 y del 25% en 2025. Con respecto a los derechos de la liga inglesa, creemos que también se verán afectados, traduciéndose en una suba de solo el 15% en la renovación de 2023.

En el sector comercial, creemos que no habrá empresas dispuestas a desembolsar tanto dinero en estar presentes en la camiseta principal del club, con lo cual en la renovación de 2022 habrá un aumento del 10% en la categoría *sponsorship*.

Por último, los ingresos por *matchday* irán aumentando progresivamente mucho más lento que los escenarios anteriores, con un aforo del 30% en 2022, 50% en 2023, 70% en 2024 y de 2025 en adelante del 90%.

Por lo tanto, los ingresos proyectados de Manchester United en este escenario serán los siguientes:

	<i>Commercial</i>	<i>Broadcasting</i>	<i>Matchday</i>	REVENUE
2019	275	241	111	627
2020	279	140	90	509
2021	251	271	6	528
2022	269	290	31	591
2023	273	308	52	633
2024	277	313	73	663
2025	281	352	94	727

De tal manera, los flujos de fondos proyectados con su correspondiente valor económico, valor del *equity* y precio de las acciones serán:

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Valor terminal
Revenue	626,8	508,8	528,2	590,6	633,3	663,0	727,5
Costs	603	522	477,2	533,6	572,2	599,0	657,3
Profit/loss int assets	26	18	8,0	8,0	12,0	16,0	20,0

EBIT*(1-t)	39,2	4,1	46,6	51,3	57,8	63,2	71,3
Amortizaciones	129,2	126,8	120,0	119,0	116,6	114,3	112,0
CAPEX	133,8	190,5	89,8	91,5	88,7	82,9	80,0
ΔWK	21,31	17,30	17,96	20,08	21,53	22,54	24,73
FCFF			81,8	81,9	90,5	104,9	109,9

EV	3.099
Caja	51
Deuda	645
Equity	2.505
Valor por acción	\$15,36

5.2 Valuación por múltiplos

Un múltiplo es una medida que permite hacer un cálculo rápido para estimar el valor de una compañía. Algunos de los más utilizados son EV/EBITDA (*Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) y P/E (*Price/Earnings*).

La valuación por múltiplos o comparables tiene la particularidad de ser un método sencillo y rápido de estimar. Sin embargo, hay determinados desafíos a tener en cuenta. En primer lugar, no es sencillo encontrar a las compañías comparables óptimas. Hay que escoger adecuadamente priorizando una similitud en el ratio a tratar. Es común encontrar un gran rango de valores en el múltiplo de empresas de la misma industria. Centrándonos en nuestro caso, el desafío es aún mayor en comparación con una empresa convencional, ya que son pocos los equipos que cotizan en bolsa. Además, el Manchester United es de mucha mayor envergadura que el resto de sus competidores del mercado. Entidades como FC Barcelona, Real Madrid, Manchester City o Paris Saint Germain resultarían más adecuadas para tomar como comparables, pero nos vemos imposibilitados a hacerlo ya que no cotizan en bolsa. En segundo lugar, debemos tener en cuenta que este método supone que las empresas están valuadas correctamente en el mercado, algo que generalmente no es cierto. Asimismo, el contexto de pandemia al que se enfrentó el mundo durante el año 2020 podría estar alterando estos resultados, generando así menor eficacia en nuestra valuación. Por tal motivo, decidimos utilizar datos del año 2019, algo

que si bien sabemos no es lo óptimo, es una alternativa más adecuada debido a que los resultados contables de los clubes comparables estuvieron totalmente distorsionados en el año afectado por la pandemia.

Para comenzar, debemos elegir estratégicamente a las compañías comparables. Consideramos óptimo elegir diez clubes semejantes consintiendo con Cooper et al (2008) en que usando diez firmas estrechamente comparables se trabaja con un nivel de precisión similar al que tendríamos con todas las firmas de la industria.

Los comparables que elegimos para llevar a cabo nuestra valuación por múltiplos son:

- Juventus FC (Italia)
- Borussia Dortmund (Alemania)
- AFC Ajax (Holanda)
- AS Roma (Italia)
- SS Lazio (Italia)
- Benfica FC (Portugal)
- FC Oporto (Portugal)
- Olympique Lyonnais Group (Francia)
- Celtic FC (Escocia)

Una vez elegidos los comparables y alineándonos con lo postulado por Koller et al (2010), quien afirma que EV/EBITDA es el mejor múltiplo para valuaciones comparables, decidimos elegirlo como uno de nuestros múltiplos.

A continuación, mostraremos los ratios de los clubes comparables mencionados anteriormente:

Empresa	P/E	EV/EBITDA	Market Cap	Operating Profit Margin, Percent	Pretax Margin, %	EBITDA Margin, Percent	Asset Turnover	WC/Sales Growth %	Similitudes
Juventus FC SPA	-15,2	10,38	€ 1.489.480.000	-3,30%	-5,80%	4,20%	0,54	0,80%	3
Borussia Dortmund	-12	8,76	€ 761.140.000	6,30%	5,90%	31,30%	0,75	2,30%	4
AFC Ajax NV	13,5	5,76	€ 339.170.000	34,20%	34,70%	19,10%	0,62	-36,50%	1
AS Roma SPA	-1,41	-6,44	€ 316.960.000	5,40%	-6,70%	-14,90%	0,51	-24,80%	2
SS Lazio SPA	-6,19	34,26	€ 83.730.000	-2,90%	-3,20%	2,80%	0,49	-17,20%	2
Benfica FC	1,54	-2,15	€ 71.760.000	22,40%	16,90%	50,10%	0,3	47,40%	2
Porto Futebol SAD	-0,15	-5,38	€ 13.720.000	18,10%	6,20%	51,90%	0,44	51,80%	3
Olympique Lyonnais Group	-3,62	10,02	€ 190.980.000	10,00%	3,70%	-1,00%	0,35	-4,70%	3
Celtic PLC	-8,24	6,90	€ 170.244.000	13,80%	13,60%	9,50%	0,57	9,30%	0
Manchester United			€ 2.606.819.547	8,00%	4,40%	29,60%	0,41	-2,0%	-

Mediana	-3,62	6,90	€ 190.980.000	10,00%	5,90%	9,50%	0,51	0,80%
Promedio	-3,53	6,90	€ 381.909.333	11,56%	7,26%	17,00%	0,51	3,16%

Aquí tenemos algunos ratios de los comparables seleccionados. Como podemos observar en la última columna de esta tabla, las entidades con más ratios similares son Borussia Dortmund y Juventus FC SPA. El club alemán es por lejos el que más aspectos comparte con Manchester United y, además de tener una similitud importante con los ratios elegidos, tiene una gerencia que prioriza tanto el bienestar deportivo como el económico a largo plazo. Por otro lado, Juventus es el único equipo de fútbol de los que cotizan en bolsa que se asemeja al Manchester United en *Market Cap* (Capitalización bursátil). Encontrando similitudes en ratios relevantes como *Asset Turnover* (rotación de activos) o *WC/Sales* (Capital de trabajo sobre ventas) consideramos adecuado también tener en cuenta los múltiplos del equipo italiano para definir los rangos de los múltiplos. El múltiplo EV/EBITDA de Borussia Dortmund es 8.76 y el de Juventus es 10,38. Tomando estos valores como referencia definimos un rango para EV/EBITDA de 8x y 12x.

A continuación, tenemos los resultados por múltiplo EV/EBITDA utilizando el rango mencionado en el párrafo anterior y un rango de valores del EBITDA tomando como valor central el estimado en nuestra valuación por flujos de fondos descontados (es decir, \$290.691.734,73).

		EV/EBITDA				
		8	9	10	11	12
EBITDA	\$ 270.691.734,73	10,37	12,03	13,70	15,36	17,02
	\$ 280.691.734,73	10,86	12,59	14,31	16,03	17,75
	\$ 290.691.734,73	11,36	13,14	14,92	16,71	18,49
	\$ 300.691.734,73	11,85	13,69	15,54	17,38	19,23
	\$ 310.691.734,73	12,34	14,24	16,15	18,06	19,96

Estos números representan el precio de la acción de Manchester United ya que, dividiendo el múltiplo por EBITDA, restando la deuda y sumando la caja llegamos a la capitalización bursátil de la compañía, monto que luego dividimos por la cantidad de acciones del club.

6 Conclusiones, limitaciones y posibles extensiones

Después de realizar la valuación por el método de DCF llegamos a que el valor estimado por acción del Manchester United es de USD 16,46 en un escenario neutral, USD 17,15 en un escenario optimista y USD 15,36 en uno pesimista. Teniendo en cuenta que el valor de la acción era de USD 15,39 al momento de la valuación podemos afirmar que, según nuestras estimaciones, la empresa está subvaluada en todos los escenarios excepto en el escenario que tiene en cuenta un alargamiento de la pandemia.

Si bien mediante la valuación por múltiplos comparables tenemos un rango mucho más amplio de precios, tenemos el limitante de que las empresas utilizadas para esta valuación carecen de ratios y resultados contables que nos aseguren cierta fiabilidad en los análisis de este tipo. Al tener una industria tan volátil como la del fútbol, en la que muchos de los clubes no tienen el objetivo principal de ser rentables sino conseguir buenos resultados deportivos y depender casi exclusivamente de ellos, creemos que la valuación por múltiplos no es la más adecuada.

Creemos que en el área de valuaciones deportivas hay pocos estudios de calidad que se puedan tomar como referencia, y en este aspecto hay mucho espacio para posibles extensiones, ya sean de valuaciones por los mismos métodos que utilizamos nosotros en este trabajo o proponiendo nuevos que tengan en cuenta las particularidades propias de la industria.

San Andrés

7 Anexo

1. Tabla de distribución de derechos de televisión por club, Premier League 2019/20

PL place	Team	Live Matches	Domestic TV				Overseas TV			Commercial Revenue	Total Payment	% Payment
			Equal Share	Facility Fees	Merit Payments	Total	Base	Increase	Total			
1	Liverpool	29	31,8	31	35,5	98,3	43,2	28,1	71,3	5	174,6	6,62%
2	Manchester City	26	31,8	27,9	33,8	93,5	43,2	26,7	69,9	5	168,4	6,38%
3	Manchester United	27	31,8	28,9	32	92,7	43,2	25,3	68,5	5	166,2	6,30%
4	Chelsea	25	31,8	26,8	30,2	88,8	43,2	23,9	67,1	5	160,9	6,10%
5	Leicester City	15	31,8	16,5	28,4	76,7	43,2	22,5	65,7	5	147,4	5,59%
6	Wolves	15	31,8	16,5	26,6	74,9	43,2	21,1	64,3	5	144,2	5,46%
7	Spurs	26	31,8	27,9	24,8	84,5	43,2	19,7	62,9	5	152,4	5,78%
8	Sheffield	13	31,8	14,4	23	69,2	43,2	18,3	61,5	5	135,7	5,14%
9	Burnley	11	31,8	12,3	21,2	65,3	43,2	16,9	60,1	5	130,4	4,94%
10	Arsenal	25	31,8	26,8	19,4	78	43,2	15,5	58,7	5	141,7	5,37%
11	Everton	18	31,8	19,6	17,6	69	43,2	14,1	57,3	5	131,3	4,98%
12	Southampton	10	31,8	11,3	15,8	58,9	43,2	12,7	55,9	5	119,8	4,54%
13	Newcastle United	19	31,8	20,5	14	66,3	43,2	11,3	54,5	5	125,8	4,77%
14	Crystal Palace	12	31,8	13,4	12,2	57,4	43,2	9,9	53,1	5	115,5	4,38%
15	West Ham	16	31,8	17,5	10,4	59,7	43,2	8,5	51,7	5	116,4	4,41%
16	Brighton	13	31,8	14,4	8,6	54,8	43,2	7,1	50,3	5	110,1	4,17%
17	Aston Villa	12	31,8	13,4	6,8	52	43,2	5,7	48,9	5	105,9	4,01%
18	Watford	10	31,8	11,3	5	48,1	43,2	4,3	47,5	5	100,6	3,81%
19	Bournemouth	10	31,8	11,3	3,2	46,3	43,2	2,9	46,1	5	97,4	3,69%
20	Norwich City	10	31,8	11,3	1,4	44,5	43,2	1,5	44,7	5	94,2	3,57%

2. Tabla de distribución de derechos de televisión estimada para Manchester United, acorde a Premier League y Champions League 2019/20

PL place	Live Matches	Domestic TV				Overseas TV			Commercial Revenue	Total Payment	% Payment
		Equal Share	Facility Fees	Merit Payments	Total	Base	Increase	Total			
1	27	31,8	28,9	35,5	96,2	43,2	28,1	71,3	5	172,5	6,07%
2		31,8	28,9	33,8	94,5	43,2	26,7	69,9	5	169,4	5,96%
3		31,8	28,9	32	92,7	43,2	25,3	68,5	5	166,2	5,84%
4		31,8	28,9	30,2	90,9	43,2	23,9	67,1	5	163	5,73%
5		31,8	28,9	28,4	89,1	43,2	22,5	65,7	5	159,8	5,62%
6		31,8	28,9	26,6	87,3	43,2	21,1	64,3	5	156,6	5,51%
7		31,8	28,9	24,8	85,5	43,2	19,7	62,9	5	153,4	5,39%
8		31,8	28,9	23	83,7	43,2	18,3	61,5	5	150,2	5,28%
9		31,8	28,9	21,2	81,9	43,2	16,9	60,1	5	147	5,17%
10		31,8	28,9	19,4	80,1	43,2	15,5	58,7	5	143,8	5,06%
11		31,8	28,9	17,6	78,3	43,2	14,1	57,3	5	140,6	4,94%
12		31,8	28,9	15,8	76,5	43,2	12,7	55,9	5	137,4	4,83%
13		31,8	28,9	14	74,7	43,2	11,3	54,5	5	134,2	4,72%
14		31,8	28,9	12,2	72,9	43,2	9,9	53,1	5	131	4,61%
15		31,8	28,9	10,4	71,1	43,2	8,5	51,7	5	127,8	4,49%
16		31,8	28,9	8,6	69,3	43,2	7,1	50,3	5	124,6	4,38%
17		31,8	28,9	6,8	67,5	43,2	5,7	48,9	5	121,4	4,27%
18		31,8	28,9	5	65,7	43,2	4,3	47,5	5	118,2	4,16%
19		31,8	28,9	3,2	63,9	43,2	2,9	46,1	5	115	4,04%
20		31,8	28,9	1,4	62,1	43,2	1,5	44,7	5	111,8	3,93%

CHAMPIONS						
	Group Stage	Round of 16	Quarter finals	Semi finals	Runner up	Champion
% of total	1,8%	3,8%	4,6%	5,0%	5,1%	5,6%



Universidad de
San Andrés

3. Estimación de porcentaje de derechos de televisión acorde al desempeño histórico para Premier League y Champions League

PREMIER LEAGUE					
Posición	Frecuencia	Prob	Posición x Prob	% Payment	% Payment x Prob
1	18	25%	0,25	6,07%	1,52%
2	16	22%	0,44	5,96%	1,32%
3	7	10%	0,29	5,84%	0,57%
4	7	10%	0,39	5,73%	0,56%
5	2	3%	0,14	5,62%	0,16%
6	4	6%	0,33	5,51%	0,31%
7	3	4%	0,29	5,39%	0,22%
8	5	7%	0,56	5,28%	0,37%
9	2	3%	0,25	5,17%	0,14%
10	1	1%	0,14	5,06%	0,07%
11	3	4%	0,46	4,94%	0,21%
12	0	0%	0,00	4,83%	0,00%
13	1	1%	0,18	4,72%	0,07%
14	0	0%	0,00	4,61%	0,00%
15	1	1%	0,21	4,49%	0,06%
16	0	0%	0,00	4,38%	0,00%
17	0	0%	0,00	4,27%	0,00%
18	1	1%	0,25	4,16%	0,06%
19	1	1%	0,26	4,04%	0,06%
20	0	0%	0,00	3,93%	0,00%
Posición promedio histórica			4,44	Porcentaje asignado	5,68%

CHAMPIONS					
Posición	Frecuencia	Prob	Posición x Prob	% Payment	% Payment x Prob
Champion	3	11%	0,11	5,6%	0,6%
Runner up	2	7%	0,14	5,1%	0,4%
Semi finals	7	25%	0,88	5,0%	1,2%
Quarter finals	7	25%	1,63	4,6%	1,1%
Round of 16	6	21%	2,68	3,8%	0,8%
Group Stage	3	11%	2,73	1,8%	0,2%
Posición promedio histórica			8,16	Porcentaje asignado	4,4%

4. Default Spread para la estimación del costo de la deuda de Manchester United³.

For all emerging market firms and developed market firms with market cap < \$5 billion			
<i>If interest coverage ratio is greater than</i>	\leq to	Rating is	Spread is
12.5	100000	<i>Aaa/AAA</i>	<i>0.63%</i>
9.5	12.499.999	<i>Aa2/AA</i>	<i>0.78%</i>
7.5	9.499.999	<i>A1/A+</i>	<i>0.98%</i>
6	7.499.999	<i>A2/A</i>	<i>1.08%</i>
4.5	5.999.999	<i>A3/A-</i>	<i>1.22%</i>
4	4.499.999	<i>Baa2/BBB</i>	<i>1.56</i>
3.5	3.999.999	<i>Ba1/BB+</i>	<i>2.00%</i>
3	3.499.999	<i>Ba2/BB</i>	<i>2.40%</i>
2.5	2.999.999	<i>B1/B+</i>	<i>3.51%</i>

³ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

2	2.499.999	<i>B2/B</i>	<i>4.21%</i>
1.5	1.999.999	<i>B3/B-</i>	<i>5.15%</i>
1.25	1.499.999	<i>Caa/CCC</i>	<i>8.20%</i>
0.8	1.249.999	<i>Ca2/CC</i>	<i>8.64%</i>
0.5	0.799999	<i>C2/C</i>	<i>11.34%</i>



Universidad de
San Andrés

8. Bibliografía

- Boa, J.L., 2016. *Equity Valuation Manchester United PLC*. Degree ts. Católica Lisbon.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. 2015. *Principios de Finanzas Corporativas*: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers y Franklin Allen (11a. ed. - -). México: Mc Graw-Hill.
- Cooper, Ian A., y Cordeiro L., 2008. *Optimal equity valuation using multiples: The number of comparable firms*. London Business School
- Damodaran, A., 1996. *Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: Wiley.
- Koller, Tim, Marc Goedhart, and David Wessels, 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Vol. 499. John Wiley and Sons.
- Markham, T., 2012. *What is the optimal method to value a football club?* ICMA Center.
- Toti, D., 2017. *What drives the value of investments in European football clubs? An empirical analysis of M&A in the industry*. Universidad Bocconi.