

# Разработка унифицированного подхода к оценке стоимости футбольных клубов

**Солнцев Илья Васильевич**

Кандидат экономических наук, доцент  
Директор центра стратегических исследований в спорте  
Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова  
Москва, Стремянный пер., 36

Доцент департамента корпоративных финансов и корпоративного управления  
Финансовый университет при Правительстве РФ  
Москва, Ленинградский просп., 49  
E-mail: ilia.solntsev@gmail.com

## Аннотация

Домашний чемпионат мира 2018 г. должен придать дополнительный импульс для развития всем субъектам футбольной индустрии, ключевыми из которых являются футбольные клубы. Главными проблемами отечественного профессионального футбола остаются его полная зависимость от бюджетного финансирования и отсутствие частных инвесторов. Одним из решений может стать разработка методики оценки футбольных клубов, учитывающей специфику их деятельности и нацеленной на повышение эффективности. Проведенный автором анализ показал, что используемые сегодня подходы к оценке стоимости футбольных клубов дают завышенные результаты, что вводит потенциальных инвесторов в заблуждение и негативно сказывается на развитии футбольной индустрии. Выполненные расчеты позволили сформировать методику расчета стоимости футбольных клубов, подразумевающую расчет интегрального показателя, основанного на выручке, *EBITDA*, стоимости состава, посещаемости матчей и вовлеченности болельщиков, измеряемой через социальную сеть *Facebook*. Данная методика может быть использована в качестве единого показателя эффективности деятельности, учитывающего интересы всех стейкхолдеров любого футбольного клуба: акционеров, болельщиков и государства. Первые напрямую заинтересованы в увеличении стоимости, которое достигается за счет роста финансовых показателей. Для болельщиков приоритетным всегда является спортивный результат, однако и он во многом зависит от финансового положения, отчасти и определяя его. Наконец, государство решает за счет спорта (в данном случае футбола) ряд социальных задач, а также получает возможность снять с себя финансовое бремя по содержанию профессиональных клубов и инфраструктуры за счет привлечения частных инвесторов, что опять же будет возможным лишь в случае эффективных организаций. Практическая ценность подобной модели может быть обоснована за счет того, что пять показателей, использованных в расчетах, в совокупности охватывают все ключевые направления работы футбольного клуба. Следовательно, улучшение результатов по каждому из них в отдельности будет способствовать повышению эффективности в целом.

**Ключевые термины:** экономика спорта, экономика футбола, финансы в спорте, финансы в футболе, оценка спортивных клубов

**JEL:** L83, Z23, D04, G32

## Особенности стоимостной оценки в футболе

Вопросы стоимостной оценки рассмотрены в работах отечественных и зарубежных авторов. К числу наиболее значимых можно отнести исследования Р. Брейли и С. Майерса [Брейли, Майерс, 2017], А. Дамодарана [Damodaran, 2018], Т. Коупленда и др. [Коупленд и др., 2008]. Однако наибольший интерес представляют работы, посвященные оценке отдельных классов активов и компаний с учетом отраслевой специфики. В ряде работ рассматривается футбольная индустрия. Экономика футбола исследуется в работах У. Андреффа [Andreff, 2006], С. Купера и С. Шимански [Kuper, Szymanski, 2012], С. Чадвика и С. Хэмила [Chadwick, Hamil, 2010], С. Добсона и Дж. Годдарда [Dobson, Goddard, 2011].

О специфике оценки стоимости спортивных клубов писал А. Дамодаран в своих работах: “The Dallas Cowboys: Are they America’s team? The first \$5 billion sports franchise ever?” и “The sporting business: value and price” [Damodaran, 2014].

Ряд работ посвящен оценке стоимости франшиз американских спортивных клубов, в том числе исследования Д. Александера и У. Керна [Alexander, Kern, 2004], а также Д. Каплана [Kaplan, 2004]. Однако нужно отметить, что они не совсем применимы в Европе в силу специфики моделей спортивной индустрии.

Т. Маркман [Markhman, 2013] разработал собственную модель оценки стоимости футбольных клубов на базе выручки, чистых активов, заполняемости стадиона и заработной платы. Она была апробирована на примере клубов английской премьер-лиги.

Вопросы оценки стоимости российских футбольных клубов и больших спортивных арен рассмотрены в работах И.В. Солнцева [Солнцев, 2013, 2014].

В.Ю. Черепанов [Черепанов, 2011] исследовал подходы к оценке стоимости бренда и товарного знака футбольных клубов.

### Доходный подход

В оценке стоимости применяется три подхода: доходный, затратный и сравнительный. Первый основывается на ожидаемых доходах объекта оценки. В рамках данного подхода наиболее часто используется метод дисконтированных денежных потоков (ДДП), который исходит из того, что потенциальный инвестор не заплатит за актив (бизнес) больше текущей стоимости будущих доходов этого актива. По аналогии собственник не продаст актив по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов.

Многие инвесторы, вкладывающие деньги в индустрию спорта, часто руководствуются имиджевыми

мотивами, выполняют социальные обязательства перед государством либо подходят к вопросу как болельщики, а не как бизнесмены. Это актуально практически для всех сделок по приобретению отечественными бизнесменами английских футбольных клубов. В итоге футбольный клуб не рассматривается как источник дохода, а выступает как средство для достижения совсем других целей. При этом примеры последних лет доказали, что футбольный клуб может представлять собой полноценный бизнес<sup>1</sup>, что дает возможность применить для его оценки доходный подход.

Учитывая тот факт, что метод ДДП строится на денежных потоках, в оценке футбольных клубов он применим только при наличии детальной финансовой информации. Помимо официальной может использоваться информация, предоставляемая клубами в соответствии с Положением о лицензировании.

Основная проблема в применении доходного подхода связана с прогнозированием денежных потоков, которое осуществляется на базе ретроспективной отчетности, бизнес-плана и стратегии развития, прогноза состояния отрасли, анализа конкурентов, интервью с акционерами и менеджментом. Для футбольного клуба это затруднено зависимостью всех показателей от спортивных результатов, которые невозможно предсказать даже для мировых грандов.

Следующая сложность связана с расчетом ставки дисконтирования, которая определяется отраслевой принадлежностью бизнеса и отражает уровень риска, характерный для бизнеса. Именно от нее во многом зависит итоговая величина стоимости. Учитывая тот факт, что футбольные клубы не являются типичным объектом для инвестиций, а специфика их работы, равно как и присущие им риски, остается закрытой, подходить к оценке с использованием традиционных моделей расчета ставки дисконтирования было бы неверно.

В частности, некорректно будет использовать отраслевые коэффициент бета и структуру капитала. При этом на бирже котируется небольшое число клубов, что ограничивает доступ к рыночным данным. Отдельно должен быть учтен специфический риск, свойственный каждому футбольному клубу и обусловленный такими факторами, как: система подготовки резерва, наличие необходимой инфраструктуры, спортивные результаты и т.д. Таким образом, применение доходного подхода к оценке футбольного клуба ограничивается следующими факторами:

- 1) убыточность многих футбольных клубов;
- 2) зависимость футбольных клубов от спортивных результатов, затрудняющая прогнозирование даже на среднесрочную перспективу. Особенно заметной эта проблема станет при расчете пост-прогнозной стоимости, когда потребуются

<sup>1</sup> Согласно отчету Deloitte “Football Money League”, совокупная выручка 20 самых доходных клубов Европы в сезоне 2016/2017 г. составила 7,9 млрд евро, что более чем в 6,5 раза превышает аналогичный показатель сезона 1996/1997 г.

предположить, что после окончания прогнозного темпы роста бизнеса стабилизируются. Такое допущение едва ли применимо для футбольного клуба;

- 3) закрытость футбольных клубов. Даже публичные клубы, раскрывающие аудированную отчетность, в состоянии скрыть нежелательные данные и исказить истинное положение дел. В итоге используется информация из открытых источников, не подтвержденная самим клубом, а также делается большое число допущений;
- 4) расчет ставки дисконтирования – возможность учесть все риски данного футбольного клуба и присвоение каждому из них обоснованного процентного значения.

### Затратный подход

Затратный подход к оценке базируется на том, что главным критерием для инвестора является набор активов, которым обладает компания, его интересующая. Поэтому данный подход предполагает переоценку всех активов и обязательств по рыночной стоимости. При этом нужно учитывать, что часть очень важных активов вообще не отражается в отчетности футбольного клуба в силу сложности оценки. Это база болельщиков, репутация, тренерский штаб, право участия в соревнованиях, доморощенные игроки. При этом они, несомненно, имеют ценность. Кроме того, ограничениями применения затратного подхода снова станут закрытость информации, а также трудоемкость расчетов. Полноценно применить этот подход можно только по заказу самого клуба после предоставления полной финансовой информации.

### Сравнительный подход

Наконец, сравнительный подход руководствуется текущей ситуацией на рынке и принципом замещения, согласно которому инвестор не заплатит за бизнес больше, чем стоимость аналогичного актива. Главной проблемой в его применении является подбор аналогов, соответствующих объекту оценки не только по сфере деятельности (футбольные клубы), но и по следующим критериям:

- наличие финансовых данных;
- сопоставимость показателей деятельности по результатам анализа;
- методы начисления амортизации, налогообложение;
- размер (капитализация, численность болельщиков, выручка);

- стадия развития и перспективы роста;
- риски;
- структура капитала и доступность долговых ресурсов.

В качестве аналогов могут быть отобраны зарубежные публичные клубы. Конечно, сравнивать российские команды с топ-клубами было бы неправильно. Однако подобрать ряд сопоставимых аналогов вполне реально. Согласно логике сравнительного подхода, стоимость организации рассчитывается с помощью мультипликаторов, показывающих соотношение между ценой компании-аналога и показателями ее деятельности. В качестве цены может быть использована капитализация на бирже или *Enterprise Value (EV)*, включающая стоимость собственного капитала с учетом чистого долга. Представляется, что именно логика сравнительного подхода может быть использована при разработке унифицированной методики оценки стоимости футбольного клуба.

## Факторы стоимости футбольного клуба и расчет мультипликаторов

### Исследования KPMG и Forbes

Для сбора первичных данных можно воспользоваться двумя исследованиями, посвященными оценке стоимости футбольных клубов по итогам сезона 2015/2016 г.:

- 1) Портал *Football Benchmark*: Football Clubs' Valuation: The European Elite 2017<sup>2</sup>.
- 2) Журнал *Forbes*: The World's Most Valuable Soccer Teams 2017<sup>3</sup>.

В качестве факторов стоимости (знаменателя мультипликатора), которые отчасти выступают и критериями эффективности, использованы:

- выручка за сезон 2015/2016 г. – по данным *Deloitte Football Money League*<sup>4</sup>;
- стоимость состава по состоянию на октябрь 2017 г. по данным портала *transfermarkt*<sup>5</sup>;
- число «лайков» публикаций на официальной странице в *Facebook* по состоянию на октябрь 2017 г.;
- средняя посещаемость одного матча за 2016 г. по данным портала *European Football*<sup>6</sup>.

Дополнительно были рассмотрены такие показатели, как заполняемость домашней арены и отношение заработной платы<sup>7</sup> к выручке.

Данные представлены в табл. 1.

<sup>2</sup> URL: [https://www.footballbenchmark.com/football\\_clubs\\_valuation\\_report\\_2017](https://www.footballbenchmark.com/football_clubs_valuation_report_2017)

<sup>3</sup> URL: <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2017/06/06/the-worlds-most-valuable-soccer-teams-2017/#30f544d977ea>

<sup>4</sup> URL: <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>

<sup>5</sup> URL: <https://www.transfermarkt.de/spieler-statistik/wertvollstemannschaften/marktwertetop>

<sup>6</sup> URL: <http://www.european-football-statistics.co.uk/attn.htm>

<sup>7</sup> URL: <http://www.dailymail.co.uk/sport/football/article-4564154/Hey-big-spenders-Palace-match-world-s-best.html>

Таблица 1. Основные показатели европейских футбольных клубов

	<i>EV Football Benchmark, млн евро</i>	<i>EV Forbes, млн долл.</i>	<i>EV Forbes, млн евро</i>	Выручка, млн евро	Стоимость состава, млн евро	Лайки <i>Facebook</i>	Посещае- мость одного матча, чел.	Вместимость стадиона, чел.	Заполня- емость, %	Зарботная плата, млн евро	Зарботная плата к выручке, %
<i>Manchester United</i>	3095	3689	3395	689,0	565,75	20 000	75 286	75 811	99	302	44
<i>Real Madrid</i>	2976	3580	3294	620,1	743,80	150 000	71 280	81 044	88	285	46
<i>Barcelona</i>	2765	3635	3345	620,2	706,50	100 000	79 724	99 354	80	318	51
<i>Bayern Munchen</i>	2445	2713	2497	592,0	598,65	14 000	75 000	75 000	100	257	43
<i>Manchester City</i>	1979	2083	1917	524,9	588,50	12 000	54 041	55 000	98	283	54
<i>Arsenal</i>	1956	1932	1778	468,5	513,00	16 000	59 944	60 361	99	267	57
<i>Chelsea</i>	1599	1845	1698	447,4	614,40	30 000	41 500	41 663	100	292	65
<i>Liverpool</i>	1330	1492	1373	403,8	451,50	12 000	43 910	54 074	81	228	56
<i>Juventus</i>	1218	1258	1158	341,1	540,30	9000	39 936	41 507	96	206	60
<i>Tottenham Hotspur</i>	1011	1058	974	279,7	492,25	8000	35 776	90 000	40	137	49
<i>Paris Saint-Germain</i>	998	841	774	520,9	648,40	35 000	46 160	47 929	96	272	52
<i>Borussia Dortmund</i>	971	808	744	283,9	438,90	5000	81 178	81 359	100	129	45
<i>Atletico de Madrid</i>	793	732	673,6	228,6	509,50	3500	47 113	54 907	86	98	43
<i>FC Schalke 04</i>	691	629	579	224,5	167,30	700	61 386	61 973	99	52	23
<i>Milan</i>	547	802	738	214,7	340,80	7000	37 861	80 018	47	131	61
<i>Leicester</i>	462	413	380	172,1	243,50	2500	31 998	32 312	99	103	60

Таблица 2. Основные мультипликаторы, рассчитанные для ключевых футбольных клубов Европы

	EV/S FB	EV/S FOR	EV/SV FB	EV/SV FOR	EV/F FB	EV/F FOR	EV/A FB	EV/A FOR
<i>Manchester United</i>	4,5	4,9	5,5	6,0	0,155	0,170	0,041	0,045
<i>Real Madrid</i>	4,8	5,3	4,0	4,4	0,020	0,022	0,042	0,046
<i>Barcelona</i>	4,5	5,4	3,9	4,7	0,028	0,033	0,035	0,042
<i>Bayern Munchen</i>	4,1	4,2	4,1	4,2	0,175	0,178	0,033	0,033
<i>Manchester City</i>	3,8	3,7	3,4	3,3	0,165	0,160	0,037	0,035
<i>Arsenal</i>	4,2	3,8	3,8	3,5	0,122	0,111	0,033	0,030
<i>Chelsea</i>	3,6	3,8	2,6	2,8	0,053	0,057	0,039	0,041
<i>Liverpool</i>	3,3	3,4	2,9	3,0	0,111	0,114	0,030	0,031
<i>Juventus</i>	3,6	3,4	2,3	2,1	0,135	0,129	0,030	0,029
<i>Tottenham Hotspur</i>	3,6	3,5	2,1	2,0	0,126	0,122	0,028	0,027
<i>Paris Saint-Germain</i>	1,9	1,5	1,5	1,2	0,029	0,022	0,022	0,017
<i>Borussia Dortmund</i>	3,4	2,6	2,2	1,7	0,194	0,149	0,012	0,009
<i>Atletico de Madrid</i>	3,5	2,9	1,6	1,3	0,227	0,192	0,017	0,014
<i>Schalke 04</i>	3,1	2,6	4,1	3,5	0,987	0,827	0,011	0,009
<i>Milan</i>	2,5	3,4	1,6	2,2	0,078	0,105	0,014	0,019
<i>Leicester</i>	2,7	2,2	1,9	1,6	0,185	0,152	0,014	0,012
<b>Среднее</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,027</b>	<b>0,028</b>
<b>Итоговое значение мультипликатора</b>	<b>3,55</b>		<b>3,0</b>		<b>0,117</b>		<b>0,0275</b>	

На основании данных показателей могут быть рассчитаны четыре мультипликатора: по выручке (S), стоимости состава (SV), числу лайков в Facebook (F) и средней посещаемости домашних матчей (A).

Как видно из табл. 2, мультипликаторы, полученные исходя из EV, рассчитанной Football Benchmark (FB) и Forbes (FOR), довольно близки, поэтому мы можем рассчитать их среднее значение.

В силу того, что Schalke 04 обладает весьма скромной базой болельщиков в Facebook, которые при этом не отличаются активностью в соцсети, мультипликатор по этому клубу сильно выбивается из общего ряда данных и не был включен в расчет среднего значения.

Стоит отметить, что и сами значения EV находятся на довольно высоком уровне. Это легко объяснить: использованные нами исследования носят маркетинговый характер. Это особенно характерно для портала Football Benchmark, созданного консалтинговой компанией «большой четверки» KPMG и нацеленного на привлечение новых клиентов. При этом не раскрывается полная методология расчетов. Чтобы подтвердить завышенную оценку, воспользуемся методом сделок, а далее рассчитаем EV самостоятельно.

В методе сделок в качестве цены используется стоимость сделок слияния-поглощения, которые распространены и на футбольном рынке. Расчет мультипликатора EV к выручке, рассчитанный на базе сделок, по которым достоверно известна их стоимость, представлен в табл. 3. В расчеты целесообразно было бы включить премию за контроль, однако небольшое число сделок слияния-поглощения на футбольном рынке не позволяет обосновать ее размер. Кроме того, нужно отметить, что футбольные клубы редко характеризуются большим числом миноритарных акционеров, а все сделки, как правило, направлены на приобретение именно контрольного пакета.

### Расчет EV для публичных клубов

Далее самостоятельно рассчитаем EV как сумму рыночной капитализации (для клубов, чьи акции размещены на бирже) и чистого долга, и в дополнение к уже задействованному рассчитаем такой распространенный мультипликатор, как отношение капитализации к чистой прибыли (P/E). Как уже упоминалось, даже по публичным клубам не всегда получается найти необходимую информацию. Часто это связано



с региональными особенностями и требованиями биржи. Например, отчетность части датских, итальянских, португальских и турецких клубов не переведена на английский язык. В связи с этим выборка сократилась до 10 клубов и существенно отличается от использованной ранее. Исходные данные и результаты расчетов представлены в табл. 4.

По итогам данных расчетов можно сделать следующие выводы.

Чистая прибыль является крайне важным показателем, однако в футболе она не всегда отражает реальное положение дел. Это объясняется зависимостью от спортивных результатов и особенностью капитальных затрат. Следует также отметить, что даже европейские клубы часто оказываются убыточными, что делает невозможным использование мультипликатора *P/E*. Для футбола более репрезентативным является показатель *EBITDA*. Найти этот показатель можно лишь для публичных футбольных клубов, поэтому мультипликатор по нему будет рассчитан лишь в авторском подходе.

В расчете итогового мультипликатора не используются данные лондонского «Арсенала». Этот клуб остается публичным, однако практически все его акции находятся на руках у действующих акционеров. При этом стоимость одной акции доходит до 2,8 млн ф. ст. Нужно также учитывать конфликт действующих акционеров С. Кронке и А. Усманова, каждый из которых готов выкупить пакет другого, но не готов продавать свой. В итоге эти акции отличаются крайне низкой ликвидностью. Таким образом, подобная оценка капитализации, а, значит, и *EV*, не может быть признана справедливой. Кроме того, не использовались данные «Ромы», получившей по итогам года убыток.

## Формирование методики оценки стоимости футбольного клуба

Теперь мы можем рассчитать стоимость тех же клубов по полученным мультипликаторам. В табл. 5 приведен расчет средних значений мультипликаторов разными способами, в табл. 6 стоимость рассчитана исходя из среднего значения мультипликаторов.

Таким образом, мы видим, что отклонение итоговой стоимости от рыночной капитализации при расчетах исходя из средних мультипликаторов может составлять более 100%. Это объясняется завышенной оценкой *Forbes* и *Footballbenchmark*, причины которой уже упоминались. Поэтому для формирования методики расчета стоимости футбольного клуба использованы мультипликаторы, полученные исходя из *EV*, рассчитанной автором для публичных футбольных клубов Европы:

$$V = 1,57S + 1,82SV + 0,063F + 0,0094A + \dots \quad (1)$$

$$\dots + 4,19EBITDA - ND,$$

где *V* – стоимость собственного капитала футбольного клуба; *S* – выручка; *SV* – стоимость состава игроков; *F* – среднее число лайков публикаций на официальной странице клуба в *Facebook*; *A* – средняя посещаемость за сезон; *ND* – чистый долг.

В табл. 7 стоимость клубов рассчитана исходя из предложенной методики. В данном случае премия к рыночной капитализации уже существенно ниже, а отдельные клубы даже оценены ниже рынка.

Премия по *Manchester United* может быть объяснена впечатляющими коммерческими успехами клуба, его популярностью в соцсетях и высокой стоимостью состава. Посещаемость клуба также находится на высоком уровне, однако низкое значение стоимости по данному мультипликатору стало следствием более скромных результатов по данному показателю у других клубов в выборке. При этом оценка *Forbes* превышает рыночную капитализацию более чем в 5 (!!!) раз, что едва ли можно признать объективным.

*Borussia, Ajax* и *Celtic* оказались переоценены в силу выдающихся показателей по посещаемости, что можно признать обоснованным. *Besiktas* был недооценен в силу низкой посещаемости в сезоне 2015/2016 г., а *Olimpique* – из-за низкой активности в соцсетях.

Зарубежными исследователями предпринимались попытки разработать подобные методики. В частности, Т. Маркман предлагал рассчитывать стоимость футбольного клуба через выручку, чистые активы, заполняемость стадиона и заработную плату [Markhman, 2013]:

$$\text{Стоимость} = \left[ \begin{aligned} & (Выручка + Чистые\_активы) \dots \\ & \dots \frac{\text{Чистая\_прибыль} + Выручка}{Выручка} \dots \\ & \dots \text{Заполняемость} \end{aligned} \right] \div \dots$$

$$\dots \div \text{Заработная\_плата\_к\_выручке}$$

Однако тестирование данной модели показывает довольно странные результаты. Вот, например, расчет стоимости клуба «Селтик»

$$V = \left[ (52,009 + 50,470) \cdot \frac{(459 + 52,009) \cdot 70\%}{52,009} \right] \div \dots$$

$$\dots \div 36,888 = 19,1$$

Итого получаем 19,1 млн ф. ст. при рыночной капитализации на 30 июня 2016 г., составляющей 73,5 млн ф. ст. – почти в 4 раза меньше.

В модели Т. Маркмана сделана попытка совместить все подходы к оценке, что на практике весьма проблематично, и расчеты это подтверждают.

Таблица 3. Расчет мультипликатора *EV* к выручке по методу сделок

Клуб	<i>A.S. Roma</i>	<i>Arsenal</i>	<i>West Ham United</i>	<i>Arsenal</i>	<i>Liverpool</i>	<i>Inter</i>	<i>Milan</i>	<i>Atletico de Madrid</i>
Дата сделки	Апрель 2009 г.	Октябрь 2009 г.	Декабрь 2009 г.	Декабрь 2009 г.	Март 2010 г.	Июнь 2016 г.	Апрель 2017 г.	Ноябрь 2017 г.
Покупатель	F. Angelini	S. Kroenke	<i>Sullivan &amp; Gold</i>	<i>Red &amp; White hldg</i> (A. Usmanov)	<i>Rhone Group</i>	<i>Suning Group</i>	<i>Rossoneri Sport Investment Lux</i> — консорциум КНР и США	<i>Quantum Pacific Group</i>
Приобретаемый пакет, %	67,00	0,30	50,00	1,00	40,00	70,00	99,93	15,00
Потенциальная стоимость ( <i>Implied EV</i> )	155	864	143	898	487	389,6	740	333
Выручка в предыдущем сезоне, млн ф. ст. ( <i>S</i> )	141	310	82	310	160	172,1	214,7	228,6
<i>EV/S</i>	1,1	2,8	1,7	2,9	3,0	2,3	3,4	1,5
Среднее	2,3							

Источник: составлено автором на основе исследований J.P. Morgan, Mergermarket, Bloomberg, FactSet, Factiva, данные компании, пресс-релизы.

Таблица 4. Расчет *EV* и ключевых мультипликаторов

	<i>Manchester United</i>	<i>Juventus</i>	<i>Borussia</i>	<i>Ajax</i>	<i>Olympique Lyonnais</i>	<i>Benfica</i>	<i>Sporting</i>	<i>Celtic</i>	<i>Besiktas</i>
Капитализация, млн евро	650,4	534	561	206,9	172,8	23,92	24,18	106,66	265,03
Выручка, млн евро	662,6	562,7	356,39	118,22	250	128,24	172,998	103,34	146,95
Прибыль, млн евро	44,7	42,6	6,3	49,46	4,9	44,5	30,5	6,90	1,18
<i>EBITDA</i> , млн евро	227,8	163,3	86,7	70,00	51,0	87,0	62,0	17,41	85,00

	<i>Manchester United</i>	<i>Juventus</i>	<i>Borussia</i>	<i>Ajax</i>	<i>Olympique Lyonnais</i>	<i>Benfica</i>	<i>Sporting</i>	<i>Celtic</i>	<i>Besiktas</i>
Чистый долг, млн евро	236,4	162,5	-45,4	-41,65	185,5	235,93	263,7	-15,76	133,92
Зарплата к выручке, %	45	42	47	n/a	44	n/a	30	51	n/a
Стоимость состава ( <i>transfermarkt</i> , октябрь 2017 г.), млн евро	565,75	540,3	438,9	106,98	149,55	167,7	158,8	57,75	114,1
<i>Facebook</i> , млн чел.	72	30,15	15	2,3	2,7	3,7	2,6	1,6	5,8
Среднее число лайков на один пост	25 000	11 000	7000	3000	3500	4000	3500	1500	12 000
Заполняемость, %	99	93	100	91	68	77	80	70	44
Посещаемость одного матча, чел.	75 286	38 662	81 178	49 206	40 296	50 322	39 988	42 201	18 668
<i>EV</i>	886,8	696,6	515,8	165,3	358,3	259,9	287,9	90,9	399,0
<i>EV/S</i>	1,34	1,24	1,45	1,40	1,43	2,03	1,66	0,88	2,71
<i>P/E</i>	14,56	12,54	88,53	4,18	35,26	0,54	0,79	15,46	223,66
<i>EV/EBITDA</i>	3,89	4,27	5,95	2,36	7,02	2,99	4,64	5,22	4,69
<i>EV/SV</i>	1,57	1,29	1,18	1,55	2,40	1,55	1,81	1,57	3,50
<i>EV/F</i>	12,32	23,11	34,39	71,87	132,69	70,23	110,72	56,81	68,78
<i>EV/L</i>	0,035	0,063	0,074	0,055	0,102	0,065	0,082	0,061	0,033
<i>EV/A</i>	0,012	0,018	0,006	0,003	0,009	0,005	0,007	0,002	0,021



В методике, разработанной автором, используются выручка и посещаемость домашних игр, однако отсутствуют чистая прибыль, чистые активы и зарплата. Как уже было доказано, чистая прибыль не всегда объективно отражает эффективность работы клуба, вместо нее может быть использована *EBITDA*. Чистые активы являются крайне важным показателем для компании любой отраслевой принадлежности, это подтверждается и правилами финансового фэйр-плей для футбольных клубов. Однако использование

подобного показателя в расчете интегральных показателей не вполне оправдано в силу высокой степени индивидуальности каждого клуба. В стоимостной оценке это должно быть сделано в рамках затратного подхода. Наконец, уровень заработной платы также представляет интерес, но его лучше использовать как отдельный показатель эффективности и рассматривать в сравнении с выручкой клуба – очевидно, что более доходные клубы способны тратить на оплату труда больше.

**Таблица 5.** Значения мультипликаторов, полученные разными способами

	<i>EV/S</i>	<i>EV/SV</i>	<i>EV/F</i>	<i>EV/A</i>	<i>EV/EBITDA</i>
<i>Football Benchmark + Forbes</i>	3,55	2,96	0,114	0,0275	3,55
Метод сделок	2,34				2,34
Расчеты автора	1,57	1,82	0,063	0,0094	1,57
Среднее значение	2,49	2,39	0,089	0,018	2,49

**Таблица 6.** Расчет стоимости исходя из средних значений мультипликаторов

	<i>Manchester United</i>	<i>Juventus</i>	<i>Borussia</i>	<i>Ajax</i>	<i>Olympique Lyonnais</i>	<i>Benfica</i>	<i>Sporting</i>	<i>Celtic</i>	<i>Besiktas</i>
<i>EV по выручке</i>	1649	1400	887	294	622	319	430	257	366
<i>EV по стоимости состава</i>	1354	1293	1050	256	358	401	380	138	273
<i>EV по лайкам</i>	2218	976	621	266	311	355	311	133	1 065
<i>EV по посещаемости</i>	1386	712	1495	906	742	926	736	777	344
<i>EV итог</i>	1652	1095	1013	431	508	500	464	326	512
Стоимость собственного капитала	1415	933	1059	472	323	265	201	342	378
Дисконт / премия к рыночной капитализации	765	399	497	265	150	241	176	235	113

Таблица 7. Расчет стоимости исходя из авторских значений мультипликаторов

	<i>Manchester United</i>	<i>Juventus</i>	<i>Borussia</i>	<i>Ajax</i>	<i>Olympique Lyonnais</i>	<i>Benfica</i>	<i>Sporting</i>	<i>Celtic</i>	<i>Besiktas</i>
<i>EV</i> по выручке	1041	884	560	186	393	201	272	162	231
<i>EV</i> по <i>EBITDA</i>	954	684	363	293	214	365	260	73	356
<i>EV</i> по стоимости состава	1031	985	800	195	273	306	289	105	208
<i>EV</i> по лайкам	1586	698	444	190	222	254	222	95	761
<i>EV</i> по посещаемости	705	362	760	461	377	471	375	395	175
<i>EV</i> итог	1064	723	586	265	296	319	284	166	346
Стоимость собственного капитала, млн евро	<b>827</b>	<b>560</b>	<b>631</b>	<b>307</b>	<b>110</b>	<b>83</b>	<b>20</b>	<b>182</b>	<b>212</b>
Дисконт / премия к рыночной капитализации, %	<b>177</b>	<b>26</b>	<b>70</b>	<b>100</b>	<b>-63</b>	<b>60</b>	<b>-4</b>	<b>75</b>	<b>-53</b>

Таблица 8. Оценка стоимости российских футбольных клубов

	Спартак	ЦСКА	Краснодар	Зенит
Выручка, млн руб.	5156,0	13 627,0	5 368,0	20 798,3
Прибыль, млн руб.	-933,3	1785,5	-98	5606,5
Чистый долг, млн руб.	-91,5	15 108,8	-76	6,3
Зарплата к выручке, %	41	9	21	13
Стоимость состава ( <i>transfermarkt</i> , октябрь 2017 г.), млн руб.	6807,5	5308,2	5104,0	8670,4
<i>Facebook</i> , млн чел.	0,7	0,49	0,05	1
Среднее число лайков на один пост	150	100	50	350
Заполняемость, %	67,6	46,8	62,8	53,7
Посещаемость одного матча, чел.	32 760	14 454	17 322	18 557
<i>EV</i> по выручке	8 100,5	21 409,1	8 433,6	32 675,9
<i>EV</i> по стоимости состава	12 409,0	9 676,0	9 303,9	15 804,9
<i>EV</i> по болельщикам	9,5	6,3	3,2	22,2
<i>EV</i> по посещаемости	19 575,0	8 636,4	10 350,1	11 088,2
<i>EV</i> итог	13 361,5	13 240,5	9362,5	19 856,3
Стоимость собственного капитала, млн руб.	13 453,0	-1 868,3	9438,4	19 850,0
Стоимость собственного капитала, млн евро	210,9	-29,3	147,9	311,1

## Оценка стоимости российских клубов

Далее воспользуемся полученной методикой для оценки стоимости российских футбольных клубов. Базой будет отчетность по российским стандартам бухгалтерской отчетности по состоянию на 31 декабря 2016 г., доступная в системе СПАРК. Расчеты представлены в табл. 8.

Одним из недостатков предложенной модели является использование данных о зарубежных футбольных клубах, которые в полной мере не могут быть признаны аналогами для нашего футбола по целому ряду критериев и в том числе с точки зрения странового риска. Однако нужно отметить, что финансовые показатели российских клубов, которые находятся на довольно низком уровне, уже отражают эти риски, и включение их в модель серьезно занизит итоговую стоимость, что нельзя признать в полной мере обоснованным.

Довольно скромные результаты оценки отечественных клубов объясняются следующими причинами.

- Низкий уровень развития футбольного рынка. По объему доходов российские клубы не могут конкурировать с Европой. Отставание по стоимости телевизионных прав можно назвать катастрофическим. Заработать на атрибутике не позволяет скромная база болельщиков. Спонсорами клубов, как правило, выступают сырьевые компании, для которых это, скорее, социальные проекты, нежели спонсорство в традиционном понимании. При этом большинство клубов содержится за счет региональных бюджетов.
- Для ЦСКА отрицательная стоимость собственного капитала стала результатом кредитных обязательств, взятых на строительство нового стадиона. При этом нужно отметить, что каждый из четырех клубов играет на современной арене. Однако в полученной стоимости эти активы никак не учитываются. Например, «Открытие Арена» отражается в учете другой компании – ООО «Стадион «Спартак», стадион в Санкт-Петербурге не принадлежит клубу.
- Финансовые показатели клубов взяты из отчетности, составленной по российским стандартам учета (отчет по МСФО есть по холдинговой компании ЦСКА – *Bluecastle Enterprises*, но для единообразия по всем клубам использовались данные СПАРК), и не всегда соответствуют действительности. Например, практически все клубы существенную часть доходов отражают по статье «Прочие».

## Выводы

Таким образом, в рамках данного исследования автором доказано, что применение стандартных подходов к оценке стоимости футбольных клубов

существенно затруднено спецификой их деятельности. В работе предложена методика оценки стоимости футбольного клуба, подразумевающая расчет интегрального показателя, основанного на выручке, *EBITDA*, стоимости состава, посещаемости матчей и вовлеченности болельщиков, измеряемой через социальную сеть *Facebook*. Проведенный автором анализ показал, что используемые сегодня подходы к оценке стоимости футбольных клубов дают завышенные результаты, что вводит потенциальных инвесторов в заблуждение и негативно сказывается на развитии футбольной индустрии. Сделанные расчеты позволили сформировать методику определения справедливой стоимости футбольных клубов, которая может быть использована в качестве единого показателя эффективности деятельности, учитывающего интересы всех стейкхолдеров: акционеров, болельщиков и государства. Первые напрямую заинтересованы в увеличении стоимости клуба, которое реализуется за счет роста финансовых показателей. Для болельщиков приоритетным всегда является спортивный результат, однако и он во многом зависит от финансового положения, отчасти и определяя его. Наконец, государство получает возможность решать за счет спорта ряд социальных задач, а также рассчитывает снять с себя финансовое бремя по содержанию профессиональных клубов и инфраструктуры за счет привлечения частных инвесторов, что опять же будет возможным лишь в случае эффективных организаций. Практическая значимость данного исследования может быть подтверждена за счет использования показателей, в совокупности охватывающих все ключевые направления работы любого футбольного клуба. Следовательно, улучшение результатов по каждому из них в отдельности будет способствовать повышению эффективности в целом.

## Список литературы

- Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Базовый курс. М.: Вильямс, 2017.
- Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер, 2018.
- Ивашковская И. Развитие стейкхолдерского подхода в методологии финансового анализа: гармоничная компания // Корпоративные финансы. 2011. № 5(3). С. 59–70.
- Ивашковская И., Волотовская О. Устойчивость роста компаний с развивающихся рынков капитала: эмпирический анализ // Корпоративные финансы. 2013. № 6(4). С. 5–31.
- Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компании. Оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 2008.
- Солнцев И.В. Нематериальные активы спортивного клуба: структура и особенности оценки // Финансы: теория и практика. 2015. № 1 (85). С. 112–117.

- Солнцев И.В. Оценка стоимости больших спортивных арен (на примере футбольных стадионов) // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2013. № 1 (137). С. 64–83.
- Солнцев И.В. Оценка стоимости футбольных клубов и больших спортивных арен: монография. М.: Проспект, 2016.
- Солнцев И.В. Применение доходного подхода к оценке футбольного клуба // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2013. № 7 (142). С. 18–29.
- Солнцев И.В. Стоимостная оценка футбольных клубов // Международная торговля и торговая политика. 2014. № 2 (82). С. 41–56.
- Солнцев И.В. Стоимостной подход к управлению футбольным клубом // Менеджмент в России и за рубежом. 2014. № 6. С. 94–102.
- Солнцев И.В. Финансы в футболе: учебник. М.: Проспект, 2017.
- Черепанов В.Ю. Оценка стоимости бренда и товарного знака профессионального футбольного клуба. Дисс. ... канд. эконом. наук. Московская финансово-промышленная академия. М., 2011.
- Alexander D.L., Kern W. The economic determinants of professional sports franchise values // Journal of Sports Economics. 2004. No. 5. P. 51–66.
- Andreff W. Sport and financing. In: W. Andreff & S. Szymanski (Eds.), Handbook on the Economics of Sport. Edward Elgar Publishing Limited, 2006. P. 271–298.
- Chadwick S., Hamil S. Managing football. Elsevier, 2010.
- Damodaran A. The Dallas Cowboys: Are they America's team? The first \$5 billion sports franchise ever? 2014. URL: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/Valuationofweek/cowboys.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/Valuationofweek/cowboys.htm)
- Damodaran A. The sporting business: value and price. URL: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/MITSportsPresentation.pdf>
- Deloitte Football Money League 2018. Rising Stars. January 2018. URL: <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>
- Deloitte Football Money League 2017. Planet Football. January 2017. URL: <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>
- Dobson S., Goddard J. The Economics of Football. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.
- European Football: All the average attendances of premier leagues for the season 2015/2016. URL: <http://www.european-football-statistics.co.uk/attn.htm>
- Forbes: The World's Most Valuable Soccer Teams 2017. 06.06.2017. URL: <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2017/06/06/the-worlds-most-valuable-soccer-teams-2017/#30f544d977ea>
- Fort R. The Value of Major League Baseball Ownership International // Journal of Sport Finance. 2006. No. 1, pp. 9–20.
- Kaplan D. Franchise value a multiple-choice question: In analysis of valuation methods, Lehman Bros. finds nearly \$1B gap between extremes for Bengals // Street & Smith's Sports Business Journal. 2004. May 17.
- KPMG: Football Clubs' Valuation: The European Elite 2017. 31.05.2017. URL: [https://www.footballbenchmark.com/football\\_clubs\\_valuation\\_report\\_2017](https://www.footballbenchmark.com/football_clubs_valuation_report_2017)
- Kuper S., Szymanski S. Soccernomics: Why transfers fail, why Spain rule the World and other curious football phenomena explained. London: HarperSport, 2012.
- Markhman T. What is the optimal method to value a football club? ICMA Centre, 2013. Electronic copy available at: URL: <http://ssrn.com/abstract=2238265>
- Miller P. Private financing and sports franchise values: the case of major league baseball // Journal of Sports Economics. 2007. No. 8, pp. 449–467.
- Transfermarkt: 100 most valuable teams in the world. 01.11.2017. URL: <https://www.transfermarkt.de/spieler-statistik/wertvollstemannschaften/marktwertetop>

# Developing a unified approach for evaluation of football clubs

**Solntsev, Ilya V.**

PhD,

Director of sports research department

Plekhanov Russian University of economics,

36, Stremyanny lane, Moscow, Russia

Associate professor of corporate finance and corporate governance department

Financial University under the Government of Russian Federation,

49, Leningradsky Prospekt, Moscow, Russia,

E-mail: ilia.solntsev@gmail.com

## Abstract

World cup 2018 should give an additional input to the development of all football organizations in Russia, and especially for the key players in this industry – football clubs. The main problem of Russian professional football remains to be its full dependence on budgetary financing and the absence of private investors. Development of fair evaluation framework for domestic football clubs could solve this problem and help to improve their overall efficiency. The analysis carried out by the author showed that modern evaluation approaches give inflated results, which leads potential investors into confusion and adversely affects the development of football industry. Using the open data for European football market, including M&A deals author provides a formula for estimating the value of football clubs, implying the calculation of an integrated indicator based on revenue, EBITDA, the value of squad, attendance of matches and the involvement of fans, measured through the social network Facebook. This methodology can be used as a single indicator of efficiency, considering the interests of all stakeholders of any football club: shareholders, fans and the state. The first are directly interested in increasing the value, which is achieved due to the growth of financial indicators. For fans, the sports result is always a priority, however, it also largely depends on the financial situation, and in term determines it. Finally, the state is given the opportunity to solve a number of social issues by the means of sport (in this case football) and also has an opportunity to relieve the financial burden of maintaining professional clubs and infrastructure by attracting private investors, which again will be the case only for efficient organizations. The practical value of such a model can be justified by the fact that the five indicators used in the calculations together cover all the key areas of the football club's operation. Therefore, good results in each field will improve overall efficiency.

**Keywords:** sport economics, football economics, finance in sport, finance in football, assessment of sport clubs

**JEL:** L83, Z23, D04, G32



## References

- Alexander, D. L., Kern, W. (2004) The economic determinants of professional sports franchise values. *Journal of Sports Economics*, 5, pp. 51–66.
- Andreff, W. (2006) Sport and financing. In: W. Andreff & S. Szymanski (Eds.), *Handbook on the Economics of Sport*. Edward Elgar Publishing Limited, pp. 271–298.
- Breyli, R., Mayyers, S. (2017) Printsipy korporativnykh finansov. Bazovyy kurs. Vil'yams.
- Chadwick, S., Hamil, S. (2010) Managing football. Elsevier.
- Cherepanov, V.Y. (2011) Otsenka stoimosti brenda i tovarnogo znaka professional'nogo futbol'nogo kluba. Dissertatsiya na soiskaniye uchenoy stepeni kandidata ekonomicheskikh nauk. Moskovskaya finansovo-promyshlennaya akademiya. M.Damodaran, A. (2018) Investitsionnaya otsenka. Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov. Al'pina Publisher.
- Damodaran, A. (2014) The Dallas Cowboys: Are they America's team? The first \$5 billion sports franchise ever? URL: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/Valuationofweek/cowboys.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/Valuationofweek/cowboys.htm)
- Damodaran, A. (2018) The sporting business: value and price. URL: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/MITSportsPresentation.pdf>
- Deloitte Football Money League 2018. Rising Stars. January 2018. URL: <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>
- Deloitte Football Money League 2017. Planet Football. January 2017. URL: <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/sports-business-group/articles/deloitte-football-money-league.html>
- Dobson, S., Goddard, J. (2011) The Economics of Football. Cambridge: Cambridge University Press.
- European Football: All the average attendances of premier leagues for the season 2015/2016. URL: <http://www.european-football-statistics.co.uk/attn.htm>
- Forbes: The World's Most Valuable Soccer Teams 2017. 06.06.2017. URL: <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2017/06/06/the-worlds-most-valuable-soccer-teams-2017/#30f544d977ea>
- Fort, R. (2006) The Value of Major League Baseball Ownership International. *Journal of Sport Finance*, 1, pp. 9–20.
- Ivashkovskaya, I. (2011) Razvitiye steypkholderskogo podkhoda v metodologii finansovogo analiza: garmonichnaya kompaniya. *Korporativnyye Finansy*, 5(3), s. 59–70.
- Ivashkovskaya, I., Volotovskaya, O. (2013) Ustoychivost' rosta kompaniy s razvivayushchikhsya rynkov kapitala: empiricheskiy analiz. *Korporativnyye Finansy*, 6(4), s. 5–31.
- Kaplan, D. (2004) Franchise value a multiple-choice question: In analysis of valuation methods, Lehman Bros. finds nearly \$1B gap between extremes for Bengals. *Street & Smith's Sports Business Journal*, May 17, p. 3.
- Kouplend, T., Koller, T., Murrin, D. (2008) Stoimost' kompanii. Otsenka i upravleniye. Olimp-Biznes.
- Kuper, S., Szymanski, S. (2012) Soccernomics: Why transfers fail, why Spain rule the World and other curious football phenomena explained. London: HarperSport.
- KPMG: Football Clubs' Valuation: The European Elite 2017. 31.05.2017. URL: [https://www.footballbenchmark.com/football\\_clubs\\_valuation\\_report\\_2017](https://www.footballbenchmark.com/football_clubs_valuation_report_2017)
- Markhman, T. (2013) What is the optimal method to value a football club? ICMA Centre. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2238265>
- Miller, P. (2007) Private financing and sports franchise values: the case of major league baseball. *Journal of Sports Economics*, 8, pp. 449–467.
- Solntsev, I.V. (2015) Nematerial'nyye aktivy sportivnogo kluba: struktura i osobennosti otsenki. *Finansy: teoriya i praktika*, no. 1 (85), pp. 112–117.
- Solntsev, I.V. (2016) Otsenka stoimosti futbol'nykh klubov i bol'shikh sportivnykh aren: Monografiya. M.: Prospekt.
- Solntsev, I.V. (2013) Otsenka stoimosti bol'shikh sportivnykh aren (na primere futbol'nykh stadionov). *Imushchestvennyye otnosheniya v Rossiyskoy Federatsii*, no. 1 (137), s. 64–83.
- Solntsev, I.V. (2013) Primeneniye dokhodnogo podkhoda k otsenke futbol'nogo kluba. *Imushchestvennyye otnosheniya v Rossiyskoy Federatsii*, no. 7 (142), pp. 18–29.
- Solntsev, I.V. (2014) Stoimostnaya otsenka futbol'nykh klubov. *Mezhdunarodnaya trgovlya i trgovaya politika*, no. 2 (82), pp. 41–56.
- Solntsev, I.V. (2014) Stoimostnoy podkhod k upravleniyu futbol'nym klubom. *Menedzhment v Rossii i za rubezhom*, no. 6, pp. 94–102.
- Solntsev, I.V. (2017) Finansy v futbole: Uchebnik. M.: Prospekt.
- Transfermarkt: 100 most valuable teams in the world. 01.11.2017. URL: <https://www.transfermarkt.de/spieler-statistik/wertvollstemannschaften/marktwertetop>