

УДК 336.647/.648

*О.В. Литвишко***СПЕЦИФИКА ОПРЕДЕЛЕНИЯ ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО СПОРТИВНОГО КЛУБА**

В настоящее время индустрия спорта в России находится в процессе трансформации и интеграции в рыночное хозяйство. Усиление роли коммерциализации и сокращение бюджетного финансирования профессионального спорта, диктует спортивным организациям необходимость учиться самостоятельно извлекать прибыль из доступных ресурсов и эффективно использовать существующие рыночные механизмы по привлечению капитала. В качестве новых источников финансирования деятельности спортивных клубов можно рассматривать возможности фондового рынка по мобилизации временно свободных денежных средств, что предопределяет появление на российских фондовых площадках специфических инвестиционных инструментов, которые возможно рассматривать в виде объектов вложения капитала. В условиях, когда спортивные клубы становятся полноправными участниками экономических процессов и могут быть интересны не только собственным болельщикам, но и рассматриваться профессиональными инвесторами в качестве объекта инвестирования наравне с традиционными активами важное место в процессе принятия инвестиционного решения отдается процессу оценки их реальной стоимости. Допуская применимость при оценке спортивных клубов традиционных методов определения справедливой стоимости компании, при проведении данных мероприятий важно учитывать специфику отрасли профессионального спорта, которая оказывает существенное воздействие на конечный результат оценки. Данная специфика будет рассмотрена в настоящей статье.

*Ключевые слова:* экономика спорта, ценные бумаги, фондовый рынок, оценка стоимости бизнеса, футбольный клуб, дисконтирование денежных потоков, риски.

Инвестиции в ценные бумаги компании необходимо рассматривать как инвестиции в бизнес и определять цену акций через стоимость компании в целом. Иными словами нужно оценивать стоимость акции с позиции собственника компании и через призму создаваемой бизнесом ценности. Для этого нужно провести всесторонний анализ деятельности компании и увязывать цену ее акций с эффективностью и потенциалом бизнеса. В поиске этой взаимосвязи между ценой акции и ценностью компании и состоит цель проведения оценки. Оценка стоимости компании основана на предположении о том, что у каждого бизнеса в определенный момент есть истинная (фундаментальная) стоимость, которая может быть определена на основе анализа его финансовых показателей, перспектив роста, развития рынка и экономики в целом. В отличие от рыночной стоимости компании, которая отражает соотношение спроса и предложения, фундаментальная стоимость компании представляет собой реальный экономический потенциал ее бизнеса.

Для определения фундаментальной стоимости компании с целью принятия решения о вложении средств в тот или иной финансовый инструмент инвесторы используют особые приемы и способы расчета, которые принято называть методами оценки.

Каждый такой метод предусматривает проведение предварительного анализа определенной информационно-аналитической базы и надлежащий алгоритм расчета. Оцениваемая стоимость – понятие многогранное, величина стоимости подвержена влиянию множества различных факторов. Методы оценки в зависимости от факторов стоимости принято подразделять на доходный, затратный и сравнительный подходы. Каждый метод дает возможность более детально рассмотреть определенные факторы стоимости.

Так, при оценке с позиции доходного подхода во главу угла ставится доход как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. При данном подходе предполагается, что инвестор не заплатит за бизнес сумму большую, чем текущая стоимость будущих поступлений от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене, ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Сравнительный подход предполагает определение стоимости компании в соответствии с рыночной ценой компаний-аналогов, которую фактически зафиксировал рынок и подразумевает, что рациональный инвестор не заплатит за бизнес больше, чем стоит аналогичная компания. Определение стоимости компании в рамках затратного подхода осуществляется по методике чистых активов, базирующейся на определении разности между суммарной стоимостью всех активов компании и обязательств с учетом затрат на его ликвидацию. В соответствии с данным методом одним из важнейших критериев для инвестора, приобретающего компанию, является набор активов, которыми она обладает.

Профессиональные спортивные клубы в настоящий момент являются полноправными участниками экономического процесса и наравне с компаниями, представляющими различные отрасли экономики, могут рассматриваться в качестве объекта инвестирования. При выборе методов оценки стоимости профессионального спортивного клуба необходимо учитывать наличие у клубов активов, которые нельзя принять на баланс по причине чрезвычайной трудности их оценки (база преданных болельщиков; репутация/торговая марка; членство/право участия в доходных соревнованиях; результативность системы подготовки футболистов), но которые оказывают существенное влияние на величину дохода спортивного клуба. По этой причине применение метода дисконтирования денежных потоков является наиболее подходящим способом оценки стоимости футбольного клуба.

Достоинства и недостатки, а также особенности использования данного метода при оценке фундаментальной стоимости спортивного клуба рассмотрим на примере датского профессионального футбольного клуба «Брондбю», который в 1987 г. стал вторым клубом, после английского «Тоттенхэма», разместившим свои акции на фондовом рынке. Выбор в пользу данного футбольного клуба основан на относительной схожести основных показателей развития футбольной индустрии в Дании и России. Так, в среднем уровень посещаемости матчей чемпионата Дании равен 9 тыс. зрителям, что примерно соизмеримо с показателем в России (11 тыс.). В Дании, как и в России, также значительна доля спонсорских и рекламных контрактов в доходах клубов (41 %). Однако датские футбольные клубы опережают российские по показателям эффективности ведения спортивного бизнеса. Речь идет о доходах от продажи прав на теле- и радиотрансляции матчей чемпионата, стоимость которых почти в два раза больше прав на показ первенства России, а также о доходах от продажи футболистов. В связи с наличием в Дании большого количества футбольных академий за последние 7 лет торговый баланс чемпионата Дании с другими мировыми лигами является положительным и составляет около 60 млн евро. Также немаловажную роль в коммерческом успехе футбольных клубов Дании играет возможность получать дополнительный доход с помощью ведения непрофильного бизнеса под брендом клуба, что также касается проведения всевозможных мероприятий на стадионах, находящихся в собственности спортивных клубов.

Футбольный клуб «Брондбю» (ФК «Брондбю») – наиболее известный и титулованный клуб Скандинавии. Мировую известность клубу принесли успешные выступления на международной арене. Выбор именно этого футбольного клуба также обоснован и тем, что деятельность клуба не диверсифицирована и ориентирована на получение дохода именно от спортивного бизнеса. В этой связи не возникает необходимости анализировать непрофильную деятельность.

Метод дисконтирования денежных потоков состоит из нескольких этапов:

- 1) определение прогнозного периода (от 3 до 10 лет);
- 2) расчет показателя «чистый денежный поток на прогнозный период»;
- 3) выбор нормы дисконтирования (учет фактора риска);
- 4) применение соответствующей нормы дисконтирования для дохода и определение текущей стоимости всех будущих поступлений в прогнозный период;
- 5) определение остаточной стоимости предприятия. Для нахождения остаточной стоимости можно использовать метод роста чистого денежного дохода (модель Гордона):

$$CF / (WACC - g), \quad (1)$$

где CF – чистый денежный поток предприятия на конец 1-ого года постпрогнозного периода; g – ежегодный темп роста чистого денежного потока в постпрогнозный период; WACC (Weighted Average Capital Cost) – средневзвешенная стоимость капитала компании;

6) выведение итогового результата путем прибавления к текущей стоимости будущих поступлений остаточной стоимости компании за вычетом обязательств компании.

В процессе применения данного метода свободный денежный поток рассматривается как показатель реального отражения эффективности работы компании, поскольку чистая прибыль не полностью отражает полученные в реальном выражении деньги. Рассчитать денежный поток можно по следующей формуле:

$$FCF_t = NOPLAT_t + NCOE_t - InvIC_t, \quad (2)$$

где NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax) – чистая операционная прибыль за вычетом налогов, NCOE (Noncash Operating Expenses) – амортизация материальных и нематериальных активов, IC (Invested capital) – инвестированный капитал,  $InvIC_t$  – капитал, инвестированный в основную деятельность компании в течение периода t,  $InvIC_t = IC_t - IC_{t-1}$ .

Применяются два основных подхода к оценке бизнеса – с учетом стоимости всей компании и с учетом стоимости только собственного капитала. В первом случае дисконтируются денежные потоки, создаваемые всеми источниками капитала (собственными и заемными), ставка дисконтирования при этом принимается как стоимость привлечения совокупного капитала:

$$WACC = K_e \cdot \left( \frac{E_f}{E_f + D_f} \right) + K_d \cdot (1 - T) \cdot \left( \frac{D_f}{E_f + D_f} \right) \quad (3)$$

$$WACC = 6,58 \times (366,1/565,6) + 5 \cdot (1 - 0,25) \times (199,5/565,6) = 5,6 \%,$$

где  $k_e$  – стоимость акционерного капитала;  $k_d$  – стоимость обслуживания долга (15 %)  $E_f$  – акционерный капитал (366.1 млн датских крон);  $D_f$  – заемный капитал (199.5 млн датских крон);  $T$  – ставка налога на прибыль (25 %).

Для оценки  $k_e$  распространена модель CAPM (Capital Assets Pricing Model):

$$k_e = R_f + (R_m - R_f) \cdot \beta, \quad (4)$$

где  $R_f$  – безрисковая ставка (3,58 %),  $R_m$  – ожидаемая средняя доходность рынка (5,65 %),  $\beta$ -коэффициент – индекс изменчивости доходности данного актива по отношению к изменчивости доходности в среднем на рынке (1,45).

Основой прогнозирования денежных потоков является анализ темпа роста доходов. Прогноз опирается на результаты анализа внутренней и внешней информации. Наиболее реалистичный прогноз поступления и выбытия средств в субъектах спортивной индустрии можно составить с использованием SWOT-анализа.

Проведенный в табл. 1 стратегический анализ показывает, что ФК «Брондбю» в настоящий момент имеет средний потенциал для роста доходов в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Тем не менее рассматривать выявленный потенциал необходимо в совокупности с немалой долей неопределенности и рисков, характерных сфере профессионального спорта [1].

Таблица 1

**SWOT-анализ ФК «Брондбю»**

	<b>Положительное влияние</b>	<b>Отрицательное влияние</b>
<b>Внутренняя среда</b>	<p><b>Strengths:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• владение футбольной ареной;</li> <li>• уникальный бренд клуба (победные традиции);</li> <li>• большая армия болельщиков;</li> <li>• высокий уровень мастерства футболистов;</li> <li>• эффективная спонсорская программа;</li> <li>• лучшая в стране академия;</li> <li>• участие в международных соревнованиях</li> </ul>	<p><b>Weaknesses:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• конфликт между основными акционерами относительно стратегии развития клуба;</li> <li>• отсутствие преемственности в реализации стратегического развития;</li> <li>• отсутствие результата в последние сезоны;</li> <li>• участие в чемпионате с низким рейтингом в таблице коэффициентов УЕФА</li> </ul>
<b>Внешняя среда</b>	<p><b>Opportunities:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• введение УЕФА финансового «fairplay»;</li> <li>• новая квалификационная система, дающая больше шансов клубам из первенств с низким рейтингом играть на международном уровне;</li> <li>• улучшение экономической ситуации на рынке мировой спортивной индустрии;</li> <li>• интерес со стороны состоятельных болельщиков, готовых к финансовым вливаниям в клуб;</li> <li>• увеличение призовых подарков за участие в турнирах под эгидой УЕФА</li> </ul>	<p><b>Threats:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ужесточение правил лицензирования клубов;</li> <li>• отмена налоговых льгот для футболистов;</li> <li>• завершение выгодного контракта на право транслировать матчи чемпионата;</li> <li>• снижение зрительского интереса;</li> <li>• наличие футбольных хулиганов, наносящих ущерб бренду клуба;</li> <li>• рост числа пиратских сайтов с online трансляцией матчей;</li> <li>• наличие сильных конкурентов</li> </ul>

Наравне с прогнозированием объемов продаж компании при использовании метода дисконтирования денежного потока также составляют отчет о прибылях и убытках и бухгалтерский баланс. Перечисленные системы показателей позволяют постатейно спрогнозировать активы, собственный капитал и кредиторскую задолженность. Для определения финансовой ситуации в клубе и обнаружения потенциальных возможностей для увеличения прибыли рационально проведение финансового анализа, также необходимого для оценки стоимости клуба.

При расчете сумм амортизации и инвестированного капитала для определения стоимости клуба необходимо учитывать характерную сфере профессионального спорта специфику – учет регистраций спортсменов (контрактов) на балансе спортивной организации в качестве нематериального актива [2]. В учетной политике ФК «Брондбю» для отражения затрат на приобретение прав на регистрацию футболистов принят метод «капитализации и амортизации». Соответственно, при расчете суммы инвестированного капитала данные права будут учитываться в качестве нематериальных активов (табл. 2).

Таблица 2

**Расчет инвестированного капитала, млн датских крон**

Показатели	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Денежные средства и эквиваленты	3,102	0,414	0,550	0,936	1,309	0,38
Дебиторская задолженность	12,269	79,382	138,830	33,980	153,849	99,051
Предоплата	0,172	0,163	1,430	2,502	2,723	1,928
Товарно-материальные запасы	4,140	5,665	5,847	5,037	5,388	4,081
<b>Операционные оборотные активы</b>	<b>19,683</b>	<b>85,624</b>	<b>146,657</b>	<b>42,455</b>	<b>163,269</b>	<b>105,44</b>
Кредиторская задолженность	24,562	37,179	33,134	49,522	70,461	43,782
Доходы будущих периодов	4,718	6,594	4,879	7,003	42,537	6,708
<b>Операционные краткосрочные обязательства</b>	<b>29,28</b>	<b>43,773</b>	<b>38,013</b>	<b>56,525</b>	<b>112,998</b>	<b>50,49</b>
Чистый оборотный капитал	-9,597	41,851	108,644	-14,07	50,271	54,95
Чистые основные средства	372,075	466,918	494,682	462,40	449,583	404,761
Нематериальные активы	40,697	55,871	78,176	103,757	73,410	27,782
<b>Инвестированный капитал</b>	<b>403,175</b>	<b>564,64</b>	<b>681,502</b>	<b>552,087</b>	<b>573,264</b>	<b>487,493</b>

Таблица 3

**Исторические показатели доходности ФК «Брондбю», млн датских крон**

Показатели	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	CAGR*
Доходы всего	231.26	151.156	205.803	204.66	206.106	
Темп роста	34,1 %	-34,6 %	36,2 %	-0,6 %	0,7 %	3,62 %
Билеты и абонементы, теле-трансляции и коммерческие права	-26,6 %	-5,7 %	72,7 %	-26,6 %	-6,8 %	-3,96 %
Спонсорство и реклама	-0,1 %	1,3 %	36,9 %	21,3 %	-3,6 %	10,12 %
Трансферная деятельность	204,9 %	-82,7 %	35,7 %	-64,8 %	215,1 %	-4,57 %
Коммерческая деятельность	-21,8 %	9,6 %	23,2 %	-4,5 %	-20,8 %	-4,38 %
Арендная деятельность	12,6 %	73,2 %	-32,3 %	-2,0 %	4,3 %	6,18 %
Мерчандайзинг	-21,8 %	-17,1 %	10,2 %	-6,4 %	-21,5 %	-12,11 %
Ресторанный бизнес	-	-	-	-	-15,5 %	-15,46 %
Другие виды деятельности	-53,0 %	85,2 %	21,9 %	-28,3 %	-18,0 %	-9,01 %
Чистая прибыль	54,923	-15,443	-13,846	4,899	-14,289	

\* Совокупный среднегодовой темп роста.

Долгосрочный рост денежных потоков напрямую связан с ростом доходов. Следовательно, с помощью анализа исторических показателей доходности можно оценить потенциал для роста денежных потоков в будущем (табл. 3).

Колоссальное увеличение доходов от трансферной деятельности в 2011 и 2015 гг. произошло в связи с продажей ведущих игроков. Но если в 2011 г. повышенный спрос на игроков связан с их успешной игрой в национальном чемпионате, то в 2015 г., напротив продажа игроков является следствием низких результатов команды. Благодаря заключению крупного спонсорского контракта с KasiGroup, возросли также доходы от рекламы. В 2013 г. значительный рост доходов от продажи коммерческих прав произошел в связи с подписанием датской лигой контракта на трансляцию матчей чемпионата с компанией Viasat.

В 2012–2015 гг. чистая прибыль ФК «Брондбю» оставалась отрицательной, исключение составляет лишь 2014 г., когда из-за досрочного разрыва контракта спонсор выплатил неустойку в размере 53,6 млн датских крон. Объяснить отсутствие прибыли можно тем, что в связи с ухудшением спортивных показателей клуба и снижении выручки на 10,9 % произошло увеличение на 88 % расходов на выплату заработных плат игрокам и персоналу клуба. В целом финансовые результаты показывают, что клуб не способен вести прибыльную деятельность, с условием сохранения существующего на сегодняшний день уровня расходов без получения доходов от трансферов и рекламы.

Для выявления способности клуба поддерживать свою деятельность в течение определенного периода времени проведен анализ финансовой устойчивости (табл. 4).

Таблица 4

**Анализ финансовой устойчивости ФК «Брондбю»**

Период	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
ROIC (Рентабельность инвестированного капитала)	11,4 %	-2,8 %	-2,6 %	0,1 %	-3,1 %
Financialleverage (Финансовый рычаг)	0,87	0,75	0,62	0,72	0,54
Liquidityratio (Коэффициенты ликвидности)	0,80	0,95	0,41	0,94	1,02
Coverageratio (Коэффициент обслуживания долга)	10,9	-1,2	-0,8	1,2	-3,2

Расчеты в табл. 4 показывают, что финансовый рычаг, увеличившийся в 2011 г. по причине взятия кредита на строительство собственного стадиона, имеет тенденцию к снижению. С учетом того, что ФК «Брондбю» имеет в собственности всю необходимую спортивную инфраструктуру, и основным стратегическим направлением развития клуба является ведение профильного бизнеса, можно сделать вывод, что в ближайшем будущем долговая нагрузка на клуб будет постепенно снижаться. Снижающийся коэффициент рентабельности инвестированного капитала (ROIC) свидетельствует о том, что расходы на строительство стадиона не повлияли на увеличение доходов. Коэффициент ликвидности на уровне 1,02 в 2015 г. показывает, что футбольный клуб не имеет проблем с погашением краткосрочных обязательств. Однако значение коэффициента обслуживания долга свидетельствует о неспособности клуба в срок погашать долговые обязательства средствами, полученными за счёт операционной деятельности. Для решения данной проблемы руководство поставило себе задачу реализовать непрофильные активы и в течение нескольких лет сократить расходы на выплату зарплат.

Таблица 5

**Анализ расходной части бюджета ФК «Брондбю»**

Коэффициент	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014г.	2015 г.
Расходы по персоналу /выручка	27,6 %	46,3 %	41,3 %	50,3 %	57,7 %
Себестоимость реализованных товаров / выручка	24,3 %	34,2 %	34,7 %	35,9 %	30,2 %
Амортизация/выручка	14,2 %	28,1 %	27,3 %	26,9 %	21,3 %

Данные табл. 5 показывают, что коэффициент «расходы по персоналу / выручка» значительно вырос за период с 2013 по 2015 г. (с 41,3 % до 57,7 %). В основном это связано с вложением рискованных инвестиций в дорогостоящих игроков, которые не принесли ожидаемого результата. Вследствие этого руководство решило расторгнуть контракты со спортсменами и в дальнейшем делать ставку на команду, сформированную из воспитанников местной академии, укрепленную несколькими зарубежными спортсменами с высоким уровнем мастерства, что определенно разгрузит платежную ведомость клуба. Предполагается, что эта стратегия позволит повысить рентабельность и увеличить прибыль. Ожидается также, что к 2019 г. значение данного коэффициента будет равняться 43,8 %. Коэффициент «себестоимость реализованных товаров / выручка» будет держаться на относительно стабильном уровне и к 2019 г. составит 38 %.

Строительство домашнего стадиона команды в 2011 г. значительно увеличило объем инвестированного капитала с 403,2 до 681,5 млн датских крон (табл. 2). Поскольку клуб имеет определенную цель сконцентрироваться именно на футболе как основном направлении бизнеса, предполагается, что после списания с баланса непрофильных активов средний инвестированный капитал будет относительно стабильным. Ряд дорогостоящих игроков покинет клуб, что повлечет за собой снижение стои-

мости нематериальных активов, а на их место придут молодые воспитанники футбольной академии ФК «Брондбю», стоимость контрактов с которыми не капитализируется на балансе. В соответствии с этим можно ожидать сокращение расходов на амортизацию как основных фондов, так и нематериальных активов до 15,3 % от выручки к 2019 г.

На основании того, что доходы футбольного клуба напрямую связаны со спортивными результатами команды, которые зависят от большого количества рисков, предлагается провести анализ нескольких направлений развития клуба: базовый, оптимистичный и пессимистичный сценарии.

В соответствии с базовым сценарием разрабатывается модель, основанная на задачах, которые, с учетом имеющегося уровня мастерства команды и тренерского штаба, могут быть достигнуты. В течение ряда сезонов ФК «Брондбю» в целом не смог реализовать имеющийся потенциал. Однако клуб имеет сильную команду, опытный персонал и лучшую в стране академию по подготовке молодых спортсменов. На основании этого можно предположить, что команда повысит свои спортивные результаты в будущем и сможет стабильно занимать лидирующие позиции в национальном чемпионате.

Стоит также отметить, что из-за сильной конкуренции на национальном уровне ФК «Брондбю» вряд ли сможет завоевать звание чемпиона страны. Из-за высокой конкуренции и на международной арене предполагается, что достигнуть группового этапа Лиги Европы ФК «Брондбю» удастся лишь 1 раз в анализируемом периоде.

Среднесрочный прогноз (2019–2024 гг.) основывается на устойчивых конкурентных преимуществах ФК «Брондбю». Предполагается, что клуб способен достичь успеха с помощью стратегии, основанной на формировании состава в основном из собственных воспитанников, привитии им культуры побеждать, а также использования опыта, накопленного предыдущими поколениями игроков. Ожидается, что в данный период клубу удастся вернуться на самые верхние позиции в чемпионате, что даст команде возможность участия в международных турнирах под эгидой УЕФА. Таким образом, относительно высокий уровень производительности ожидается в среднесрочной перспективе, что повлечет за собой улучшение экономических показателей. Однако на определенном этапе прогнозируется падение уровня мастерства доморощенных игроков, что в первую очередь связывается с недостаточным талантом определенного поколения футболистов. Таким образом, чтобы клуб остался на достигнутых позициях, руководству придется покупать футболистов из других клубов, существенно увеличивая расходы и снижая маржу EBITDA с 15,9 % во временном отрезке с 2017 по 2020 г. до 10 % в период с 2021 по 2024 г.

Клуб имеет самую большую армию болельщиков в стране, но с ухудшением результатов игр темп прироста поклонников клуба довольно снизился и наступила стагнация. Отсюда следует, что в настоящий момент число болельщиков достигло определенного верхнего предела. Уровень развития футбола в Дании не позволяет клубам на равных бороться с европейскими грандами за доступ к новой клиентской базе. Из чего следует, что в прогнозируемый период не следует ожидать каких-либо радикальных изменений в популярности клуба.

Совокупный среднегодовой темп роста выручки ФК «Брондбю» за период между 2017–2020 гг. оценивается в 1,8 %. Исходя из конкурентных преимуществ, предполагается, что клуб способен ежегодно наращивать выручку на 3 % в период между 2021–2024 г. В долгосрочной перспективе ожидается, что к 2024 г. ФК «Брондбю» достигнет устойчивого состояния развития со стабильным темпом роста доходов. Однако следует учесть, что политика руководства сосредоточена на спортивной деятельности, возможности для роста доходов ограничены, таким образом, планируется ежегодный прирост доходов в размере 2 %.

Расчет фундаментальной стоимости ФК «Брондбю» по базовому сценарию развития приводится в табл. 6.

Как показывают данные табл. 6, в настоящее время акции ФК «Брондбю» являются недооцененным рынком, что, вероятно, связано с наличием в деятельности футбольного клуба факторов, поддерживающих большие риски и неопределенность. Тем не менее при проведении оценки различные сценарии развития клуба позволяют брать в расчет основные потенциальные угрозы, которые присущи деятельности спортивного клуба.

Таблица 6

## Расчет стоимости ФК «Брондбю», млн датских крон

Год	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CV
Revenue growth (темп роста выручки)	0,7 %	-7,6 %	0,3 %	1,2 %	14,9 %	-7,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Revenues (выручка от реализации)	206,1	190,3	190,9	193,2	221,9	206,1	210	216,3	222,8	236,4	
Staffcosts (расходы на персонал)	101,9	87,3	75,5	73,3	79,9	72,6	74,3	78,6	90,4	89,6	
CostofGoodsSold (себестоимость реализованных товаров)	62,3	67,8	71,3	74,1	81,9	77,7	80,2	83,7	86,5	88,2	
Расходы на приобретение футболистов	17,1	3,4	2,3	1,1	4,5	4,1	2,1	1,2	5,8	1,6	
Depreciation (амортизация основных средств)	19,8	16,8	16,6	17,5	17,8	18,6	20,5	20,7	21,6	23,2	
Amortization (амортизация и обесценение нематериальных активов)	22,6	13,8	11,4	11,6	13	12,8	12,1	12,8	14,8	16	
ЕВИТ (прибыль до уплаты процентов и налогов)	-17,6	1,2	13,8	15,6	24,8	20,3	20,8	19,3	4,3	17,8	
Taxes on EBIT (налог на прибыль)	(4,4)	(0,3)	(3,9)	(2,4)	(4,5)	(3,6)	-4,7	-4,1	0,3	-1,9	
NOPAT (операционная прибыль)	-17,6	0,9	11,9	7,2	13,3	10,7	14,1	12,2	-1	5,9	
Gross Cash Flow (валовой денежный поток)	24,8	31,5	40,9	37,3	46,1	43,1	46,7	45,7	37,4	45,1	
Operating working capital (оборотный операционный капитал)	54,4	29,5	30,1	36,3	42,7	50,5	35,2	40,3	45,9	60,1	
Net fixed assets (чистые основные средства)	404,9	385,4	365,7	350,3	360,7	340,2	345,9	350,6	355,4	365,7	
Netintangible assets (нематериальные активы)	27,8	18,4	12,6	11,5	17,3	9,8	11,6	13,8	15,9	21,7	
Invested Capital (инвест. капитал)	487,1	433,3	408,4	398,1	420,7	400,5	392,7	404,7	417,2	447,5	

Окончание табл.

Change in Invested Capital (изменение инвестированного капитала)	-87,3	-53,8	-24,9	-10,3	22,6	-20,2	-7,8	12	12,5	16,8	
Free Cash Flow (денежные потоки)	112,1	85,3	65,8	47,6	23,5	63,3	54,5	33,7	24,9	28,3	910,6
PV factor (коэффициент дисконтирования)		0,95	0,90	0,86	0,82	0,78	0,74	0,70	0,67	0,60	0,60
Present Value		81,04	59,22	40,93	19,27	49,37	40,26	23,59	16,68	16,98	546,4
Value of the firm	913,7										
Value of the equity	714,2										
Количество акций	5650000										
Цена за одну акцию Фундамент./ рыночная	126,04/74,87 (12.09.2012)										

Осуществленная оценка стоимости футбольного клуба показала, что применение модели дисконтированных денежных потоков связывается с рядом ограничений. Данный метод не подходит для оценки организаций с отрицательным денежным потоком, чему подвержены многие профессиональные спортивные клубы, не сумевшие поставить свою деятельность на коммерческие рельсы. Другое ограничение – нестабильность финансовых результатов субъектов спортивной индустрии, обусловленных результатами соревнований. В наибольшей степени эта проблема проявляется при расчете постпрогнозной стоимости спортивного клуба, поскольку, согласно теории, после окончания прогнозного периода денежные потоки, генерируемые компанией, стабилизируются на уровне равномерного и долгосрочного темпа роста и развития. Точный расчет ставки дисконтирования, неправильное значение которой может в значительной степени исказить стоимость бизнеса, ставится под угрозу в связи с нестабильностью деятельности в сфере профессионального спорта.

Вышеперечисленные недостатки доходного метода можно устранить с помощью использования затратного и сравнительного методов, которые основываются на фактических данных рынка и балансовой стоимости активов. Таким образом, оценка стоимости бизнеса с использованием всех трех подходов способна в итоге дать максимально точный и достоверный результат.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Титов В.А., Вейнберг Р.Р., Литвишко О.В. Инвестиционные характеристики акций профессиональных спортивных клубов // Фундаментальные исследования. 2015. № 7-2. С. 428-432.
2. Бородин А.И., Макеева Е.Ю. Концепция управления стоимостью компании // Вестн. Удм. ун-та. Сер. Экономика и право. 2013. Вып. 1. С. 15-18.
3. Солнцев И.В. Расчет ставки дисконтирования в оценке футбольного клуба. Финансы и бизнес. 2013. № 1. С. 92-99.
4. Stadtmann G. (2006) Frequent News and Pure Signals: The Case of a Publicly Traded Football Club // Scottish Journal of Political Economy. Vol. 53, no. 4. September. P. 485-504.
5. Литвишко О.В. Финансовые аспекты функционирования спортивных клубов // Теория и практика физической культуры. 2011. № 5. С. 77.
6. Edmans A., Garcia D. & Norli O. (2007). Sports sentiment and stock returns // The Journal of Finance. 62. 1967–1998.
7. Zuber R.A., Yiu P., Lambc R.P. & Gandar J.M. (2005). Investor–fans? An examination of the performance of publicly traded English Premier League teams. Applied Financial Economics, 15. P. 305-313.
8. Scholtens B. & Peenstra W. (2009). Scoring on the Stock Exchange? The Effect of Football Matches on Stock Market Returns: an Event Study // Applied Economics. Vol. 41. P. 3231-3237. Department of Finance, University of Groningen, Groningen, The Netherlands.
9. Солнцев И.В. Применение доходного подхода к оценке футбольного клуба // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2013. № 7 (142). С. 18-29.
10. Восканян Р.О., Екимова К.В. Стоимостной подход к управлению инвестиционной привлекательностью компании // Экономика и предпринимательство. 2015. № 1 (54). С. 442-445.

Поступила в редакцию 17.08.17

*O.V. Litvishko*

#### **PARTICULARITIES OF DETERMINING THE FUNDAMENTAL VALUE OF A PROFESSIONAL SPORTS CLUB**

Russian sport industry is currently transiting to a market economy. Both an increasing role of commercialization and decreasing government sport budget made sports clubs redefine their economic activity. Sports clubs now tend to be more independent. Their main purposes are to learn to make profit from their own resources and efficiently use existent market mechanisms of capital involvement. The possibilities of stock market in mobilization of temporarily available funds may be looked at as sources of financing for sports clubs activities. As a result, it leads to creating special investment tools in the Russian market, which may be considered as objects of investing. On this basis, in assessing the fundamental value of the sports club it is important to consider the specifics of the industry of professional sports. In conditions when sports clubs become full participants in economic processes and can be interesting not only to their own fans, but seen by professional investors as an investment object, along with traditional assets, an important place in the course of investment decision is given to the process of assessing their real value. Assuming the applicability in the assessment of sports clubs traditional methods of determining the fair value of the company in conducting these activities

it is important to consider the specifics of the industry of professional sports, which has a significant impact on the final result of the assessment. The specifics will be discussed in this article.

*Keywords:* economics of sports, securities, stock market, valuation of business, football club, discounted-cash-flow, risks.

Литвишко Олег Валерьевич,  
кандидат экономических наук,  
доцент кафедры Финансового менеджмента  
ФБГОУ ВО «Российский экономический университет  
им. Г.В. Плеханова»  
117997, Россия, г. Москва, Стремянный пер., 36  
E-mail: OL-1@mail.ru

Litvishko O.V.,  
Candidate of Economics, Associate Professor,  
Academic Department of Financial Management  
Plekhanov Russian University of Economics  
Stremyanny lane, 36, Moscow, Russia, 117997  
E-mail: OL-1@mail.ru