



## זרקור // ליגת האלופות

ככל שהמועדון מוכן לשלם סכומי עתק עבור שחקנים מהשורה הראשונה, שוויו של המועדון עולה. וזאת בניגוד מוחלט להגיון כלכלי מאחר ועלות השחקנים המובילים הינה אדירה ולעיתים רחוקות מאוד משתלמת מבחינה כלכלית. דוגמא לכך ניתן למצוא בדורטמונד אשר מכרה את אוסמן דמבלה, הכישרון בן ה-20 לברצלונה בעבור כ-100 מיליון אירו, לכאורה עסקה כלכלית מוצלחת מאחר וכאשר התחיל לשחק בדורטמונד העלות שלו היתה נמוכה יותר. עם זאת, המועדון זוכה למכפיל הכנסות נמוך מאוד –  $0.98x$  בשל אובדן של שחקן מפתח משמעותי.

הדוגמא הבולטת ביותר היא מועדון **מנצ'סטר יונייטד**, הקבוצה המעוטרת ביותר בתארים בתולדות הכדורגל האנגלי.

להלן ביצועי מניית החברה ב-5 השנים האחרונות:



מקור: Capital IQ

המועדון הוא בעל השווי הגבוה ביותר מבין מועדוני הכדורגל הסחירים עם שווי של 3.2 מיליארד דולר. ההכנסות ל-12 החודשים האחרונים עומדות על 820 מיליון דולר והן הגבוהות ביותר מבין המועדונים שנסחרים בבורסה. הכנסות אלו מושפעות ויושפעו ממספר הישגים ספורטיביים: **הראשון** והחשוב ביותר הוא השתתפות בימים אלו בליגת האלופות בשלב שמינית גמר ומאבק על עליה לרבע הגמר מול סביליה הספרדית. **השני** הוא התברגות הקבוצה למקום השני בטבלת הליגה האנגלית. **השלישי** הוא כמובן הישגי העבר כמו זכייה בגביע הליגה בעונה הקודמת או הזכייה בליגה האירופאית במאי 2017. הכנסות המועדון מהישגים מתבטאות בצמיחה בהכנסות של מרצ'נדייז, מכירת כרטיסים למשחקים, שווי שחקנים גבוה יותר בשוק העברות, מתן חסויות ושידורי טלוויזיה עבורן הקבוצה מקבלת כסף וכמובן מענקים מהתאחדות הכדורגל ומפיפ"א. כל זאת משתקף בכך שהמועדון אמנם הינו השיאן מבין המועדונים הסחירים במונחי הכנסות אך המשקיעים מזכים אותו במכפיל הכנסות של  $4.43x$ , גבוה ביחס לממוצע הענף העומד על  $2.01x$ .

בבחינת גרף המניה ניכר כי התשואה ב-5 השנים האחרונות עומדת על כ-39%, תשואה ממוצעת של כ-8% לשנה. התשואה אינה מזהירה במיוחד ובינה ובין התוצאות הכספיות אין קשר ברור מאחר ומהמועדון מתקשה לתרגם את ההכנסות הגבוהות לרווחיות.

בענף הכדורגל העולמי פורסם השבוע כי עידן עופר רכש נתן נוסף ממועדון הפאר אתלטיקו מדריד. עופר רכש 32% ממניות המועדון ב-2 פעימות, הראשונה בנובמבר 2017 והשנייה לפני כשבוע וחצי. עלות הרכישות הסתכמו בכ-100 מיליון אירו או כ-123 מיליון דולר עבור המועדון הספרדי שהוערך רק באמצע 2017 ע"י "פורבס" בכ-730 מיליון דולר. רכישת 32% ממניות המועדון עבור 123 מיליון דולר משקפת שווי של 385 מיליון דולר למועדון, נמוך בהרבה מהערכת השווי של המועדון מלפני שנה.

**פערים אלו ודוגמאות נוספות לעסקאות אשר הציגו שווים "לא כלכליים" למועדונים והפער ביניהם לבין המציאות מוביל לשאלה האם השקעה בקבוצות כדורגל היא בכלל סוגיה כלכלית או שהיא מונעת משיקולים אמוצינוליים?**

במסגרת הבדיקה בחנו את קבוצות הכדורגל הנסחרות בבורסה. בדקנו את הפרמטרים התפעוליים של כל קבוצה, נתונים מאזניים ומכפילים שונים. צמצמנו את קבוצת ההשוואה ל-13 מועדוני הכדורגל מהמובילים בעולם הנסחרים בבורסות האירופאיות ובארה"ב.

מניתוח הטבלה המצורפת נראה כי כמעט ואין חוקיות במונחי מכפילים תפעוליים, מכפילי רווח או יחסי המינוף המאזניים בין הקבוצות. לדוגמא טווח מכפילי הרווח של הקבוצות השונות הינו בין מכפיל הפסד עד כדי מכפיל רווח  $76x$  למנצ'סטר יונייטד. גם במונחי  $EV/EBITDA$  טווח המכפילים הינו רחב מאוד (הפסד –  $20.9x$ ). בדרך כלל כאשר בוחנים מספר חברות אשר משתייכות לאותו סקטור ענפי טווח המכפילים הינו מצומצם יותר.

גם כאשר בוחנים את מכפיל ההכנסות עדיין קשה לייצר קשר סטטיסטי מובהק המסביר את שווי המועדונים. עובדה זאת מעט מפתיעה על רקע העובדה שלקבוצות הכדורגל ישנו רכיב הוצאות קבועות משמעותי ובראשן הוצאות על שכר לשחקנים ולמאמנים, ציוד ספורט וביגוד, אימוני קדם עונה, טיפולי תחזוקה שוטפים למתקנים לדשא ולאצטדיון וכיוצא בזה. תקציב ההוצאות בדרך כלל נקבע טרם תחילת עונת המשחקים והינו יחסית קשיח לכל העונה עם חריגות כלפי מטה בדרך כלל (רכש שחקנים בינאר). כך שככל שההכנסות גבוהות יותר או צפויות לעלות במהלך העונה, מצופה כי משקל ההוצאות הקבועות מסך ההוצאות ירד, וכפועל יוצא הנתונים התפעוליים ישתפרו והרווחיות תעלה בחדות. מרבית המועדונים נסחרים בטווח מכפילי הכנסות של 1-3 טווח רחב מדי בכדי להסיק מסקנות חד משמעיות. חלק מהמועדונים אשר אמנם מעוטרים מבחינה ספורטיבית אך לא מצליחים לתרגם זאת להכנסות משמעותיות או רווחיות נסחרים דווקא במכפיל הכנסות גבוה.

כל זאת, מוביל אותנו למסקנה כי בשווי המועדונים ישנו רכיב אמוצינולאי משמעותי הקשור במותג ובתוצאות הספורטיביות של הקבוצה: קבוצות אשר זוכות להצלחה בליגות בינלאומיות או מקומיות זוכות לתמחור עודף על ידי המשקיעים, אולי בשל הציפיה כי הצלחה זו תתורגם למכירות מוגברות של כרטיסים ומרצ'נדייז. לדוגמא, מנצ'סטר בה נעסוק בהרחבה בהמשך וכן רומא אשר זוכות למכפילים גבוהים מהממוצע. השקעה ברכש נוצץ או לחילופין אבדן שחקן מפתח מתורגמת בדרך כלל לשווי המועדון.



## זרקור // ליגת האלופות

משקיעי מנצ'סטר יונייטד אשר נסחרת במכפיל הכנסות של 4.4x המכפיל הגבוה מכולם, מצפים להמשיך עונת משחקים מוצלחת ואולי אף זכייה בליגת האלופות דבר שיאפשר לכאורה למועדון ליהנות מצמיחה נוספת בהכנסות וזאת על אף העובדה כי גם בעבר התקשתה מנצ'סטר לתרגם הכנסות למונחי רווחיות.

קבוצת הכדורגל ברצלונה שאינה נסחרת בבורסה סיימה את עונת 2016-2017 במחזור הכנסות של כ-650 מיליון אירו. בראיון שניתן לאחרונה לרשת "בלומברג" ציין ג'וזף ברטומיאו, נשיא מועדון ברצלונה, כי קבוצתו צפויה לייצר הכנסות בעונת המשחקים הקרובה של כ-900 מיליון אירו. אם נשתמש בתמחור של מנצ'סטר כאינדיקציה לשווי של ברצלונה נקבל בקירוב שווי מועדון של כ-4.4-4.5 מיליארד אירו בהסתמך על מכפיל של 4-4.5x.

אולם אם נבחן את התנהגות המניה לפי ציוני דרך ספורטיביים נגלה תמונה מעניינת – הישגים ספורטיביים משמעותיים מקבלים ביטוי בשווי לדוגמא:

1. החתמת המאמן ז'וזה מוריניו במהלך מאי 2016 זכיה באותה תקופה בגביע האנגלי השפיעה בעליית ערך של כ-25% על שווי המניה במהלך אותו החודש.
2. תחילת שנת 2017 ועד 26 לפברואר 2017 – זכיה בגביע הליגה תוך החתמות של שחקנים במועד ההעברות בינואר זיכתה את המניה בעליית ערך של כ-15%.
3. זכיה בגביע הליגה האירופאית ב-24 למאי 2017 עוררה אף היא תגובה חיובית במניית החברה.

בחינה מדוקדקת של טבלת השוואה מציגה כי רוב הקבוצות נסחרות במכפילי הכנסות של 1x-2.5x (וסליחה לאוהדי ומשקיעי פנרבחצ'ה וברינגהאם שהוחרגו). הקבוצות המשתתפות העונה ב"ליגת האלופות" כמו רומא, יובנטוס, פורטו ומנצ'סטר נסחרות בטווח הגבוה של מכפילי הכנסות המבטא המשך צפי לעליה בהכנסות העתידיות.

Company		Mkt Cap	Net Debt	*TEV	Tot Rev	EBITDA	EBIT	TEV/Tot Rev	TEV/EBITDA	P/E	Net Inc	Tot Rev, 1Y	Tot
											Margin %	Gr % Debt/Capital	
Manchester United plc (NYSE:MANU)		3193.59	444.14	3637.73	821.89	279.32	85.91	4.43x	13.02x	76.5x	-0.11	13.43%	50.99
Juventus Football Club S.p.A. (BIT:JUVE)		907.56	175.05	1096.84	629.23	177.46	72.78	1.61x	5.76x	20.53x	7.72	44.66%	76.58
Borussia Dortmund GmbH & Co. Kommanditgesellschaft auf Aktien (XTRA:BVB)		658.14	-45.28	610.88	595.35	135.55	57.2	0.98x	4.32x	18.7x	7.96	21.95%	4.76
A.S. Roma S.P.A. (BIT:ASR)		286.43	238.72	544.27	192.79	-67.76	-130.48	2.61x	NM	NM	-24.88	(20.26)%	151.64
Fenerbahçe Futbol A.S. (IBSE:FENER)		266.9	294.05	571.99	137.11	1.33	-12.41	4.03x	NM	NM	-31.48	2.93%	227.71
AFC Ajax NV (ENXTAM:AJAX)		238.61	-100.17	130.83	134.88	12.5	-11.08	0.9x	9.66x	NM	41.84	26.55%	0.02
Olympique Lyonnais Groupe SA (ENXTPA:OLG)		213.45	253.72	474.12	281.05	22.15	-16.86	1.64x	20.94x	-	5.63	24.05%	47.15
Birmingham Sports Holdings Limited (SEHK:2309)		202.33	-13.13	188.63	22.15	-21.69	-26.52	8.53x	NM	NM	-102.75	2.14%	11.72
Celtic plc (AIM:CCP)		173.14	-35.87	163.59	136.4	24.76	11.72	1.16x	6.38x	36.54x	5.63	23.38%	12.68
S.S. Lazio S.p.A. (BIT:SSL)		129.86	42.14	179.11	90.55	8.07	-13.22	1.69x	18.99x	NM	2.44	(27.44)%	72.52
Sporting Clube de Portugal - Futebol, SAD (ENXTLS:SCP)		88.16	113.48	177.22	94.17	-20.79	-44.36	1.79x	NM	NM	-9.6	2.98%	80.49
Sport Lisboa e Benfica - Futebol, SAD (ENXTLS:SLBEN)		36.89	314.22	376.65	146.3	-0.02	-57.99	2.38x	NM	NM	34.73	1.71%	81
Futebol Clube do Porto - Futebol, S.A.D. (ENXTLS:FCP)		19.71	204.49	360.7	112.95	-17.16	-63.46	2.95x	NM	NM	-35.67	30.58%	104.95