

PROCENA VREDNOSTI FUDBALSKIH KLUBOVA: MNOŽIOC VREDNOST PREDUZEĆA / PRIHODI (EV/SALES RACIO)

Racio vrednost preduzeća/prihodi je glavna alternativa P/S raciju. P/S racio ima konceptualnu slabost jer ne prepoznaje da su prihodi preduzeća generisani ne samo imovinom koja je finansirana sopstvenim kapitalom, već i imovinom koja je finansirana pozajmljenim kapitalom. Neki deo prihoda od prodaje preduzeća će biti upotrebljen da se plati kamata i glavnica zajmodavcima preduzeća. Na primer, P/S racio za preduzeće sa malo duga ili bez duga neće biti komparabilan sa P/S raciom preduzeća koje svoje poslovanje većinom finansira dugom. EV/S bi bio osnova za validno poređenje u takvim situacijama. U suštini, EV/S je alternativni racio zasnovan na prihodima koji je posebno koristan kada se porede preduzeća sa različitom strukturom kapitala.

U sledeće dve tabele su prikazane prosečne vrednosti za EV/S racio za izabrane privredne grane.

Tabela 1: EV/sales racio za izabrane privredne grane – Zapadna Evropa¹

Privredna grana	Broj preduzeća	Stopa poslovnog dobitka pre oporezivanja	EV/sales racio
Odeća	122	18,36%	2,67
Bezalkoholni napici	16	11,76%	2,00
Kablovska TV	8	15,61%	1,04
Građevina	147	4,73%	0,69
Farmacija	112	20,32%	3,72
Proizvodnja hrane	141	11,23%	1,95
Maloprodaja (distribucija)	113	6,58%	0,87
Software (sistemi i primena)	246	16,91%	4,25
Hoteli	113	10,73%	1,74

Iz prethodne tabele možemo videti da najveći EV/sales racio ima privredna grana softvera što ukazuje na njenu dobru perspektivu koju tržište nagrađuje sa visokim cenama akcija. Pored toga za sve množioce koji su zasnovani na prihodima a mere se na nivou preduzeća veliki uticaj ima stopa poslovnog dobitka pre oporezivanja. Što je ona veća i ovi množiocci su veći. Iz prethodne tabele možemo da vidimo da posle softvera farmacija ima najveći EV/sales racio 3,72, ali takođe ima i najveću stopu poslovnog dobitka pre oporezivanja 20,32%. Građevina kao što se vidi iz tabele ima najmanji EV/sales racio 0,69, ali i najmanju stopu poslovnog dobitka pre oporezivanja 4,73%.

¹ Tabela je kreirana na osnovu podataka preuzetih sa: www.damodaran.com . Podaci se odnose na početak 2019. godine

Tabela 2: EV/sales ratio za izabrane privredne grane – Tržišta u nastajanju²

Privredna grana	Broj preduzeća	Stopa poslovnog dobitka pre oporezivanja	EV/sales ratio
Odeća	898	5,73%	1,08
Bezalkoholni napici	35	9,91%	1,76
Kablovska TV	32	6,19%	5,64
Građevina	797	5,65%	0,62
Farmacija	626	12,69%	2,50
Proizvodnja hrane	829	6,51%	1,34
Maloprodaja (distribucija)	575	3,05%	0,50
Software (sistemi i primena)	335	12,37%	3,57
Hoteli	396	13,03%	2,55

Na osnovu pregleda EV/sales racia iz prethodne tabele možemo da vidimo da na tržištima u nastajanju najbolje izgleda u budućnosti ima privredna grana kablovske televizije.

U sledećoj ilustraciji ćemo prikazati obračun EV/sales racia.

Ilustracija 1: Obračun množioca vrednost preduzeća u odnosu na prihode³

Preduzeće Stora Enso Oys (Helsinki Stock Exchange: STEAV) je iskazalo prihode od €13.373,6 miliona u 2007. godini. Na osnovu broja emitovanih akcija od 788.619.987 i cene akcija od €8,87 na 12. Februar 2008. godine, ukupna tržišna vrednost sopstvenog kapitala ovog preduzeća je bila €6.998,1 milion. Preduzeće je iskazalo dug od €4.441,5 miliona, manjinski interes od €71,9 miliona i gotovinu od €970,7 miliona. Pretpostavka je da je njegova tržišna vrednost duga jednaka njegovoj knjigovodstvenoj vrednosti duga. Obračunati ratio EV/sales za ovo preduzeće.

Rešenje: Vrednost preduzeća = €6,995,1 milion + €4.441,5 miliona + €71,9 miliona⁴ - €970,7 miliona = €10.537,8 miliona. Otuda EV/sales je = €10.537,8 miliona / €13.323,6 miliona = 0,79.

EV/sales se veoma često koristi u vrednovanju fudbalskih klubova. U nastavku ćemo pomoću jedne ilustracije prikazati metodologiju toga vrednovanja i njegove rezultate.

² Tabela je kreirana na osnovu podataka preuzetih sa: www.damodaran.com . Podaci se odnose na početak 2019. godine

³ Ilustracija je preuzeta iz: Pinto, E, J, Henry, E, Robinson, R, T, Stowe, D, J,(2010), *Equity Asset Valuation*, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey. p. 328

⁴ Vrednost manjinskog interesa se dodaje zbog toga što se u obračunu vrednosti preduzeća koristi tržišna vrednost sopstvenog kapitala. Da se koristila knjigovodstvena vrednost sopstvenog kapitala

Ilustracija 2: Evropska elita 2018. godine – Vrednost fudbalskih klubova⁵

U ovoj studiji je korišćen prilaz u vrednovanju koji se oslanja na množioce zasnovane na prihodima, metoda meri vrednost preduzeća u odnosu na prihode koje to preduzeće generiše. Ova metodologija je podesna i često se primenjuje u utvrđivanju vrednosti fudbalskih klubova iz tri glavna razloga:

- Prihodi su brojke do kojih se lako dolazi i lako se porede, pored toga prihodi su kao što smo videli ranije manje pod uticajem distorzije izazvane računovodstvenim prilagođavanjima;
- Za razliku od finansijskih rezultata koji mogu biti negativni za mnoge klubove, množiocima zasnovani na prihodima se mogu primeniti i na klubove sa znatnim finansijskim nevoljama;
- Prihodi nisu tako volatilni kao dobitna ostvarenja.

Prihodi se onda množe sa množiocima izvedenim na osnovu opservacija množioca za slične klubove čijim se akcijama trguje na berzi (Metodologija uporedivih preduzeća) i množiocima koji su ostvareni prilikom akvizicija sličnih preduzeća (Metodologija uporedivih transakcija). Očito, ovaj prilaz takođe ima i neka ograničenja. Prvo, fokusiranje na prihode bi vodilo u veću vrednost preduzeća za klubove koji generišu veći obim prihoda a ujedno imaju i značajne gubitke zbog toga što nisu sposobni da kontrolišu troškove. Drugo, ova metodologija ne reflektuje u potpunosti aktive analiziranih klubova.

U sledećoj tabeli je prikazana vrednost preduzeća za 10 Evropskih klubova rangirani po veličini ove vrednosti u 2018. godini:

Tabela 3: Vrednost preduzeća za Evropske fudbalske klubove, u evrima, milioni

Rb.	Klub	Vrednost preduzeća (EV)
1.	Manchester United FC	3.255
2.	Real Madrid CF	2.920
3.	FC Barcelona	2.783
4.	FC Bayern München	2.552
5.	Manchester City FC	2.160
6.	Arsenal FC	2.102
7.	Chelsea FC	1.765
8.	Liverpool FC	1.580
9.	Juventus FC	1.302
10.	Tottenham Hotspur FC	1.286

⁵ Ilustracija je kreirana prema: KPMG Sports Advisor Practice (2018), *The European Elite 2018 – Football Club's Valuation*