

SPORT

Reporte Trimestral

29 de julio 2019

Se desaceleró el ritmo de crecimiento

www.banorte.com
@ analisis_fundam

- **Sports World reportó cifras del 2T19, neutrales respecto de nuestros estimados, impulsadas por el efecto de la NIIF 16. No obstante, en una base ajustada, los crecimientos fueron marginales**
- **Los ingresos crecieron 2.7% A/A a P\$498m (-4.6% vs BNTE), mientras que el EBITDA (sin efectos contables) aumentó 1.7% a P\$78m con un margen de 15.7% muy similar al del 2T18 (-10pb)**
- **Asumimos una posición más conservadora en nuestro modelo de valuación, ante la incertidumbre local, por lo que recortamos nuestro PO2019 a P\$19.00, reiterando MANTENER**

Valentín Mendoza

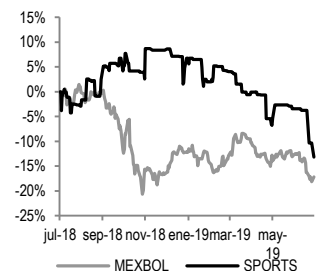
Subdirector
Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales /
Consumo Discrecional
valentin.mendoza@banorte.com

MANTENER

Precio Actual	P\$16.50
PO 2019	P\$19.00
Dividendo	0.00
Dividendo (%)	0.0%
Rendimiento Potencial	15.2%
Máx - Mín 12m (P\$)	21.00- 16.50
Valor de Mercado (US\$m)	70.9
Acciones circulación (m)	0.9
Flotante	77.4%
Operatividad Diaria (P\$ m)	0.9
Múltiplos U12M	
FV/EBITDA	7.9x
P/U	-55.7x

Se desacelera el ritmo de crecimiento. Calificamos el reporte de Sports World como neutral, alineado a expectativas en términos operativos aunque siendo ligeramente más débil a nivel neto. En el trimestre, los usuarios aumentaron 0.7% A/A a 90,143, mientras que los ingresos lo hicieron 2.7% a P\$498m (-4.8% vs BNTE), ante un incremento de 0.6% en la venta de cuotas de mantenimiento y membresías y de 13.2% en otros ingresos. Mientras tanto, por el efecto de la NIIF 16, los gastos se redujeron 3.4%, traduciéndose en una expansión de 21.6pp en el margen EBITDA a 37.4%, e impulsando el flujo de operación 142.4% a P\$186m (-2.0% vs BNTE). No obstante, en una base ajustada por los cambios contable, la rentabilidad se habría mantenido en un nivel muy similar a la del 2T18 (-10pb A/A a 15.7%), presionada modestamente por el incremento en el gasto corporativo, con lo que el EBITDA crecería 1.7% a P\$78m. Finalmente, a nivel neto, Sport reportó una pérdida de P\$33m, comparando desfavorablemente vs la utilidad de P\$12m registrada en el mismo periodo del año anterior y vs nuestra expectativa de -\$22m, impactada por un RIF 523% mayor, ante un pago de intereses superior en 382%, como resultado de la NIIF 16 y un mayor apalancamiento.

Rendimiento relativo al IPC 12 meses



Estados Financieros

	2017	2018	2019E	2020E
Ingresos	1,666	1,934	2,025	2,225
Utilidad Operativa	112	129	255	310
EBITDA	293	333	786	897
Margen EBITDA	17.6%	17.2%	38.8%	40.3%
Utilidad Neta	53	49	-94	-131
Margen Neto	3.2%	2.5%	-4.7%	-5.9%
Activo Total	1,886	2,141	4,735	4,835
Disponible	69	126	87	69
Pasivo Total	954	1,147	3,755	4,094
Deuda	555	684	3,278	3,595
Capital	932	994	980	741

Múltiplos y razones financieras

	2017	2018	2019E	2020E
FV/EBITDA	6.2x	5.6x	5.7x	5.4x
P/U	24.9x	27.0x	-14.0x	-10.1x
P/VL	1.4x	1.3x	1.3x	1.8x
ROE	5.8%	5.1%	-9.5%	-15.2%
ROA	2.8%	2.3%	-2.0%	-2.7%
EBITDA/ intereses	6.9x	6.9x	6.9x	6.9x
Deuda Neta/EBITDA	1.7x	1.7x	4.1x	3.9x
Deuda/Capital	0.6x	0.7x	3.3x	4.8x

Fuente: Banorte

SPORT– Resultados 2T19

Cifras nominales en millones de pesos

Concepto	2T18	2T19	Var %	2T19e	Var % vs Estím.
Ventas	485	498	2.7%	523	-4.8%
Utilidad de Operación	26	55	108.1%	56	-1.1%
Ebitda	77	186	142.4%	190	-2.0%
Utilidad Neta	12	-33	N.A.	-22	48.9%
Márgenes					
Margen Operativo	5.4%	11.0%	5.6pp	10.6%	0.4pp
Margen Ebitda	15.8%	37.4%	21.6pp	36.3%	1.1pp
Margen Neto	2.5%	-6.7%	-9.2pp	-4.3%	-2.4pp
UPA	\$0.15	-\$0.42	N.A.	-\$0.28	N.A.

Fuente: Banorte

Estado de Resultados (Millones)

Año	2018	2019	2019	Variación	Variación
Trimestre	2	1	2	% A/A	% T/T
Ventas Netas	485	489	498	2.7%	1.9%
Costo de Ventas				N.A.	N.A.
Utilidad Bruta	485	489	498	2.7%	1.9%
Gastos Generales	459	432	443	-3.4%	2.5%
Utilidad de Operación	26	56	55	108.1%	-2.1%
Margen Operativo	5.4%	11.5%	11.0%	5.6pp	(0.5pp)
Depreciación Operativa	50	126	131	160.4%	4.6%
EBITDA	77	182	186	142.4%	2.5%
Margen EBITDA	15.8%	37.2%	37.4%	21.6pp	0.2pp
Ingresos (Gastos) Financieros Neto	(14)	(86)	(89)	>500%	3.3%
Intereses Pagados	18	89	89	382.1%	-0.2%
Intereses Ganados	2	3	1	-41.1%	-70.0%
Otros Productos (Gastos) Financieros	(0)	(0)	(0)	-70.5%	
Utilidad (Pérdida) en Cambios	3	0	(1)	N.A.	N.A.
Part. Subsidiarias no Consolidadas				N.A.	N.A.
Utilidad antes de Impuestos	12	(30)	(34)	N.A.	13.5%
Provisión para Impuestos	(0)	1	(0)	>500%	N.A.
Operaciones Discontinuas					
Utilidad Neta Consolidada	12	(31)	(33)	N.A.	6.8%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Utilidad Neta Mayoritaria	12	(31)	(33)	N.A.	6.8%
Margen Neto	2.5%	-6.4%	-6.7%	(9.2pp)	(0.3pp)
UPA	0.154	(0.389)	(0.416)	N.A.	6.8%

Estado de Posición Financiera (Millones)

Activo Circulante	233	234	200	-14.2%	-14.7%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	95	90	46	-51.7%	-48.7%
Activos No Circulantes	1,742	4,329	4,326	148.4%	-0.1%
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	1,409	1,519	1,539	9.2%	1.3%
Activos Intangibles (Neto)	34	62	71	107.1%	14.3%
Activo Total	1,975	4,563	4,526	129.2%	-0.8%
Pasivo Circulante	387	865	936	142.1%	8.2%
Deuda de Corto Plazo	8	434	530	>500%	22.0%
Proveedores	371	431	407	9.5%	-5.7%
Pasivo a Largo Plazo	645	2,737	2,662	312.9%	-2.7%
Deuda de Largo Plazo	628	2,720	2,644	321.0%	-2.8%
Pasivo Total	1,032	3,602	3,598	248.8%	-0.1%
Capital Contable	943	961	928	-1.6%	-3.5%
Participación Minoritaria				N.A.	N.A.
Capital Contable Mayoritario	943	961	928	-1.6%	-3.5%
Pasivo y Capital	1,975	4,563	4,526	129.2%	-0.8%
Deuda Neta	541	3,065	3,128	478.4%	2.1%

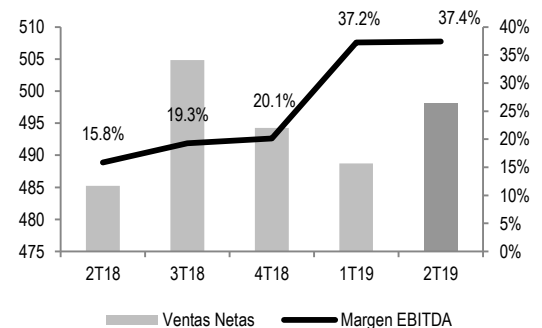
Estado de Flujo de Efectivo

Flujo del resultado antes de Impuestos	22.4	160.0	105.4
Flujos generado en la Operación	(84.7)	(70.4)	(52.9)
Flujo Neto de Actividades de Inversión	90.5	(126.4)	(96.3)
Flujo neto de Actividades de Financiamiento			
Incremento (disminución) efectivo	28.1	(36.8)	(43.7)

Fuente: Banorte, BMV

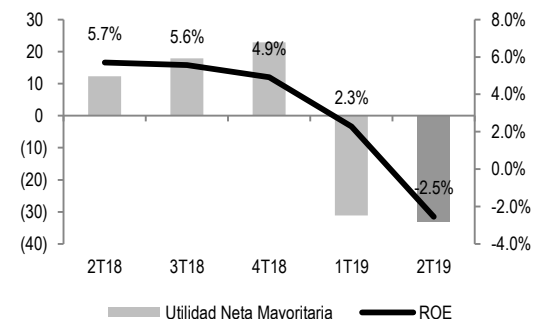
Ventas y Margen EBITDA

Cifras en millones



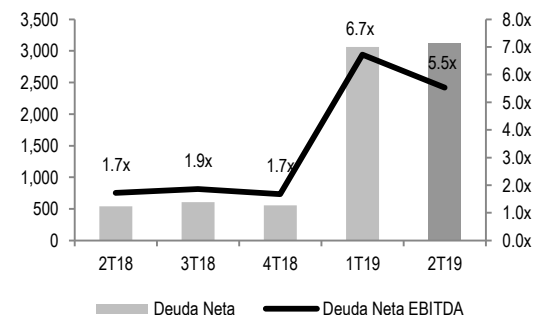
Utilidad Neta y ROE

Cifras en millones



Deuda Neta / Deuda Neta a EBITDA

Cifras en millones



Los usuarios se mantuvieron prácticamente estables. Sports World reportó 90,143 usuarios activos al cierre del 2T19, lo cual representó un aumento de 0.7% A/A. Dicho desempeño se explica por un retroceso de 5.8% en los miembros mismos clubes (vs +2.5%e), debido principalmente al efecto del cierre de SW Centenario con ~4,000 usuarios, incluso a pesar de una tasa de deserción 30pb menor (1.6% vs 2.0%e), los cuales habrían sido compensados por la adición de 5,882 usuarios en los clubes recientemente inaugurados.

Los ingresos estuvieron en línea con lo esperado. Las ventas de SPORT alcanzaron P\$498m durante el segundo trimestre de 2019, incrementándose interanualmente 2.7% (-4.8% respecto de nuestro estimado de P\$523m). Este desempeño se atribuye a: (1) un incremento de 0.6% en los ingresos por cuotas de mantenimiento y membresías, ante un aumento de 2.3% en las cuotas de mantenimiento y una caída de 30.3% en las de membresías; y (2) otros ingresos creciendo 13.2% A/A, debido a un aumento de 13.7% en los ingresos deportivos y de 46.5% en otros ingresos del negocio, aunque vale la pena mencionar que en esta ocasión se registró una caída de 48.1% en los ingresos por patrocinios.

NIIF 16 impulsó el EBITDA. La adopción de la NIIF 16 se tradujo en una reducción de 3.4% en los gastos de operación de la compañía, con lo que el EBITDA se incrementó 142.4% A/A a P\$186m, siendo en línea con nuestra expectativa de P\$190m (-2.0% vs BNTe), mientras que el margen respectivo se expandió en 21.6pp a 37.4%. No obstante lo anterior, en una base ajustada por los cambios contables, el flujo de operación habría aumentado interanualmente tan sólo 1.7% a P\$78m, como resultado de un aumento de 4.4% en los gastos operativos ante un repunte de 4.8% en los de operación de clubes y de 9.8% en los corporativos, tras lo cual el margen EBITDA se habría deteriorado en 10pb a 15.7%.

La utilidad neta se vio presionada por el fuerte incremento en el RIF. SW reportó una pérdida neta de P\$33m, la cual compara desfavorable respecto de la utilidad de P\$12m registrada en el mismo periodo del año anterior y vs nuestro estimado de -P\$22m. Dicho resultado se explica por un RIF 523% mayor A/A, ante un pago de intereses superior en 382%, como resultado de la NIIF 16 y un mayor apalancamiento.

Bajó el apalancamiento. El apalancamiento de la compañía disminuyó a 5.5x DN/EBITDA desde 6.7x en el 1T19. Vale la pena mencionar que dicho cambio se explica, primordialmente, por una mayor generación de EBITDA U12M y una deuda con costo prácticamente estable secuencialmente, los cuales compensaron el efecto de una disminución T/T de P\$44m en la caja.

Revisamos nuestros estimados. Hemos ajustado nuestro modelo de proyecciones reflejando los efectos de la NIIF 16. Asimismo hemos incorporado los [nuevos estimados de crecimiento económico de nuestra área de Análisis Económico](#), así como las [trayectorias más recientes para el tipo de cambio y tasas de nuestra área de Estrategia](#).

	Estimados					
	2019 (actual)	2019 (anterior)	Δ%	2020 (actual)	2020 (anterior)	Δ%
Ventas+	2,025	2,218	-8.7%	2,225	2,512	-11.4%
EBITDA+	786	404	+94.6%	897	494	+81.6%
Margen*	38.8%	18.2%	+20.6%	40.3%	19.7%	+20.6%
Utilidad neta+	-94	67	N.A.	-131	116	N.A.

Recortamos nuestro PO2019. Asumimos una postura más conservadora en nuestro modelo de valuación para las acciones de Sports World. A la luz de un entorno de incertidumbre local y una menor confianza por parte de los inversionistas hacia el mercado accionario mexicano en general, y tras incluir el efecto de la NIIF 16, mediante un modelo de valuación relativa, recortamos nuestro PO2019 a P\$19.00 desde P\$24.00. Éste implica un múltiplo objetivo FV/EBITDA 2019E de 6.0x, por debajo del actual y equivalente a un descuento cercano al 13% frente al promedio de 3 años del múltiplo conocido (6.9x). En ese sentido, ante el rendimiento potencial, reiteramos nuestra recomendación de MANTENER.

Certificación de los Analistas.

Nosotros, Gabriel Casillas Olvera, Delia María Paredes Mier, Alejandro Padilla Santana, Manuel Jiménez Zaldívar, Tania Abdul Massih Jacobo, Katia Celina Goya Ostos, Juan Carlos Alderete Macal, Marissa Garza Ostos, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Hugo Armando Gómez Solís, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, Valentín III Mendoza Balderas, Santiago Leal Singer, Francisco José Flores Serrano, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Jorge Antonio Izquierdo Lobato y Leslie Thalía Orozco Vélez, certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

Guía para las recomendaciones de inversión.

	Referencia
COMPRA MANTENER VENTA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

Historial de PO y Recomendación

Emisora	Fecha	Recomendación	PO
SPORT S	29/07/2019	Mantener	\$19.00
SPORT S	25/02/2018	Mantener	\$24.00
SPORT S	26/02/2018	Mantener	\$21.50
SPORT S	26/10/2017	Compra	\$21.50

Directorio de Análisis

Gabriel Casillas Olvera	Director General Adjunto Análisis Económico y Bursátil	gabriel.casillas@banorte.com	(55) 4433 - 4695
Raquel Vázquez Godínez	Asistente Dir. General Adjunta Análisis Económico y Bursátil	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967

Análisis Económico

Delia María Paredes Mier	Directora Ejecutiva Análisis y Estrategia	delia.paredes@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Katia Celina Goya Ostos	Subdirector Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Subdirector Economía Nacional	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Gerente Economía Regional	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
Francisco José Flores Serrano	Gerente Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611

Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio

Alejandro Padilla Santana	Director Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Santiago Leal Singer	Subdirector Estrategia de Tipo de Cambio	santiago.leal@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Leslie Thalía Orozco Vélez	Gerente Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 1670 - 1698

Análisis Bursátil

Manuel Jiménez Zaldivar	Director Análisis Bursátil	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Víctor Hugo Cortes Castro	Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Marissa Garza Ostos	Conglomerados / Financiero / Minería / Químico	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Aerolíneas / Aeropuertos / Cemento / Fibras / Infraestructura	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Valentín III Mendoza Balderas	Autopartes / Bienes Raíces / Comerciales / Consumo Discrecional	valentin.mendoza@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Jorge Antonio Izquierdo Lobato	Analista	jorge.izquierdo.lobato@banorte.com	(55) 1670 - 1746
Itzel Martínez Rojas	Analista	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251

Análisis Deuda Corporativa

Tania Abdul Massih Jacobo	Directora Deuda Corporativa	tania.abdul@banorte.com	(55) 5268 - 1672
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugoa.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248

Banca Mayorista

Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(81) 8319 - 6895
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5268 - 9996
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión Financ. Estruct.	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 1002
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8318 - 5071
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5004 - 1453
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5268 - 9004
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 5004 - 1454