

The Gym Group plc (GYM)

Como bien sabéis en Global Quality Edge Fund prestamos muchísima atención a encontrar y analizar empresas con fuertes y sostenibles ventajas competitivas, pero a la vez, también analizamos en detalle cambios contables que puedan modificar el perfil de solvencia de una compañía.

GYM es una compañía que aparece recurrentemente en muchos fondos de renta variable españoles y a priori parece tener un buen modelo de negocio. En su factsheet para inversores, GYM se describe de la siguiente manera:

The Gym Group is a fast growing, leading disruptive provider of high quality low cost gyms, with 165 gyms in major towns and cities nationwide. Founded in 2007 by Founder Director John Treharne, the Group pioneered the low-cost gym model and has now grown to over 796,000 members.

Texto 1: Descripción propia de la empresa The GYM Group plc.

GYM se encuentra en una fase de alto crecimiento en un mercado potencial superior a los £5bn, con 165 aperturas de nuevos gimnasios en Reino Unido durante los últimos diez años. Nos gusta el modelo de suscripción como modelo de negocio, vinculado a una cuota mensual promedio por usuario de £17,91. Con una cuota de mercado actual en UK cercana al 25%, parece que GYM aún está en una fase inicial de su crecimiento.

¿Cómo está financiando su crecimiento GYM?

No ponemos en entredicho el modelo de negocio de GYM pero si nos preocupa un poco más como está la propia empresa financiando su crecimiento de nuevas aperturas. Este crecimiento se financia en gran parte a través de leasings operativos, instrumento que hasta 2019 era un pasivo fuera de balance y por tanto se imputaba como gasto en la cuenta de resultados y no aparecía como pasivo en el balance.

GLOBAL QUALITY **EDGE** FUND

Seeking Moat or High Quality stocks around the world

Bajo IFRS y a partir de 2019, todas las compañías cotizadas se han visto obligadas a capitalizar los arrendamientos operativos (leasings operativos) en el balance. Este cambio implica crear un activo intangible, un pasivo que será mayor deuda, eliminar el gasto por alquileres de la cuenta de resultados y por tanto incrementar el Ebitda e incorporar el coste por amortización del citado activo. El importe para capitalizar equivaldrá al valor neto futuro de los pagos anuales. Esta medida impactará fuertemente sobre el endeudamiento y la rentabilidad de la empresa, especialmente en sectores como retail, restauración, líneas aéreas, ... La nueva norma contable no se aplicará igual para USGAAP y IFRS, ya que para IFRS todos los arrendamientos se tratarán como arrendamientos financieros cosa que no sucederá para USGAAP, donde los arrendamientos operativos a menos de doce meses no hará falta capitalizarlos.

Vamos a analizar entonces como afecta este cambio a GYM.

➤ **Situación antes del cambio contable a cierre anual 2018.**

Consistent with others in the industry, the Group monitors capital on the basis of the gearing ratio. This ratio is calculated as net debt divided by total capital. Net debt is calculated as total borrowings less cash and cash equivalents. Total capital is calculated as equity as shown in the Consolidated Statement of Financial Position plus net debt. The gearing ratios for the periods under review are as follows:

	2018 £'000	2017 £'000
Total borrowings	49,000	38,000
Less: cash and cash equivalents	(3,027)	(457)
Net debt	45,973	37,543
Total equity	159,488	136,292
Total capital	205,461	173,835
Gearing ratio	22%	22%

Tabla 1: Deuda neta total a cierre de 2018 y 2017.

En la tabla 1, observamos como a cierre anual de 2018 GYM es una empresa totalmente saneada, con una deuda neta total de £46M y un Ebitda de £35M, por tanto, la relación de deuda neta a Ebitda es de 1,31 veces. Pero vamos a ver ahora como un cambio contable puede cambiar la estructura financiera de una compañía de forma radical.

➤ **Situación posterior al cambio contable a 1H19.**

Lo primero que observamos en la publicación semestral para 2019 es una reclasificación de conceptos:

Group Adjusted EBITDA - Pre-IFRS 16 definition of Group Adjusted EBITDA is operating profit (including IAS17 rent costs) before depreciation, amortisation, long term employee incentive costs and exceptional items, and is a non-IFRS GAAP measure. Post IFRS 16 definition of Group Adjusted EBITDA is operating profit before depreciation, amortisation, long term employee incentive costs and exceptional items, and after cash rent costs.

Texto 2: Reclasificación interna de conceptos contables a 1H19

- *Non-property net debt* - is calculated as borrowings less property finance leases and cash and cash equivalents.

Texto 3: Reclasificación concepto de deuda a 1H19.

Como observamos en el texto 3, GYM separa la deuda en dos conceptos, "Non-property net debt" y "net debt", claro Red Flag en nuestra opinión.

El efecto real del cambio contable se puede empezar a observar en la tabla 2, aumentado la deuda total en unos £250M adicionales aunque no he encontrado ningún párrafo adicional donde GYM cuantifique y explique en detalle esta cambio material.

	30 June 2019 under IAS17	Impact of IFRS16	Opening balance at 1 July 2019
	£'000	£'000	£'000
Property, plant and equipment	167,646	202,791	370,437
Intangible assets	77,503	8,424	85,927
Current assets	27,704	(13,287)	14,417
Current liabilities	64,257	(20,022)	44,235
Finance lease liabilities	-	246,242	246,242
Deferred tax liabilities	(3,176)	3,540	364

Tabla 2: Capitalización de los leasings operativos en balance

La mejor forma de analizarlo es observar la nota 27 de la memoria de cierre de 2018 (Tabla 3), donde GYM detalla el valor neto presente de los pagos anuales que hay que descontar a su tasa marginal consolidada.

GLOBAL QUALITY **EDGE** FUND

Seeking Moat or High Quality stocks around the world

27. Commitments and contingencies

Operating lease commitments

The Group has entered into leases on commercial real estate. These leases have an average outstanding life of 12.7 years (2017: 14.1 years) with no renewal option included in the contracts. There are no restrictions placed on the Group by entering into these leases.

Future minimum rentals payable under non-cancellable operating leases as at 31 December, analysed by the period in which they fall due, are as follows:

	2018 £'000	2017 £'000
Within one year	24,546	18,634
Between one and two years	25,345	20,225
Between two and five years	103,676	62,296
Greater than five years	186,240	191,906
	339,807	293,061

Tabla 3: Valor neto presente de los pagos anuales por arrendamientos operativos descontados a cierre anual 2018.

El valor resultante de £340M, es el equivalente al valor de £247M de la tabla 2 antes de descontar a su tasa marginal.

En resumen, el cambio contable de IAS 16 resulta en una ratio de deuda neta a EbitdaR (ajustado por alquileres) de casi 5 veces respecto a las 1,3 veces antes del cambio contable. Este impacto hoy no representa un problema para GYM pero hay que recordar que el negocio de gimnasios, no deja de ser un negocio cíclico apalancado a la economía británica, por tanto, ante una desaceleración fuerte de la economía el elevado endeudamiento podría ser un riesgo para GYM.

Quim Abril Auladell

Fundador y gestor de **Global Quality Edge Fund**

GLOBAL QUALITY **EDGE** FUND

Seeking Moat or High Quality stocks around the world

Disclaimer

Escribí este informe yo mismo y expresa solo mis propias opiniones. Este informe no es una recomendación de compra o de venta. De forma directa o indirecta, el gestor tiene posición en los activos aquí mencionados.