



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magíster en Finanzas

Valuación de Madison Square Garden Sports Corp.

Autor: Lucas Schirripa

DNI: 37.183.747

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, 16 de marzo de 2023



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magíster en Finanzas

Valuación de Madison Square Garden Sports Corp.



Autor: Lucas Schirripa
DNI: 37.183.747

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, 16 de marzo de 2023

Índice

1. Resumen ejecutivo	3
2. Glosario	5
3. Descripción del negocio	8
3.1 Historia de la compañía	13
3.2 Capital accionario	18
3.3 Segmentos operativos	22
3.4 Estrategias y perspectivas de crecimiento	31
3.5 Calificaciones y resumen	36
4. Análisis de la industria y la competencia	38
4.1 Mercado global y local	38
4.2 Características de la industria	42
4.3 La competencia y posicionamiento	47
5. Análisis Financiero	53
5.1 Indicadores de rentabilidad	53
5.2 Indicadores de gestión operativa	60
5.3 Indicadores de estructura de capital y endeudamiento	62
5.4 Indicadores de liquidez	64
5.5 Análisis con comparables	65
6. Valuación de MSGS Corp.	69
6.1. Valuación por el método de Flujo de Fondos Descontados	69
6.1.1. Consideraciones preliminares	69
6.1.2. Flujos de fondos	70
6.1.3. Tasa de descuento	78
6.1.4. Valor terminal	84
6.1.5. Resultados de la valuación	85
6.1.6. Análisis de sensibilidad	87
6.2. Valuación relativa: por múltiplos de empresas comparables	89
6.3. Conclusiones	93
7. Bibliografía	94
7.1. Académica	94
7.2. Artículos, informes y reportes	94
7.3. Sitios web	95
8. Anexos	97

1. Resumen ejecutivo

Madison Square Garden Sports Corp. es una compañía de origen estadounidense dedicada a la gestión de equipos deportivos profesionales dentro de la industria del entretenimiento. Su sede central se encuentra en la ciudad de Nueva York, Estados Unidos.

Dentro de los mencionados equipos se encuentran los New York Knicks, quienes participan de la liga de básquet más grande del mundo, popularmente conocida como NBA, y los New York Rangers quienes compiten en otra de las ligas más famosas del mundo pero en este caso del hockey, denominada NHL. Ambos equipos juegan sus partidos de local en el Madison Square Garden Arena, icónico lugar conocido como el "Garden" o "el estadio más famoso del mundo", y está ubicado en el centro de Manhattan.

El objeto del presente trabajo es valorar, con fecha 30 de junio de 2022, el capital accionario de Madison Square Garden Sports Corp. a través de dos metodologías complementarias.

En una primera parte, se presenta una descripción del negocio, su historia y aspectos más relevantes, como la composición de su capital, sus segmentos de mercado y sus actividades en torno a la sustentabilidad de la compañía. Luego se presenta un análisis de la industria, que incluye al mercado de entretenimiento y deportivo, así como también un análisis competitivo. Con posterioridad, se desarrolla un análisis financiero de la firma y una comparación con sus pares de mercado.

En la segunda parte, se describen los cálculos y estimaciones realizados para la valuación, hasta arribar al precio del capital accionario de la firma.

En primer lugar, se realiza una valuación a través del método de Flujo de Fondos Descontados. Para esto se utilizan los Flujos de Fondos disponibles para la firma, que se descuentan a una tasa de descuento WACC calculada en base al modelo de Capital Asset Pricing Model (CAPM). Este cálculo arroja un valor del capital accionario de la firma de US\$ 139,38 por acción. Al 30 de junio, el precio de las acciones ordinarias de Madison Square Garden Sports en el mercado ascendía a US\$ 151. Esta cotización observada podría reflejar expectativas de mayor crecimiento futuro o de menor riesgo que las consideradas en el modelo de valuación.

De todas formas, el análisis de sensibilidad practicado surge que el valor calculado puede oscilar entre los US\$ 123,65 y los US\$ 156,20.

Posteriormente, se aproxima el valor de la compañía mediante el uso del método de Valuación por Múltiplos de Mercado, haciendo una comparación con empresas comparables que cotizan en bolsa, participantes dentro de la industria del entretenimiento en Estados Unidos y particularmente con presencia en Nueva York. Para este ejercicio, se ha seleccionado la métrica EV/EBITDA, por tratarse de un múltiplo de uso muy utilizado en la práctica financiera.

El resultado obtenido mediante este método de valuación sitúa el precio de la acción entre los US\$ 157,80 y los US\$ 181,28.



2. Glosario

Arena License Agreements: términos en inglés utilizados para referirse a los acuerdos pactados con MSG Entertainment mediante los cuales se accede al uso de las instalaciones de los estadios pagando determinadas tarifas, y a su vez estos rigen cómo se distribuirán los ingresos y gastos por los distintos eventos organizados dentro de las instalaciones de MSGE.

CAGR: del inglés, “compound average growth rate”, significa tasa promedio de crecimiento anual compuesta.

Capitalización de mercado: medida o dimensión económica del capital de una empresa. Se calcula como el precio por acción en un momento dado multiplicado por el número de acciones emitidas de una empresa.

CEO: del inglés, “chief executive officer”. En español, significan director ejecutivo. Es el máximo responsable de la gestión y dirección administrativa de la empresa.

COVID-19: enfermedad por coronavirus, surgida en 2019 y expandida desde entonces. Es una enfermedad infecciosa causada por el SARS-CoV-2.

Draft: son eventos anuales que realizan las competencias deportivas como la NBA y la NHL en donde los diferentes equipos competidores tienen la oportunidad de seleccionar a jóvenes promesas que aplican para este proceso, el orden de elección será definido en función de los récords de la temporada inmediata anterior y una instancia de lotería.

EBIT: del inglés, “earnings before interests and taxes”. Significa ganancias antes de intereses e impuestos.

EBITDA: del inglés, “earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations”. Significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Esports: es el término utilizado en el idioma inglés para referirse a los deportes electrónicos o digitales, que también pueden ser referenciados como “e-sports” o “gaming”.

EV: del inglés, Enterprise Value. Es el valor total de una empresa.

Kd: costo de la deuda. Es el costo que debe asumir una empresa al tomar deuda financiera, y está expresado como una tasa de interés.

Ke: costo del capital propio o costo del equity. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.

Madison Square Garden Arena: estadio en el que se realizan eventos deportivos, musicales y de entretenimiento. Conocido también como *MSG*, el *Madison*, el *Garden* o el *estadio más famoso del mundo*.

Merchandising: productos publicitarios de las marcas ofrecidos para el consumo del público.

MSGE: siglas de Madison Square Garden Entertainment, y símbolo con el que la empresa opera en la bolsa de valores.

MSGE Distribution: denominación de la operación que dio lugar a la separación del segmento de entretenimiento del deportivo pertenecientes a la empresa Madison Square Garden Company, posteriormente denominada Madison Square Garden Sports (la que mantendría la unidad de deportes), mientras que Madison Square Garden Entertainment se convertiría en una empresa independiente operando el negocio de entretenimiento.

MSGS: siglas de Madison Square Garden Sports Corp., y símbolo con el que la empresa opera en la bolsa de valores.

NBA: siglas del inglés para “National Basketball Association”, es la primera liga estadounidense de básquet.

NHL: siglas del inglés para “National Hockey League”, es la principal liga estadounidense de hockey.

Playoffs: instancia competitiva de eliminación directa que da lugar hacia las finales de cada liga, y solamente se clasifican los equipos con mejor rendimiento durante la temporada regular.

ROA: del inglés, “return on assets”. Significa retorno sobre los activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos (EBIT/Total Activos).

ROE: del inglés, “return on equity”. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto (Ganancia Neta/Patrimonio Neto).

SEC: siglas del inglés para “Securities and Exchange Commission”, que es una agente independiente dentro del gobierno de Estados Unidos dedicado a hacer cumplir las leyes en contra de la manipulación de mercado.

Spin-off: palabra en inglés que significa escindir, en español. Existen distintos métodos a través de los cuales una compañía puede desinvertir (vender) algunos de sus activos. En este caso, un spin-off se refiere a cuando una compañía matriz (controlante) se desprende de alguno de sus segmentos o divisiones distribuyendo acciones de una nueva compañía subsidiaria a los accionistas existentes. Una vez concretada la escisión, estos van a contar entonces con acciones de las dos compañías conformadas, la original y la nueva. Cada una de estas compañías son una entidad diferente, y poseen su propia administración.

Stakeholders: palabra en inglés que significa interesado, en español. Son las distintas partes que pueden estar interesadas en el negocio de la empresa, como son tanto sus proveedores y clientes, como los accionistas y la comunidad que los rodea.

US\$: signo monetario en representación del dólar estadounidense, que es la moneda de curso legal en Estados Unidos y otros países.

WACC: del inglés, “weighted average cost of capital”. Es el costo promedio ponderado del capital.

3. Descripción del negocio

Madison Square Garden Sports Corp. es una empresa de origen estadounidense dedicada a la gestión de un grupo de activos, de los cuales es dueña, incluyendo algunos de los más reconocidos equipos en el deporte. Estos equipos son los New York Knickerbockers (“Knicks”), quienes participan de la liga de básquet más grande del mundo, popularmente conocida como NBA, y los New York Rangers (“Rangers”) quienes compiten en la liga de hockey más famosa del mundo denominada NHL. Ambos equipos juegan sus partidos de local en el Madison Square Garden Arena, conocido como el “Garden” o “el estadio más famoso del mundo”, por estar ubicado en el medio de Manhattan.

Al ser una de las franquicias originales de la NBA, los Knicks tienen una gran historia que incluye ocho participaciones en las finales de la NBA, consiguiendo dos campeonatos, así como también algunos de los más reconocidos atletas que hayan jugado el deporte. El equipo tiene una numerosa y apasionada afición que se llega a expandir más allá de los límites demográficos de la ciudad y del país en donde compete, ya que existen aficionados de los Knicks en todas partes del mundo.

Los Rangers son también uno de los equipos que estuvo en los inicios de la liga NHL, dentro de los llamados “Original Six”. Entrando en la temporada número 95 de la liga, los Rangers tienen una larga historia siendo uno de los equipos más reconocidos, con cuatro campeonatos en su palmarés y una de las aficiones más dedicadas en este deporte.

Sin embargo, no solo opera aquellos dos equipos, sino que tiene en su cartera una buena variedad de franquicias deportivas, las cuales funcionan como subsidiarias directamente controladas por la empresa:

Imagen 1: Franquicias de Madison Square Garden Sports Corp.

New York Knicks, NBA



New York Rangers, NHL



Westchester Knicks, NBA G League



Hartford Wolf Pack, AHL



Knicks Gaming, NBA2K



Counter Logic Gaming



Fuente: Elaboración propia en base a sitio web de la empresa.

Otras subsidiarias, aunque menos relevantes, son MSG Publishing, MSG Music, y MSG Songs.

A junio 2021, la empresa contaba con aproximadamente 415 empleados a tiempo completo y otros 242 empleados bajo la modalidad de empleo a tiempo parcial.

Sus oficinas ejecutivas se encuentran en un rascacielos de 31 pisos construido inicialmente en 1968 y próximo a ser remodelado, denominado Two Pennsylvania Plaza. El mismo se encuentra ubicado justo frente al mencionado estadio más famoso del mundo y a unas escasas tres cuadras de uno de los edificios más famosos del mundo, como lo es el Empire States Building.

Como veremos en detalle, todas las fuentes de ingreso y activos de la compañía se atribuyen o están situados en Estados Unidos, y principalmente concentrados en el área metropolitana de la ciudad de Nueva York.

Por otro lado, a pesar de las condiciones sanitarias, durante el periodo fiscal cerrado a junio 2021 la empresa pudo obtener unos US\$ 415,7 millones en ingresos, monto que prácticamente duplicaría para el cierre del año siguiente representando el mayor volumen del periodo de seis analizado en unos US\$ 821 millones.

Gráfico 1: Evolución de los ingresos totales de MSG Sports Corp., 2018-2022

en millones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2018-2022.

Como puede verse en el gráfico, las ventas se habían mantenido relativamente estables en un cierto nivel hasta que para el periodo 2020 se empezaron a ver perjudicadas sustancialmente, arrastrando el efecto hasta el año siguiente como consecuencia de la inestabilidad política y económica y los cambios en la actividad por la situación sanitaria.

De acuerdo con la información pública relevada, en 2018 la compañía registró un nivel de ingresos superior a los US\$ 700 millones, habiendo trasladado ese logro de anteriores años y observando luego su volumen más alto dentro estos primeros años previos al mencionado impase, cuando para 2019 registró un alza del 2,4% respecto a su año, anterior alcanzando así unos US\$ 729 millones.

Las ventas continuaron esta tendencia hacia determinado volumen durante el primer trimestre del año 2020. Sin embargo, el comienzo de la pandemia y las medidas que fueron adoptadas en respuesta a ella a nivel mundial, implicaron un retroceso en estos niveles y afectaron segmentos clave de la compañía, como se analizará posteriormente. La suspensión de los eventos deportivos, las restricciones en la asistencia del público, y la imposibilidad de ejecutar las

operaciones con normalidad fueron los principales factores que llevaron a este declive en el nivel de ingresos que se mantuvo hasta marzo de 2021.

El último trimestre del periodo 2021, de analizarlo por separado, se pudo ver una mejora en comparación con todos los meses anteriores, y a partir de esto se esperaba que todo el próximo ejercicio pueda alcanzar los niveles obtenidos previos al fenómeno pandémico, hecho que se terminó confirmando con la información presentada más reciente, mostrando una sustancial mejora en las ventas para el año 2022 y superando los niveles prepandémicos hasta llegar a los US\$ 821 millones.

Por consecuencia, las tasas de crecimiento en este lapso fueron de 97,6% -31,1%, -17,3%, 2,4% y -3,2% para los años de 2022, 2021, 2020, 2019 y 2018 respectivamente, con una tasa de crecimiento anual compuesta del 3,62% para el periodo 2018-2022. Ciertamente estas tasas no serían representativas si las consideramos por sí solas para poder hacer un buen diagnóstico de la empresa, por ello continuaremos observando sus datos.

En cuanto a los resultados operativos, el último reporte al 30 de junio de 2022 arroja un EBIT de US\$ 86 millones, dato que compondrá el primer y único margen operativo positivo dentro del periodo analizado. El Gráfico 2, que se expone a continuación, permite apreciar la evolución de este indicador durante los últimos 6 años.

Gráfico 2: Evolución de los resultados operativos de MSG Sports Corp., 2018-2022

en millones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2018-2022.

Por lo que se observa, los resultados obtenidos durante el periodo 2018 a 2022 no registran una tendencia constante y, si bien eran menores, aún en instancias previas a la pandemia el negocio no venía obteniendo ganancias operativas. Como se ha mencionado, solo el último año fue donde se vieron resultados positivos.

Esto podría entenderse desde la perspectiva que, previo a 2020 la empresa actuaba en conjunto al segmento MSG Entertainment dentro de la empresa Madison Square Garden Company, la que durante estos periodos sí reportó ganancias operativas ya que estos dos negocios presentan características diferentes y por ende podían complementarse en los resultados consolidados.

A partir de 2019 se puede observar una variación considerable respecto a los resultados anteriores. Ello se debe principalmente al impacto de algunos factores que provocaron que los gastos ordinarios no acompañen en la misma proporción la variación de las ventas del período.

En primer lugar, para el periodo cerrado a junio de 2019 si bien las ventas habían aumentado en un 2,3%, los gastos generales y administrativos se vieron incrementados en un 12,6% comparados con su año anterior, lo que impacta directamente en el resultado operativo. Adicionalmente, durante el ejercicio finalizado en junio 2020 fueron estos mismos gastos los que en esta oportunidad decrecieron en un 2,4%, hecho que este año tampoco acompañó la variación de las ventas ya que para este periodo tuvieron una caída del 17,3%. Por lo tanto en estos dos años, el resultado operativo se ve fuertemente afectado por estos gastos generales y administrativos que fueron pasando de representar un 41% de las ventas durante el 2018 a un 45% y 53% para 2019 y 2020, respectivamente.

Estos gastos, denominados “Selling, general and administrative expenses” o “SG&A” por sus siglas, incluyen los gastos administrativos que incluyen compensaciones y otras tarifas a los profesionales, costos de ventas y marketing, y gastos de publicidad no relacionados a eventos. En 2019 la escalada que tuvo este concepto se dio guiada por los incrementos en los salarios y beneficios relacionados para los empleados y un incremento en los costos de marketing, mientras que para el 2020 la variación se vio motivada por una reducción en los gastos corporativos generales, y a partir de la MSGE Distribution en 2020 la empresa espera no incurrir en estos para futuros periodos.

De hecho, para 2021 este concepto comienza a mostrar indicios de un posible reacomodamiento ya que pasa a representar un 49,7% de las ventas aún cuando todas las variables registraron una caída importante, como ser los ingresos en un 31%. Adicionalmente, vamos a observar que para el último ejercicio presentado estos gastos se mantendrían relativamente constante en sus valores, pasando a ser solo un 28% de las ventas para este periodo finalizado en junio de 2022 y

dando lugar a que el margen operativo pueda llegar a representar un 10,5% de los ingresos por primera vez en los últimos seis años.

A precios del 31 de diciembre de 2021 la capitalización de mercado ascendía a US\$ 3,3 mil millones, según el reporte anual de la compañía cerrado a junio 2022.

3.1 Historia de la compañía

Madison Square Garden abrió sus puertas al público en 1879, y desde ese entonces tuvo tres modificaciones en su estructura, siendo la primera en 1890, la segunda en 1925 y la última y actual versión construida en 1968.

Mientras que la versión original del MSG se usaba para eventos circenses, un magnate ferroviario y su familia reclamaron las tierras y se quedaron con la infraestructura, que reabrieron poco después convirtiéndola en un campo preparado para carreras de ciclismo, peleas de boxeo y reuniones presidenciales, volviéndose así rápidamente un lugar famoso.

En 1989, el MSG fue vendido a un industrial y a un banquero llamado J.P. Morgan, y allí comenzaron a realizarse distintos tipos de eventos como recibir a las competiciones de hockey, en donde los New York Rangers compartirían la localía con los New York Americans. Tras la ocurrencia de algunas situaciones trágicas en esa versión del MSG y como consecuencia de no poder generar ganancia alguna a pesar de seguir siendo una pieza principal en Nueva York, el edificio fue demolido en 1925 dejando su lugar al New York Life Building.

El nuevo Madison Square Garden se construyó en 1968 luego de derribar la popular estación Penn Station, hecho que luego daría lugar a la creación de una comisión para la preservación de monumentos históricos. Aun así, entre toda aquella controversia, el Madison pudo dar lugar a algunos de los más memorables eventos deportivos de la ciudad de Nueva York, como la icónica pelea entre Muhammad Ali y Joe Frazier que se llevó a cabo en el MSG durante 1971, así como también competiciones de básquet y hockey, convenciones políticas y conciertos de cantantes históricos como el de Elvis Presley en 1972, Frank Sinatra en 1974, John Lennon, Madonna o bandas icónicas como The Rolling Stones y U2.

Hoy el Garden puede recibir a más de veinte mil personas, incluyendo un teatro con cinco mil asientos. Desde conciertos hasta deportes como básquet y hockey, los más grandes eventos se realizan en este mítico lugar, atrayendo al público de todo el mundo.

En lo que respecta a la historia más actual, y a nivel formación de la empresa, podemos destacar que llega a manos de la familia Dolan luego de que Paramount Communications le ceda los derechos de MSG Networks a Viacom, quien en 1994 los termina vendiendo a Cablevision Systems Corporation, empresa de la cual Charles Dolan era dueño.

En febrero de 2010, Cablevision realiza una escisión a través de la cual los Knicks, los Rangers, el Garden y demás activos y negocios del rubro del entretenimiento quedarían bajo el control de la empresa MSG Network.

Algunos años más tarde, en septiembre de 2015, MSG Spinco que era una subsidiaria totalmente controlada por MSG Network cambiaría su nombre al de The Madison Square Garden Company. En ese momento, la compañía adquirió las dos unidades de negocio previamente operadas por MSG Network, la de deportes y la de entretenimiento, creando así los segmentos denominados MSG Entertainment y MSG Sports.

En abril de 2020, la compañía decidió hacer una nueva distribución mediante la cual se creó una nueva compañía denominada Madison Square Garden Entertainment Corp. (MSGE), que manejaría lo antes reportado como segmento de entretenimiento. La mencionada The Madison Square Garden Company pasaría a denominarse a partir de este momento Madison Square Garden Sports Corp. (MSGS), quien se quedaría con los negocios que antes estaban en los libros del segmento de deportes. Este último movimiento, clasificado como un spin-off, fue denominado por la empresa como The MSGE Distribution, y todos los documentos se encuentran disponibles para su acceso. Esta operación fue tratada como una reinversión de dividendos especiales de acuerdo con normas de la SEC.

Con relación a este último spin-off, podemos aclarar que será de importancia para este trabajo para mantener la consistencia en los datos, y resulta relevante resaltar en esta instancia que a nivel de reporte nos encontraremos con que los resultados del negocio de MSGE van a verse reflejados en los estados consolidados como operaciones discontinuadas para todos los periodos presentados hasta la fecha de distribución. Es decir, como consecuencia de la operación MSGE Distribution, los resultados del segmento de entretenimientos así como también los costos asociados a esta operación fueron clasificados en los estados financieros consolidados como operaciones discontinuadas, sin haberse reconocido ninguna ganancia o pérdida con relación a esta distribución. De todas formas, los gastos por depreciación sobre ciertas propiedades y equipos corporativos que fueron transferidos a MSGE en la descripta operación, continuarán reflejados en los resultados operativos ya que no clasifican para ser reportadas como operaciones discontinuadas.

Es importante destacar que, luego de MSGE Distribution, la empresa y MSG Entertainment continuaron trabajando en conjunto a través de acuerdos y activos en común, incluyendo la participación de cada uno en ciertos ingresos y gastos, que se detallarán más adelante. Anterior a esta distribución, los resultados reflejados bajo operaciones discontinuadas reflejaban algunos acuerdos internos entre compañías que indicaban la proporción de las participaciones en ingresos y gastos operativos.

En julio de 2021, la empresa MSG Networks se fusionó con MSGE, convirtiéndose en una subsidiaria totalmente controlada por esta última. Por este motivo, todos los acuerdos que MSGS tenía con MSG Networks son a partir de esto efectivos con MSG Entertainment.

Por otro lado, aunque anteriormente se manejaban los registros de la unidad de negocio de entretenimientos por separado, la empresa en su totalidad no operaba como dos unidades diferentes. Los costos y gastos históricos reflejados en los estados financieros consolidados incluyen un porcentaje de ciertas funciones corporativas, incluyendo gastos y compensaciones. En aquel momento se basaban en lo que la empresa consideraba razonable para atribuir los niveles de utilización de estas actividades a cada unidad de negocio.

En relación a los equipos deportivos, podemos mencionar las situaciones que marcaron a las principales franquicias que opera la empresa y cómo se encuentran actualmente.

Como se introdujo, los New York Knicks son una de las franquicias más icónicas de la NBA a lo largo de la historia de la liga, es considerado uno de los grandes mercados por su historia, su afición y claramente su ubicación metropolitana en una de las ciudades más emblemáticas de Estados Unidos. El equipo participa dentro de la competencia en la conferencia este, división atlántica. Llegaron a competir 15 veces por la final de la conferencia este, avanzando a las finales de la NBA en 8 ocasiones.

Tiene como líderes históricos de la franquicia a algunos de los mejores jugadores que practicaron este deporte. El once veces All-Star, premiado como el mejor novato de su año y miembro del salón de la fama, Patrick Ewing, es el líder en casi la mitad de las categorías estadísticas del club como por ejemplo los puntos anotados y rebotes asegurados; mientras que Walt Fraizer, también elegido como All-Star en siete ocasiones e introducido al salón de la fama, lidera en cuanto a asistencias y triples-doble registrados.

Gráfico 3: Participaciones en las finales de la NBA en la historia de los New York Knicks



Fuente: elaboración propia en base a información de StatMuse.

En la temporada 2020-2021 se dio el regreso del equipo a los playoffs, la instancia de eliminación directa para llegar a las finales, consiguiendo la cuarta posición en la temporada regular de la conferencia este. Por los grandes rendimientos que tuvo el equipo, su actual entrenador principal Tom Thibodeau consiguió el premio al mejor entrenador de la temporada, mientras que Julius Randle, uno de sus principales jugadores, recibió el premio al jugador más mejorado de la temporada, consiguió el pase al juego de las estrellas de ese año y su nombramiento en el segundo mejor quinteto de la temporada. La clasificación del equipo a los playoffs no sucedía desde la temporada 2012-2013, por lo que significó un gran paso para volver a estar una vez más entre los mejores.

Por su parte, los Rangers son una de las principales franquicias en la historia de la liga mayor de hockey en Estados Unidos, por lo que sus participaciones representan un atractivo para cualquier fan del deporte. El equipo participa dentro de la competencia en la conferencia este, división metropolitana. Llegaron a competir 16 veces en la final de la conferencia este, avanzando a las finales de la NHL en 11 ocasiones.

Tiene como líder histórico en anotación a Rod Gilbert, un All-Star y miembro del salón de la fama que jugó los 18 años de su carrera en la institución, y en asistencias a Brian Leetch, otro jugador que en sus 17 años en el club fue múltiples veces galardonado por rendimientos individuales, también premiado con el ingreso al salón de la fama y coronado campeón en la temporada 1993-1994, siendo aquella la última vez que los Rangers levantaron el máximo trofeo.

Gráfico 4: Participaciones en las finales de la NHL en la historia de los New York Rangers



Fuente: elaboración propia en base a información de StatMuse.

Para la temporada 2020-2021, Adam Fox se convirtió en el cuarto jugador en la historia de la franquicia en ganar el premio al mejor jugador defensivo de la NHL. Luego, en la 2021-2022 alcanzaron las finales de conferencia en donde terminaron quedados eliminados pero habría sido un gran logro ya que no clasificaban hasta esta instancia desde la temporada 2014-2015.

Los Westchester Knicks fueron adquiridos en 2014 por la empresa, obteniendo el derecho a dirigir un equipo que participa de la NBA G League. Este es un equipo afiliado exclusivamente a los Knicks, funcionando como desarrollo de las jóvenes promesas que llegan a la institución para que puedan tener un equipo y una liga en la que competir. Los juegos de local los disputan en el Westchester County Center en White Plains, Nueva York.

Los Hartford Wolf Pack son un equipo de las ligas menores de hockey y, así como los Westchester, funcionan como un equipo de desarrollo para los Rangers. De todas maneras compiten por su cuenta dentro de la liga AHL Los Rangers envían sus elecciones de draft y otros jugadores a este equipo para que desarrollen sus habilidades y vuelvan de sus lesiones, teniendo el derecho de llamarlos para competir con la plantilla de los Rangers por un lugar en el primer equipo, fomentando así la competitividad interna.

Por otro lado, nos encontramos con los dos equipos de gaming.

Counter Logic Gaming fue fundado en 2010 como una organización de esports y es respetada por sus campeonatos disputados y por su afición. Los campos de intervención de este equipo son algunos de los más reconocidos, como “League of Legends”, “Fortnite”, “Counter-Strike” y “Valorant”. CLG ganó múltiples campeonatos a través de su historia, realizando sus campañas más notables en los torneos de “League of Legends” del verano 2015 y primavera 2016, además de que el equipo representó a Norteamérica en el campeonato mundial cuatro veces.

Knicks Gaming es la franquicia de la empresa que compite en la liga NBA 2K, habiendo sido uno de los equipos inaugurales cuando la liga tuvo su debut en 2018. Además, el equipo de Knicks Gaming fue el primer ganador de la historia de esta liga, coronándose campeón en agosto de 2018.

3.2 Capital accionario

El capital de la empresa participa en el mercado accionario mediante la bolsa de valores de Nueva York (NYSE) con sus acciones ordinarias de clase A desde octubre de 2015, cotizando bajo el símbolo MSGS. Las acciones ordinarias de clase B no se encuentran abiertas al mercado público.

El capital ordinario de la compañía se compone de 165 millones de acciones autorizadas, cada una con un valor par de US\$ 0.01, y clasificadas de la siguiente manera:

Tabla 1: Composición del capital accionario autorizado de MSGS Corp.

al 30 de junio de 2022

Tipo de acción	Cantidad de acciones	Valor nominal en US\$
Ordinarias de Clase A	120.000.000	1.200.000
Ordinarias de Clase B	30.000.000	300.000
Preferidas	15.000.000	150.000
Capital accionario total	165.000.000	1.650.000

Fuente: elaboración propia en base al reporte anual de la compañía a 2022.

Los sujetos tenedores de acciones ordinarias de clase A son correspondidos con un voto por acción, mientras que a aquellos que tengan en su poder acciones ordinarias de clase B les corresponde diez votos por acción. Para cualquier tipo de acción que sea sujeta a votación de accionistas estas dos clasificaciones votarán como una totalidad, siendo que se clasifican ambas como ordinarias, con excepción de la elección de directores en donde se votará por separado y las de clase A podrán elegir hasta un 25% del total de representantes mientras que los votos correspondientes a las acciones de clase B elegirán la cantidad restante.

Existen acuerdos entre la compañía y ciertos accionistas, mediante los cuales se formaron dos grupos (denominados “The Dolan Registration Rights Agreement” y “Children Trusts Registration Rights Agreement”) que regulan cómo pueden manejarse internamente entre accionistas con los derechos y obligaciones que corresponden a cada uno de ellos. A octubre de 2021, el primer acuerdo representaría un 59,8% del total de las acciones de clase B, y a su vez un total de 2,6% de acciones de clase A; mientras que el segundo acuerdo, que tiene la intención de ser destinado a los hijos de las familias siendo por el momento representado por sus padres, reúne a tenedores de un total representativo del 40,2% de las acciones de clase B y el 0,5% por las de clase A.

Los integrantes de familia Dolan fueron quienes, agrupados como “Dolan Family Group”, participaron en la creación de estos acuerdos, es decir, quienes tienen los derechos sobre el 100% de las acciones ordinarias de clase B y, en consecuencia, quienes representan una posición controlante dentro la empresa mediante sus votos, con un 70,7% de la totalidad del poder.

Para que se pueda tener una mejor idea, los principales participantes de este “Dolan Family Group” son: Charles F. Dolan; Helen A. Dolan; James L. Dolan; Thomas C. Dolan; Kathleen M. Dolan; Marianne E. Dolan Weber; y Deborah A. Dolan-Sweeney.

No se han registrado pagos de dividendos sobre las acciones ordinarias durante el periodo fiscal 2022 y no se explicitó plan alguno de comenzar a pagar dividendos en el futuro próximo. Por otro lado, durante el último periodo fiscal no se ejecutó ninguna recompra de acciones pero existe un plan que avala la posibilidad de ejecutarlas bajo ciertas condiciones y autorizaciones previas.

Como ha sido mencionado, la empresa posee en su cartera de activos franquicias de equipos deportivos profesionales en dos de las ligas más conocidas de Estados Unidos, la NBA y la NHL. Por participar dentro de estas competiciones, la titularidad y transferencia de las acciones ordinarias se encuentran bajo ciertas restricciones, como así también, acuerdos a partir de los cuales fueron posibles movimientos como los spin-off descritos en la sección anterior.

Específicamente en la NBA, estas regulaciones indican que las transferencias de titularidad mayores o iguales a un 5% del capital accionario ordinario van a estar sujetas a la aprobación de la liga. Por el momento, como la empresa la controla la familia Dolan, se les permite a los definidos como inversores institucionales adquirir y poseer hasta un 15% de las acciones de clase A sin la necesidad de pedir permiso alguno a la NBA. Las transferencias de las acciones de clase B van a estar también limitadas a las reglas de la liga, con excepción de transacciones de estas entre la familia Dolan. A su vez, con anterioridad a realizarse alguna operación que resulte en la familia

Dolan perdiendo el interés controlante de la empresa, se necesitará renegociar un nuevo acuerdo con la NBA y la NHL para que avalen ese movimiento.

Como se observa en la Tabla 1, existen también acciones de tipo preferenciales que la junta de directivos de la compañía está autorizada a emitir sin intervención de los accionistas. Todas las características que tengan este tipo de acciones serán determinadas en cada serie por la junta de directores, pudiendo contemplar cuestiones como distintos derechos a voto, a dividendos, modalidad de conversión, términos de rescate y liquidación preferenciales. No existe emisiones de acciones preferenciales pendientes en la actualidad. Cabe aclarar que, toda emisión de este tipo de acciones afectaría a los derechos que ya tienen los tenedores de acciones.

Para un mejor entendimiento de la composición del capital accionario, a partir de la información pública relevada, se pudo conocer quiénes son los tenedores de las acciones de MSGS que se encuentran en el mercado, es decir de las acciones ordinarias de clase A, ya que Dolan Family Group concentra el 100% de las acciones ordinarias de clase B.

Tabla 2: Titularidad sobre acciones ordinarias de clase A, MSGS Corp.

al 30 de junio de 2022, tenencias mayores al 2%.

Tenedores	Cantidad de acciones	%
Dolan Family Group	630.299	3,20%
Silver Lake Group, LLC	1.899.962	9,65%
Vanguard Group, Inc.	1.499.402	7,61%
Ariel Investments, LLC	1.060.561	5,38%
Southeastern Asset Management Inc/TN/	817.871	4,15%
ClearBridge Investments, LLC	808.388	4,10%
Blackrock Inc.	712.597	3,62%
Legg Mason Clearbridge Aggressive Growth Fund	688.469	3,50%
Gamco Investors Inc	635.874	3,23%
Bill & Melinda Gates Foundation Trust	592.406	3,01%
Vanguard Total Stock Market Index Fund	464.582	2,36%
Longleaf Partners Small-Cap Fund	457.629	2,32%
Ubs Asset Management Americas Inc	447.414	2,27%
T.Rowe Price Associates Inc	446.274	2,27%
Shapiro Capital Management Company, Inc.	435.717	2,21%
Gabelli Funds, LLC	411.250	2,09%
Ariel Fund	406.830	2,07%
Vanguard Small-Cap Index Fund	397.443	2,02%

Fuente: elaboración propia en base al reporte anual de la compañía a 2022 y Yahoo Finance.

La lista precedente refleja el 65% de la totalidad de las acciones ordinarias de clase A, ya que no se incluyeron aquellos con una participación menor al 2%. Si excluimos de esta tabla a la familia Dolan, controlantes de la organización, la misma reflejaría el 77% de la totalidad de las acciones ordinarias de clase A de MSGS en tenencia de instituciones y fondos inversores, que en su conjunto representarían casi el 80% de ese tipo de acciones. Es decir, el 80% de las acciones ordinarias de clase A se encuentran en tenencia de instituciones y fondos, del cual el 77% se puede observar en la Tabla 2, si no consideramos al grupo Dolan.

Por otro lado, si orientamos el análisis al rendimiento de estas acciones, podremos observar en primera medida que si bien el precio de las mismas registra una tendencia alcista a lo largo de los últimos seis años, ha observado picos durante el periodo comprendido entre los años 2018 y 2020, viéndose fuertemente ajustada a comienzos de este último a raíz de la pandemia global. A partir de ese momento se puede considerar haber entrado en una etapa de lateralización comprendida entre el rango de los 150 y 200 dólares.

De todas formas, para poder realizar un análisis más completo sobre el desempeño de las acciones de la firma se debe tener en cuenta la evolución de la cotización y el retorno total de las mismas, y compararlo con información similar sobre índices de mercado relevantes y acciones de compañías comparables.

Gráfico 5: Evolución acciones de MSGS vs DJUSBC y NYT (Base ene-16 = 100)

Precios en dólares por acción con frecuencia semanal, ene-16 a jun-2022.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance

El Gráfico 5 permite ver la evolución semanal de la cotización de las acciones de Madison Square Garden Sports Corp., desde enero de 2016 hasta junio de 2022, así como la evolución de la cotización del índice Dow Jones Broadcasting & Entertainment (DJUSBC) y de las acciones de New York Times (NYT), una de las principales compañías competidoras. A los fines de este análisis comparativo, se han tomado un precio de US\$ 100 como base para enero 2016.

El desempeño de las acciones de la firma ha sido superior al del índice DJUSBC, aunque a lo largo de los años analizados han existido períodos en los que el retorno ha sido inferior, principalmente entre fines de 2020 y principios de 2022. Ahora bien, distinto es el resultado de la comparación con su competidora, NYT, cuyos retornos han sido significativamente superiores a los de MSGS en casi la totalidad del periodo, con excepción de los primeros dos años observados.

El retorno total acumulado de Madison Square Garden Sports para el período analizado fue aproximadamente del 59%. Como se señaló anteriormente, ello supone un rendimiento superior al del índice del Dow Jones, que fue de aproximadamente 32%, pero bastante por debajo del retorno total acumulado obtenido por los accionistas de New York Times, que rondó el 117%.

3.3 Segmentos operativos

Las operaciones de esta empresa se basan en una cartera de activos que incluye, como se mencionó al comienzo de esta sección, a dos grandes equipos deportivos como los Knicks y los Rangers, quienes son los que tienen mayor exposición e importancia en el impacto del negocio.

Entre las otras franquicias profesionales de la compañía se incluyen dos equipos de ligas de desarrollo, como lo son los Hartford Wolf Pack dentro de la “American Hockey League” (AHL) y los Westchester Knicks de la “NBA G League” (NBAGL). Además, la organización es dueña de Knicks Gaming, una franquicia de esports que compite en la NBA 2K League, siendo esta última basada en un videojuego que emula a la principal liga de básquet de Estados Unidos. A su vez, tiene un interés controlante en otra organización americana de deportes digitales como lo es Counter Logic Gaming (CLG). Si bien tienen su contribución y la empresa expresó su interés por mejorarlas cada vez más, por el momento, ninguna de estas está desarrollada al punto de ser relevantes en las decisiones del negocio.

Por otro lado, la empresa también opera dos centros de alto rendimiento para los equipos profesionales, el Madison Square Garden Training Center y el CLG Performance Center.

El Madison Square Garden Training Center, ubicado en Greenburgh (Nueva York), cuenta con dos canchas de básquet y una de NHL de tamaño regulatorio en sus más de diez mil metros cuadrados y está equipado con áreas privadas de oficinas y áreas de ejercitación o entrenamiento con los elementos necesarios para cada equipo así como las últimas tecnologías y comodidades de primera línea.

El CLG Performance Center, situado en Los Ángeles (California), que incluye espacios de competición adaptado para las franquicias de esports, así como un estudio para edición de video producciones y áreas al aire libre que pueden ser utilizadas en eventos.

En este punto podemos entender, en base a la información pública relevada, que esta desagregación no es utilizada por la administración para el control y toma de decisiones sobre el negocio, por lo tanto no serán considerados como segmentos operativos para el presente análisis.

Entendiendo que es necesario entonces seguir investigando sobre las características del negocio, podemos mencionar que existen acuerdos con MSG Entertainment denominados Arena License Agreements, que regulan lo generado por la utilización de recursos en el Garden. Este acuerdo le otorga a la empresa la oportunidad de reconocer ingresos por compartir ciertas suites y clubs dentro del estadio, el patrocinio y publicidad, comida y bebidas, productos publicitarios de las marcas (merchandising).

El mencionado acuerdo tiene una duración de 35 años, de los cuales solo pasaron dos al momento de la valuación. Cabe aclarar que, por el primer periodo terminado en junio 2021 la empresa no fue obligada a pagar ninguna tarifa por licencias a MSG Entertainment dado las particulares condiciones pandémicas que, como consecuencia de medidas gubernamentales, el Garden se vio obligado a cerrar sus puertas durante varios meses, al igual que las ligas deportivas se vieron suspendidas. Las tarifas a pagar por aquel primer año estaban pautadas en unos US\$ 22,500 por los Knicks y US\$ 16,700 por los Rangers, ambas creciendo para los periodos subsiguientes en un 3%, en relación al monto establecido en el año contractual inmediato anterior.

Las particularidades de este acuerdo reflejan la misma metodología mediante la cual la empresa desagrega los ingresos en sus estados financieros, y mediante las cuales justifican sus proyecciones como organización. Si a partir de esto entonces intentamos identificar cuáles serían los segmentos operativos que guían a la firma para administrar sus actividades, estaríamos en presencia de sus principales fuentes de ingreso, que son las siguientes:

- **Venta de entradas y tarifas relacionadas a eventos:** esta es la principal fuente de ingresos. Las entradas se pueden vender tanto en paquetes de temporada (completa o parcial), por grupos o bien por cada partido. Los precios son establecidos previo al inicio de temporada de cada equipo, aunque para las entradas individuales (acceso para un solo juego) variarán de acuerdo a distintos factores como lo pueden ser, el oponente, la ubicación y el día de la semana, entre otros. Algunas tarifas adicionales pueden ser aplicadas a estos tickets, excepto los de temporada. Todo esto lo clasifican bajo la denominación de “event-related”.
- **Comida, bebida y merchandising:** la concesión de la venta de comidas y bebidas conforman la mayor parte del ingreso en este punto. De todas formas, también se ofrecen servicios de comida premium en los clubs tanto como catering en las suites. Por el acuerdo anteriormente mencionado, los Knicks y Rangers reciben un 50% de las ganancias netas por la venta de estos en el Garden. Cabe aclarar que previo a MSGE Distribution, los costos de estos se reportaban como gastos operativos y ahora con esta modalidad la empresa simplemente reporta los ingresos netos por las ventas. En relación a los ingresos por las ventas de merchandising, tanto en el estadio como en distribuidores, la empresa paga a MSGE por ambos equipos una comisión del 30% de los ingresos por la venta de estos productos. Esta fuente de ingresos se registra principalmente en la categoría de “event-related”, agrupando así las dos primeras.
- **Derechos de medios:** la cesión de los derechos locales para cubrir la transmisión de los equipos, tanto en los juegos de local como de visitante, es reconocida a partir de los distintos contratos con MSGE. La empresa entonces comparte estos derechos televisivos y radiales con el grupo MSG Networks para los partidos de Knicks y Rangers, y lo seguirá haciendo durante los próximos 14 años o la renegociación de contratos.
- **Aportes de la liga:** este concepto encuentra dos tipos de ingresos bajo esta misma categoría. En primer lugar, tendremos la participación de cada uno de los equipos en base a la totalidad que, tanto la NBA como la NHL, reciben por los contratos concretados a nivel nacional con las grandes empresas de comunicación para la transmisión de determinada cantidad de partidos por temporada. Al estar compartiendo el acceso a esos derechos, los equipos reciben una proporción de ese ingreso. En segundo lugar, desde hace ya varias décadas estas ligas operan con un sistema de distribución de ingresos que no está

relacionado con características del deporte en sí mismo. A lo que apunta este sistema es a que todos los equipos agrupen sus ingresos anuales y se redistribuyan de una manera equivalente, es decir, aborda de cierta manera las inequidades existentes entre mercados pequeños y grandes. De todas formas, para ser beneficiario de esto se debe cumplir con ciertas condiciones económicas que demuestren una gestión saludable, y no solo tener una recaudación menor al promedio. Como resultado, cada equipo recibiría lo necesario para poder cubrir el tope salarial de ese año, conocido como “salary cap”.

- **Suites y clubs:** como consecuencia de los acuerdos de licencia sobre el Garden mencionados anteriormente, la empresa puede reconocer ingresos sobre las tarifas por las suites alquiladas en el estadio cuando disputan partidos ambos equipos. Por los Knicks le corresponde un 35% y por parte de los Rangers un 32,5% de esos ingresos recibidos por MSGE.
- **Publicidad y sponsors:** las ventas por publicidad generalmente abarcan la cesión de un espacio físico en el estadio dedicado a la publicidad durante los partidos de local de los equipos, tanto aquellos captados por las cámaras televisivas y aquellos que no y están orientados al público presencial. En este sentido, y de acuerdo con el Arena License Agreements, la empresa paga a MSGE una comisión por las ventas de estos espacios además de una tarifa fija. Tal como sucede con la categoría de “event-related”, en este caso la empresa reúne estas dos últimas fuentes de ingresos bajo una misma clasificación llamada “Sponsorship, signage and suite licenses”.

Los ingresos que se generan a partir de las fuentes mencionadas anteriormente pueden verse influenciadas por diversos factores, incluyendo el impacto del COVID-19, la popularidad de los rendimientos de los equipos en cancha o pista, y las condiciones económicas globales. En particular, cuando los deportes de estos equipos logran un buen rendimiento a nivel competición la empresa se ve beneficiada por el incremento en la demanda de entradas, lo que podría implicar mayores ventas dentro del estadio de comida, bebidas y merchandising y, a su vez, mayores oportunidades en la relación con sponsors. Cuando los equipos se clasifican para las etapas de playoffs, la compañía también se beneficia desde la convocatoria que logran partidos en estas instancias y el mayor consumo. Este impacto por desempeño que varía de año a año se ve de alguna manera equilibrado por el hecho de que la mayor parte de los ingresos totales provienen

de los derechos televisivos, alquileres de suites y sponsors, los que generalmente son contratados por múltiples años.

Sin embargo, la prosperidad de la organización a largo plazo está directamente relacionado al éxito y popularidad de los equipos deportivos. Además, a raíz de cómo se encuentran planificadas las competiciones de la NBA y de la NHL, los ingresos de MSGS se concentran típicamente en el segundo y tercer trimestre de cada año fiscal, es decir en el periodo que va de octubre a marzo. Cabe aclarar que esta concentración de ingresos y gastos fue diferente para el año 2021 debido a los efectos de la pandemia.

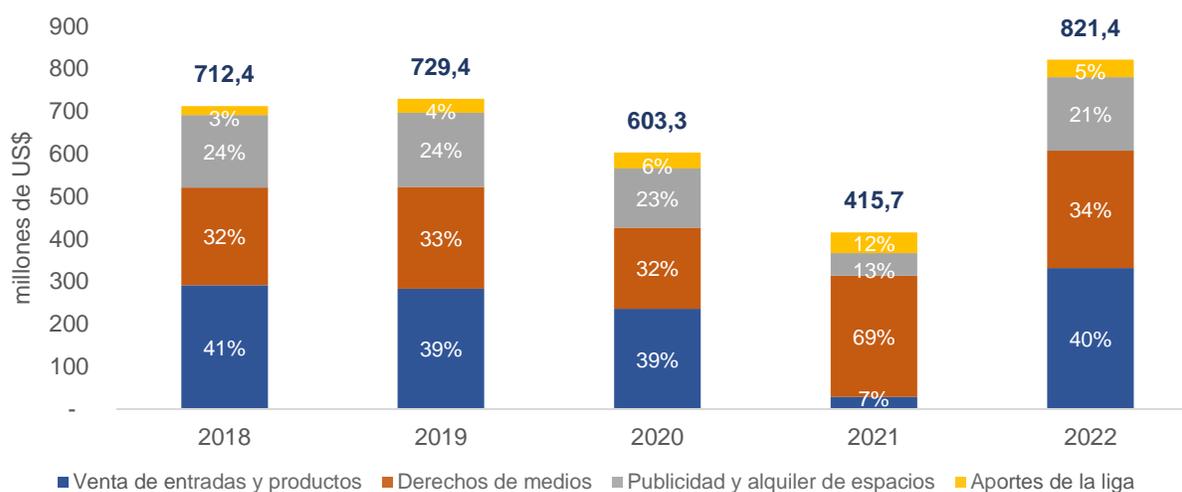
Puntualmente, el impacto del COVID-19 fue claro y sustancial para esta empresa, como para tantas otras, en la medida que no permitía que el público concurriera a los eventos y hasta tuvo como consecuencia la suspensión de partidos de las ligas por bastante tiempo. Una vez la situación se fueron acomodando y las restricciones relajando, los espectadores empezaban a por asistir gradualmente y con un porcentaje restringido de capacidad a los distintos eventos deportivos. En mayo de 2021 se permitió la posibilidad de ocupar la máxima capacidad pero con restricciones para personas no vacunadas, a partir de esa fecha los Knicks jugaron solamente tres partidos como local en el Garden. Recién a partir de agosto 2021, con lo que ya este impacto pasaría al siguiente periodo contable, y nuevamente sujeto a ciertas restricciones, todas las personas mayores a 12 años podían acceder siempre que puedan validar haber recibido al menos una dosis de la vacuna. Los menores de esa edad deberían usar máscaras y presentar un certificado de testeo negativo pudiendo ingresar solamente acompañados de una persona mayor.

Durante el año fiscal 2021, como resultado de este fenómeno mundial, la empresa tuvo que implementar medidas para reducir gastos que incluyeron reducciones a nivel de personal y limitaciones en gastos no esenciales. Además, por las interrupciones causadas por el COVID-19, ciertos gastos operativos se vieron reducidos, como por ejemplo pagos a MSGE por los Arena License Agreements, gastos periódicos por requerimientos de las ligas en los días de partido de los Knicks y Rangers, y gastos por distribución de ingresos de la liga. Estas reducciones no compensaron totalmente las pérdidas a nivel de ingresos.

A continuación, veremos cómo fueron los niveles de ingresos en los últimos años por cada segmento operativo identificado.

Gráfico 6: Evolución de las ventas por segmento operativo de MSG Sports Corp., 2018-2022

en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2018-2022.

Se puede apreciar en el Gráfico 6 que la participación de cada segmento en el total fue bastante estable durante los primeros tres años expuestos, ya que hasta en el año 2020 si bien los volúmenes se vieron afectados, los ingresos relacionados a eventos y los derechos de medios se redujeron en un 20%, así como también la recaudación por publicidad y alquileres se contrajo en un 17%, por lo que en general mantuvieron una distribución similar. Para el periodo 2021 es donde esa estabilidad deja de estar presente, ya que la venta de entradas no pudo efectuarse al no poder abrir las puertas al público para sus eventos. Esta fue la mayor variación sobre la participación de los ingresos totales, pero no la única. Lo recaudado por patrocinadores y alquileres de suites vieron reducida su colaboración, mientras que los derechos de medios fue una de las pocas áreas en las que la empresa pudo registrar una mayor recaudación motivada por el mayor consumo televisivo durante la pandemia, y significativa también por el momento económico que se estaba atravesando a nivel global.

Esto nos puede dar una idea de cómo la organización tiene distribuidas las fuentes de ingresos anuales, siendo tres de ellas las que mayor contribución tienen al total. Se pudo ver también que, en el caso que algunas ellas se vean impactadas, puede haber otras fuentes que lo compensen para esas circunstancias particulares, pero los volúmenes totales sí se terminarán viendo perjudicados, como se corrobora con los datos de los estados financieros del año 2021.

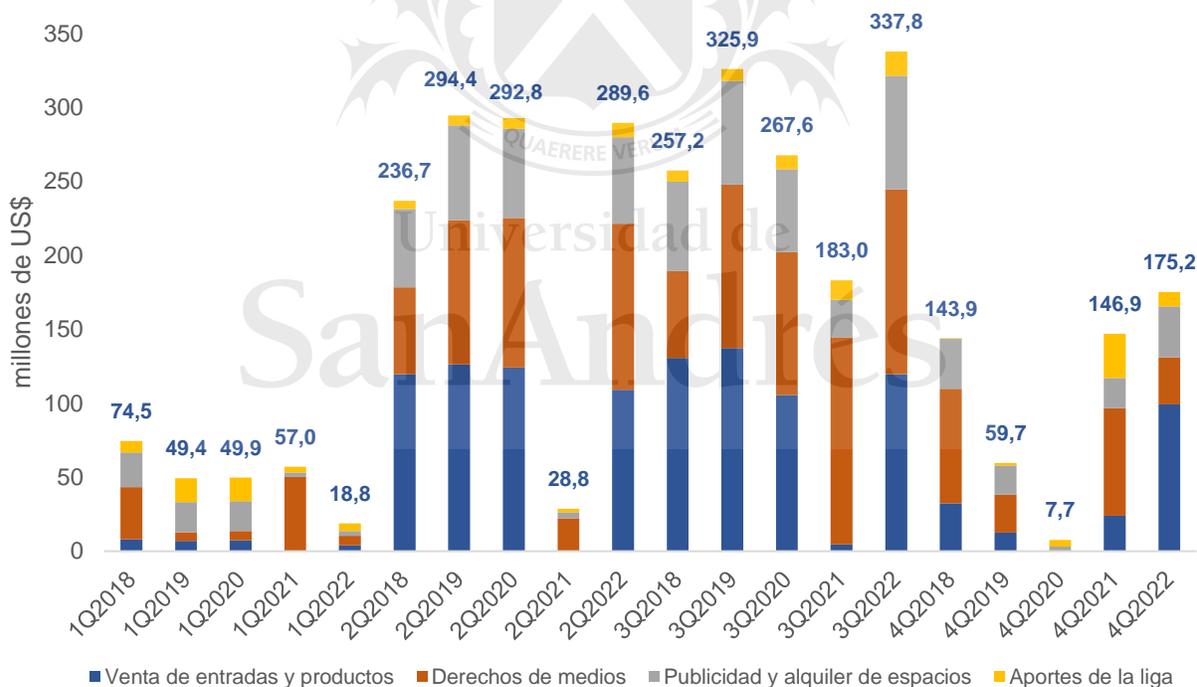
Por otro lado, hacia el último año analizado se refleja un aumento considerable en el total de los ingresos, siendo principalmente atribuible a la venta de entradas y productos ya que para este periodo ya se habrían reactivado la totalidad de las actividades normales de la organización, así

como también los ingresos por alquiler de espacios y publicidades. Sí podemos destacar que en los dos rubros restantes se observó una caída en términos nominales respecto al año anterior, pero de todas formas siguen siendo superiores a los años precedentes al 2021.

Lo interesante también es analizar cómo se distribuyen esos ingresos a lo largo de cada periodo ya que, como se mencionó anteriormente, existen ciertas fuentes que al estar relacionadas con el ciclo deportivo se concentran en momentos particulares del año dada la naturaleza del negocio. Esto se realiza con la intención de verificar si se puede deducir cierta ciclicidad al momento de reconocer los distintos tipos de ingresos, lo que ayudaría luego a tener este tipo de consideraciones para el modelo a armar en este trabajo de valuación. Con ese objetivo se relevó la información financiera reportada por la compañía para cada uno de los trimestres a lo largo del periodo que abarca los ejercicios cerrados desde el año 2018 hasta el último en 2022.

Gráfico 7: Distribución de ingresos por trimestre de MSG Sports Corp., 2018-2022

en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a los reportes trimestrales de la compañía, 1Q2018-4Q2022.

Como puede observarse en el Gráfico 7, el primer trimestre de cada periodo comprendido entre julio y septiembre es cuando los ingresos observan sus niveles más bajos. Esto se debe a que las temporadas están diagramadas para que en el verano americano se tenga un receso y las personas que participan dentro de la organización, tanto deportistas como demás colaboradores,

puedan tomarse vacaciones de manera más cómoda en un periodo de tiempo. Si bien las distintas ligas siguen teniendo eventos o ventanas con actividades de negociaciones, como el draft o la agencia libre por ejemplo, no son situaciones sobre las que las empresas puedan percibir algún tipo de ingreso de la magnitud que les permita operar con total normalidad como en el resto del año. Sin la actividad deportiva en movimiento, los ingresos se ven fuertemente deteriorados y pone en evidencia la dependencia de este negocio en lo deportivo, por esta razón vamos a considerar los primeros trimestres de cada año como el momento en donde los ingresos de la empresa ven un piso y a partir de esto mejoran sustancialmente.

Por esta razón también son tan importantes los convenios con las asociaciones de jugadores, si no existen negociaciones satisfactorias para ambas partes los deportistas pueden llegar a declararse en huelga y no ponerse a disposición de los equipos hasta que no se resuelva el conflicto que se esté presentando en ese momento. Lo han hecho en más de una oportunidad en la NBA siendo las de 2018/19 y 2011 las dos más representativas de las cuatro registradas, con una duración de seis y cinco meses respectivamente; mientras que en la NHL la temporada 2004/2005 se vio cancelada en su totalidad, y la más reciente se registró en el 2012 con una duración de cuatro meses, también con un total de cuatro casos en toda la historia del deporte profesional. Como ya deducimos, que un evento como este tome lugar entonces impactaría fuertemente en el negocio, arrastrando los niveles de ingresos de los primeros trimestres hacia los periodos afectados.

Retomando el punto entonces, podemos entender desde este último gráfico que en los segundos y terceros trimestres se concentran la mayor recaudación de ingresos. Esto da claros indicios que durante estos seis meses es cuando la empresa logra obtener su mayor rendimiento a nivel de recaudación, y encuentra su justificación desde que las temporadas regulares de ambas ligas suelen comenzar en octubre de cada año (segundo trimestre) y extenderse hasta abril del año siguiente (tercer trimestre). Luego continúan las instancias de eliminación directa hasta llegar a las finales de cada competición, hecho que suele estar programado para finalizar a mediados de junio de cada año, por lo que en caso de que los equipos se clasifiquen puede significar un aumento durante el cuarto trimestre.

Por supuesto, para la temporada 2020-2021 los calendarios fueron readecuados debido a las suspensiones y esto es lo que a su vez, terminó siendo una excepción para la distribución identificada y comentada anteriormente. Esto se observa desde el cuarto trimestre de 2020, que comienza en abril de ese año, comenzando a desvirtuarse los niveles de todas las fuentes y

extendiéndose esta situación hasta el trimestre abril-junio de 2021 en donde se comienza a observar el comienzo de la recuperación.

Habiendo explicado un poco cómo se da la ciclicidad que tiene este negocio en cuanto a sus ingresos, podemos desagregar algunas cuestiones específicas sobre las distintas fuentes de ingresos.

Al observar las ventas relacionados a eventos, se puede ver claramente que estos fueron el tipo de ingreso que más se vio afectado por la situación pandémica, solo con mencionar que durante casi un año corrido el volumen por este concepto alcanzó un total de US\$ 4,5 millones en total, desde el cuarto trimestre 2020 hasta el tercer trimestre de 2021. En otro sentido, para algunos periodos puntuales quizá se dan algunas variaciones positivas, y estas pueden explicarse a partir de circunstancias relacionadas a un factor importante para este negocio como lo es rendimiento de los equipos, tal como se mencionó anteriormente. Los New York Knicks se clasificaron para la instancia de playoffs de la temporada 2020-2021, por lo que durante mayo-junio de 2021 los ingresos se vieron potenciados por la participación en esta primera ronda, que es donde finalmente quedaron eliminados. Mientras tanto, por el lado del hockey, los Rangers habían contribuido con este tipo de efecto en los ingresos en las temporadas 2016-2017, durante abril y mayo de 2017, y 2019-2020 durante agosto 2020 (con asistencia limitada por la pandemia), siendo eliminados en segunda y primera ronda de sus playoffs respectivamente.

Con algunas excepciones, podríamos también considerar que la fuente de ingreso menos relevante pero más regular a través de todos los periodos es lo recaudado por aportes de las ligas. Como se mencionó en su descripción, esta funciona desde dos vías diferentes, a través del aporte de todos los equipos de la competencia para complementar el “salary cap” y aquellas que provienen por los acuerdos de medios a nivel nacional negociados por las distintas ligas.

Relacionado al concepto de derechos de medios, podemos destacar que la inconsistencia entre lo no registrado en el último trimestre de 2020 y su desproporcionado volumen durante el primer trimestre de 2021, encuentra su explicación en la suspensión de las competiciones que tomó lugar en marzo 2020 a raíz del COVID-19, quienes luego en septiembre y octubre retomaron sus actividades para culminar la temporada 2020-2021 que estaba en juego. Por ello, los ingresos bajo este concepto se vieron desfazados entre estos dos periodos.

En el mismo veremos cómo en el primer trimestre de 2022, es decir, durante el periodo de julio a septiembre de 2021, los niveles de ingresos siguen siendo bajos ya que como se detalló anteriormente, recién en agosto de ese año las restricciones relacionadas a la asistencia de personas a los eventos comenzaron a relajarse, por lo que hasta ese momento el efecto de la situación sanitaria seguía impactando. Por otro lado, si nos enfocamos en los dos trimestres que siguen vamos a comprobar que los niveles de ingresos por cada uno de los segmentos pudieron retomar el camino y hasta superar en algunos casos a los volúmenes previos a la pandemia.

Lo expuesto es una de las principales causas por las que la recuperación de todas las fuentes de ingresos hacia niveles históricos comienza a verse a partir del segundo trimestre del 2022, pero no podemos dejar de lado también el hecho del trabajo que hizo la organización durante todo ese tiempo tanto reduciendo gastos discrecionales como también utilizando ese tiempo de impase para cancelar deudas que tenía la organización y prepararse financieramente para el regreso a la actividad normal del negocio, manteniendo una posición flexible y conservadora.

3.4 Estrategias y perspectivas de crecimiento

De acuerdo con el reportes financieros emitidos a 2022 por la compañía, la estrategia a nivel macro que tienen es la de aprovechar la popularidad de las franquicias deportivas y su posicionamiento en uno de los mercados más grandes del país como es la industria de los medios para hacer crecer su negocio e incrementar el valor a largo plazo de sus activos, aprovechando las oportunidades que el entorno presenta. Algunos de los componentes clave para hacer efectiva esta estrategia, serían:

- Desarrollar equipos competitivos. El objetivo principal aquí se centraría en formar y mantener equipos que compitan por el campeonato consistentemente. Aquellos equipos que son competitivos ayudan a sostener e impulsar el flujo de ingresos de las empresas a lo largo de la temporada regular, y mucho mayor se hace su contribución cuando estos equipos clasifican a las instancias de eliminación directa, posicionándose entre los 8 mejores de su conferencia. Si bien esto está apuntado a los Knicks y los Rangers, la empresa entiende que la gestión tanto de los equipos de desarrollo de estos dos como de los centros de rendimiento de última generación son clave para el desarrollo de equipos con el nivel necesario para competir por campeonatos.

- Implementar una política de entradas (“tickets”). Generar una relación con la afición a través de la compra de entradas es uno de los pilares claros, ya que los seguidores de estas franquicias deportivas han sabido posicionar consistentemente a la empresa como una de las líderes en venta de tickets por los encuentros disputados en el Garden. Hoy en día existe la posibilidad de asociarse con membresías o adquirir paquetes de temporada, como así también la clásica opción por cada juego, y si bien los precios se establecen al comienzo de la temporada estos últimos suelen variar adaptándose a la demanda.
- Maximizar el valor del contenido deportivo. Con la evolución y reconversión de los medios en la época contemporánea, los eventos deportivos en vivo se han incrementado su valor para los anunciantes. En octubre de 2015 los Knicks y los Rangers entraron en un acuerdo de 20 años con MSG Network, lo que supone un flujo de ingresos definido y recurrente para MSGS ya que, a partir de este contrato, la empresa asociada tiene acceso exclusivo para las emisiones locales tanto de los partidos cualquiera sea la localía como de otras actividades de los equipos. MSG Network pone a disposición de los fanáticos estas transmisiones a través de sus aplicaciones y plataformas digitales. Además, MSGS recibe una proporción de las tarifas que tanto la NBA y NHL recaudan por ceder los derechos de medios nacionales que negocian con las cadenas televisivas.

Como datos relevantes en cuanto a estos acuerdos, podemos destacar que la NHL y la NBA tienen convenida la cesión de estos derechos a las empresas The Walt Disney Company y WarnerMedia hasta las temporadas 2027-2028 y 2024-2025, respectivamente. Al momento de la realización de este trabajo no existe información pública veraz sobre la extensión del acuerdo de la NBA, pero se dieron a conocer rumores al respecto indicando que los potenciales acuerdos con ESPN (Disney) y TNT (Warner) llegarían a representar US\$ 75 mil millones para los siguientes nueve años, incrementando este ingreso anual de la liga desde unos US\$ 2,7 mil millones hasta los US\$ 8 mil millones aproximadamente.

- Enfoque integral sobre los activos para operar los alquileres de suites. El acuerdo con MSGE le permite explotar la atracción que sus activos generan, logrando así una propuesta dinámica e integral para los socios y usuarios en cuanto a publicidad y servicios de suites. En cuanto a este punto, podemos comentar más en detalle sobre dos áreas:
 - En primer lugar, la demanda que tienen estos espacios y propuestas que ofrece la empresa para publicitar es considerable y está respaldada por la popularidad de los equipos deportivos, el alcance demográfico por la diversidad en la base de

seguidores y la posición establecida en el mercado de Nueva York. Esto buscan empresas que quieren tener un importante grado de alcance al público, y por eso la empresa ha podido concretar alianzas con empresas de primer nivel como JPMorgan, InBev, Delta Air Lines y PepsiCo, entre otros. Además, con CLG y Knicks Gaming, la empresa tiene la intención y oportunidad de mostrar tanto a sus socios actuales como potenciales la joven comunidad de esports.

- Por otro lado, los nombrados Arena License Agreements con MSGE permite que el Garden pueda ofrecer una variedad de servicios como suites y clubs, entre los cuales están “21 Event Level suites”, “58 Lexus Madison Level suites”, “18 Signature”, “Level suites”, el “Madison Club” y “Suite Sixteen and the Loft Club”. Estos suites y clubs proporcionan espacios exclusivos y privados de primer nivel, junto con algunos de los mejores asientos en el Garden, y son principalmente cedidos a clientes corporativos bajo acuerdos de varios años con ajustes anuales. MSGS cree que esta combinación que pueden ofrecer con MSGE entre los eventos deportivos y los servicios de entretenimiento, junto con la hospitalidad a sus clientes, posiciona de manera sólida a la organización para crecer en el negocio.
- Continuar invirtiendo en la experiencia ofrecida. El apoyo de los seguidores ha sido posible en parte por la experiencia que ofrece la empresa a los fanáticos cuando asisten a un evento en el Garden, la que piensan que crecerá y mejorará a partir de los acuerdos con MSGE. Mediante las presentaciones, alimentos y bebidas de primera calidad, productos exclusivos y actividades en vivo e interactivas con aplicaciones, el objetivo es entregar la mejor experiencia de la industria sin importar si son clientes por primera vez o regulares.

Por otro lado, podemos destacar algunos datos relevados de las últimas reuniones de la gerencia con analistas de la industria en donde exponen los resultados financieros por el periodo presentado y responden preguntas de estos analistas. Si bien hay tópicos o detalles que no pueden ser discutidos por discrecionalidad, se pueden obtener algunos puntos sobre la idea de la gerencia de cara al futuro de la organización.

Durante la última reunión, en mayo de 2022, el presidente y CEO de la empresa mencionó su optimismo con la próxima temporada cuando dio a conocer que la tasa de renovación en cuanto a los paquetes de entradas de temporada completa ya había alcanzado el 85% y seguía creciendo, combinando lo adquirido por clientes nuevos y renovaciones puras de clientes

existentes. Agrega además que, en base a su experiencia, esperan un sólido crecimiento en cuanto a ingresos por venta de entradas el próximo año y los posteriores.

Relacionado con los ingresos de las suites, mencionan que si bien durante diciembre habían retrocedido por la variante Omicron, en los últimos dos trimestres los niveles han hasta excedido aquellos registrados antes de la pandemia.

Por el lado de los socios patrocinadores y aquellas actividades de marketing, aparecen empresas que se van incorporando al negocio de los esports con contratos de varios años. Las apuestas deportivas representan la mayor categoría dentro de los ingresos recibidos por este tipo de contratos, ya que es en lo que basan su actividad este tipo de socios estratégicos para las operaciones de esports. Asegura que el impacto de estos nuevos acuerdos se verá reflejado en los resultados para el año fiscal 2023.

A su vez, otros sectores considerados por la gerencia con una buena perspectiva para explotar a futuro son los negocios con empresas relacionadas a la tecnología blockchain y al entrenamiento físico de manera virtual, con quienes ya se consiguieron algunos acuerdos y se sigue explorando potenciales oportunidades en estos campos, y serán vitales para el crecimiento de la empresa.

Otra oportunidad clave que la gerencia identifica como potencial explotable es la posibilidad de aumentar el número de los patrocinadores internacionales a partir de la próxima temporada y dentro de la NHL, particularmente, la inclusión de un parche en las camisetas, y todo esto permite incrementar la exposición de los socios que los equipos de las ligas pueden incorporar.

En esta misma reunión el presidente y CEO, Andrew Lustgarten, anunció que renunciaba a su posición de presidente en MSG Entertainment, y que esto le permitiría focalizarse en liderar y hacer crecer a MSG Sports, movimiento a través del cual se intenta generar mayor confianza.

Algunas de las preguntas más interesantes de los analistas fueron en relación con las estrategias sobre la estructura de capital y las potenciales oportunidades, y terminaron revelando las siguientes cuestiones con enfoque a los planes que la empresa tiene para su futuro.

- Por un lado, sobre la estrategia de capital y manejo de la deuda, se pudo entender que había una idea clara de reducir la estructura de deuda durante la pandemia y en este momento la idea sigue siendo mantener una posición prudente y flexible mientras el negocio se recupera. Ha sido el foco cancelar las deudas de la empresa y es algo que

estuvieron tratando activamente, ya que se cancelaron 60 millones. Con un crecimiento sostenido del negocio en el largo plazo se evaluarán las opciones disponibles para utilizar el flujo de caja. Le preguntaron también si tienen un objetivo de apalancamiento en lo que respecta al manejo de la deuda mientras intentan seguir reduciéndola, a lo que la CFO no respondió concretamente, pero dejó ver que ese tema se está debatiendo internamente y mientras tanto quieren mantener esa flexibilidad mencionada al haber reducidos considerablemente su deuda.

- Por el otro, tenemos las potenciales oportunidades a explorar y explotar por la empresa, que incluyen los siguientes puntos:
 - Acuerdos con los espónsores de la indumentaria. Esperan poder renegociar los acuerdos actuales que parecerían algo desactualizados en comparación con la situación actual de la industria, ya sea con misma marca de la actualidad (que esperan que así sea por un largo plazo) o con algún nuevo socio, lo que no sería difícil de conseguir.
 - Incremento en cantidad de 3 a 10 socios internacionales con los que se podría hacer acuerdos para trabajar en base a productos y actividades con las marcas para llegar de una manera más efectiva a ese mercado. Por esto es que MSGS decidió invertir en un grupo de personas para que exploren estas oportunidades.
 - Identificaron las intenciones de los fanáticos de interactuar con la organización de nuevas maneras, modernas y atractivas, por lo que se intentó introducir a los NFT durante la temporada regular. No es una alternativa sobre la que se haya podido llegar a un resultado significativo para lo que se maneja en esa variante hoy en día, pero sí sigue siendo una alternativa para seguir explorando y explotando, como blockchain.
- Como último punto destacable a partir de estas preguntas, se pudo relevar que desde la gerencia estimaban que por cada partido disputado en la primera ronda de eliminatorias en condición de local durante 2022, la empresa pueda generar un impacto de US\$ 1,5 millones en términos de resultado operativo ajustado. Por lo que esto implica un grado relevante de interés por intentar conseguir que los equipos clasifiquen y avancen en estas

instancias, ya que contribuye de manera directa al resultado financiero de la organización, más teniendo en cuenta que por cada ronda que se avance los resultados pueden llegar a ser mayores.

3.5 Calificaciones y resumen

El Instituto TIDES, por su nombre en inglés “The Institute for Diversity and Ethics in Sports”, conducido por la Universidad de Florida, se dedica a generar reportes periódicos con el objetivo de medir la diversidad, equidad e inclusión dentro de las organizaciones deportivas. En este caso, los resultados que veremos a continuación fueron relevados del reporte denominado “Racial and Gender Report Card” (RGRC), que emitieron para el año 2022. La NBA en su totalidad recibió la máxima calificación de A+ en cuanto sus prácticas de reclutamiento desde el aspecto racial, ya que mejoró su desempeño en base a los distintos parámetros que aplican para esta medición. Así como también obtuvo una B+, la cuarta mejor calificación de esta medición, en la perspectiva de género ya que subió 4.6 puntos comparado con el resultado del año anterior. A continuación se podrá observar una desagregación con la contribución de cada equipo de la liga con estos temas de ética e igualdad.

Tabla 3: Personas de color y mujeres en roles de VP o superiores en equipos NBA

Equipo	Personas	Equipo	Personas
New York Knicks	33	Charlotte Hornets	11
Washington Wizards	27	Utah Jazz	10
Atlanta Hawks	24	Boston Celtics	9
Miami Heat	18	Memphis Grizzlies	9
Milwaukee Bucks	18	Phoenix Suns	9
Denver Nuggets	16	San Antonio Spurs	9
Philadelphia 76ers	15	Detroit Pistons	8
Dallas Mavericks	14	Los Angeles Clippers	8
Brooklyn Nets	13	New Orleans Pelicans	8
Golden State Warriors	13	Orlando Magic	8
Cleveland Cavaliers	12	Oklahoma City Thunder	7
Indiana Pacers	12	Portland Trail Blazers	7
Los Angeles Lakers	12	Toronto Raptors	7
Minnesota Timberwolves	12	Chicago Bulls	4
Sacramento Kings	12	Houston Rockets	4

Fuente: elaboración propia en base al reporte RGRC del TIDES para 2022.

De acuerdo con este reporte, los New York Knicks son la organización con la mayor cantidad de personas de color y mujeres empleadas en posiciones ejecutivas de toda la liga, siendo estos roles relevantes en la jerarquía de las empresas ya que contemplan puestos de vicepresidentes o superiores. El promedio de la NBA en esta categoría es de 12 personas, mientras que los Knicks se destacan con un total de 33 y su competidor en la ciudad de Nueva York tienen empleadas tan solo 1 persona más por encima del promedio.

Además MSGS cuenta con un Comité de Diversidad e Inclusión formado por empleados de la organización que han demostrado pasión y compromiso por estos temas. Diversas iniciativas fueron implementadas desde la creación de este espacio, como por ejemplo las redes de conexión para las distintas minorías a las que los empleados pueden unirse y participar voluntariamente; reuniones grupales en las que se debaten abiertamente temas relacionados a la diversidad e inclusión; programas de capacitación orientados a generar conciencia y otorgar herramientas; colaboración con organizaciones locales y nacionales en el apoyo a diversas comunidades.

Para culminar con este análisis interno de la organización haremos un breve repaso, sin entrar en los detalles descritos en todo el punto 3, por lo que considero que serían las fortalezas o áreas clave sobre las cuales MSGS tiene la posibilidad de explotar una ventaja competitiva.

- La empresa tiene dentro de su cartera de activos dos franquicias icónicas en el deporte en el que compiten, siendo el básquet y el hockey de los más consumidos en Estados Unidos.
- Presencia sostenida y significativa en el área metropolitana de Nueva York, uno de los mercados de medios más grandes del país.
- Fuertes lazos con sus numerosos, leales y apasionados fanáticos, que abarcan una amplia diversidad demográfica.
- Acuerdos multianuales de patrocinio y alquileres de suites, asociación estratégica con MSGE.
- Contratos por los derechos de medios locales a largo plazo con MSG Networks, y acuerdos nacionales de estos derechos a través de la NBA y la NHL.
- Acuerdos de largo plazo por la licencia de arena con MSG Entertainment, en virtud de los cuales los Knicks y los Rangers juegan sus partidos locales en el Garden.
- Organización de primer nivel y alcance global, con más de 50 años de experiencia respaldada por un grupo dedicado a la gestión de eventos de entretenimiento y ahora también deportivos.

4. Análisis de la industria y la competencia

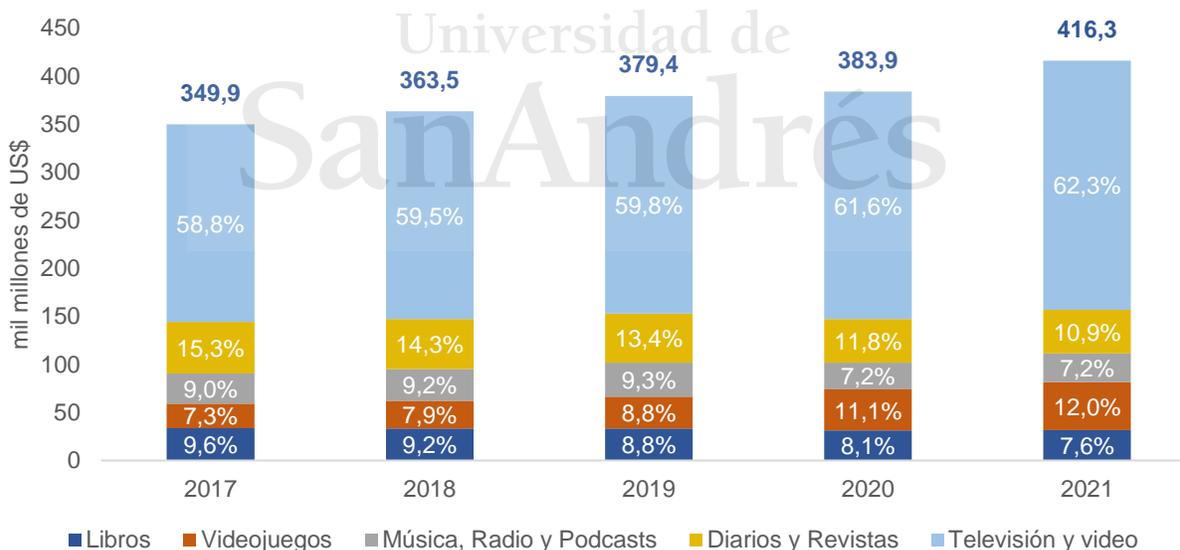
4.1 Mercado global y local

Dentro del sector de servicios de comunicación, la industria estadounidense del entretenimiento y contenido audiovisual es una de las más grandes del mundo, con un mercado de aproximadamente US\$ 703 mil millones representando un 33% del alcance global de esta industria a principios de 2020 y que, luego de un año de pandemia, se vio retraída en un 6,1%. Dentro de esta industria vamos a encontrar diferentes tipos de contenidos que pueden ser ofrecidos agrupados en segmentos como la cinematografía, televisión y comerciales, música y transmisiones por radio, publicaciones de libros, videojuegos, entre otros.

Focalizando en el contenido audiovisual de la industria, que representa un 57% del mercado a 2021, vamos a poder observar que esta es la parte que mayor crecimiento tuvo en este último periodo pandémico, debido a la mayor demanda de elementos digitales en un contexto que favorecía su consumo.

Gráfico 8: Evolución de las ventas generados por contenido audiovisual, EE.UU. 2017-2021

en miles de millones de dólares



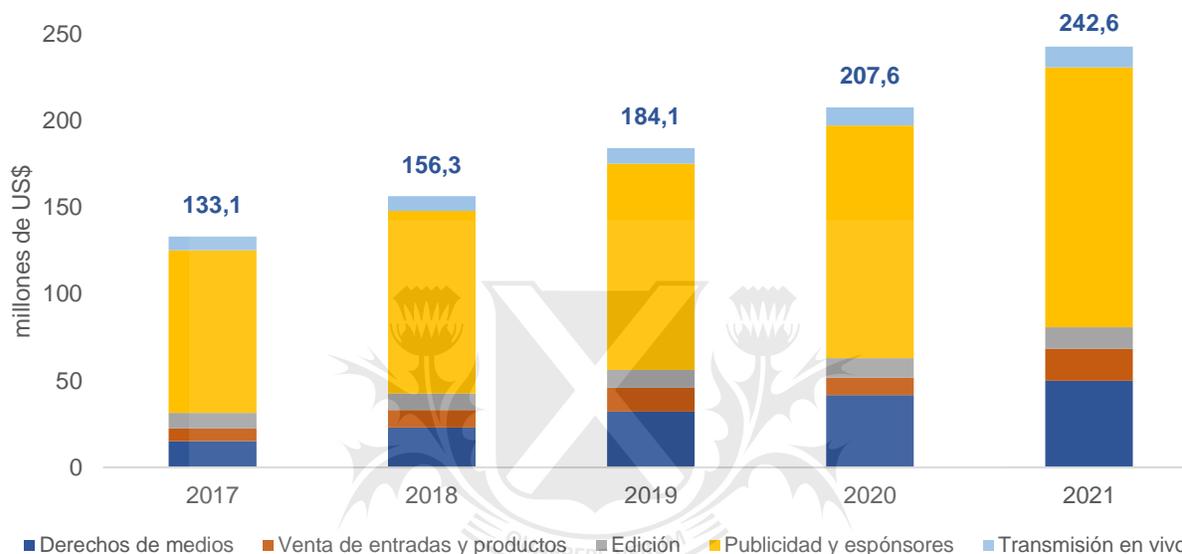
Fuente: Media Market Outlook de Statista, Estados Unidos, 2017-2021.

El segmento de videojuegos, que si bien representaba a 2021 menos de un 10% es una de las industrias dentro de Estados Unidos, es tanto en este país como en el continente asiático principalmente y el mundo que se encuentra creciendo a tasas considerables. Este sector está

compuesto de tanto juegos físicos como digitales, juegos en línea, aplicaciones móviles, y juegos de realidad virtual. Los deportes electrónicos o digitales, también conocidos como “esports”, “e-sports” o “gaming”, son considerados ya como una actividad profesional, mediante la cual distintos jugadores pueden competir frente a una audiencia mirando la competición en vivo.

Gráfico 9: Evolución de los ingresos en el segmento videojuegos, EE.UU. 2017-2021

en millones de dólares



Fuente: eSports Market Outlook de Statista, Estados Unidos, 2017-2021.

En este sentido, la empresa participa en segmentos que juntos generan más de un 90% de los ingresos de este sector, como lo son las categorías de “Transmisión en vivo”, “Derechos de medios”, “Venta de entradas y productos” y “Publicidad y espónsores”. Con sus dos representantes, Knicks Gaming y CLG, la empresa intenta ingresar y posicionarse en este mercado que aún está en desarrollo y tiene un gran potencial a futuro.

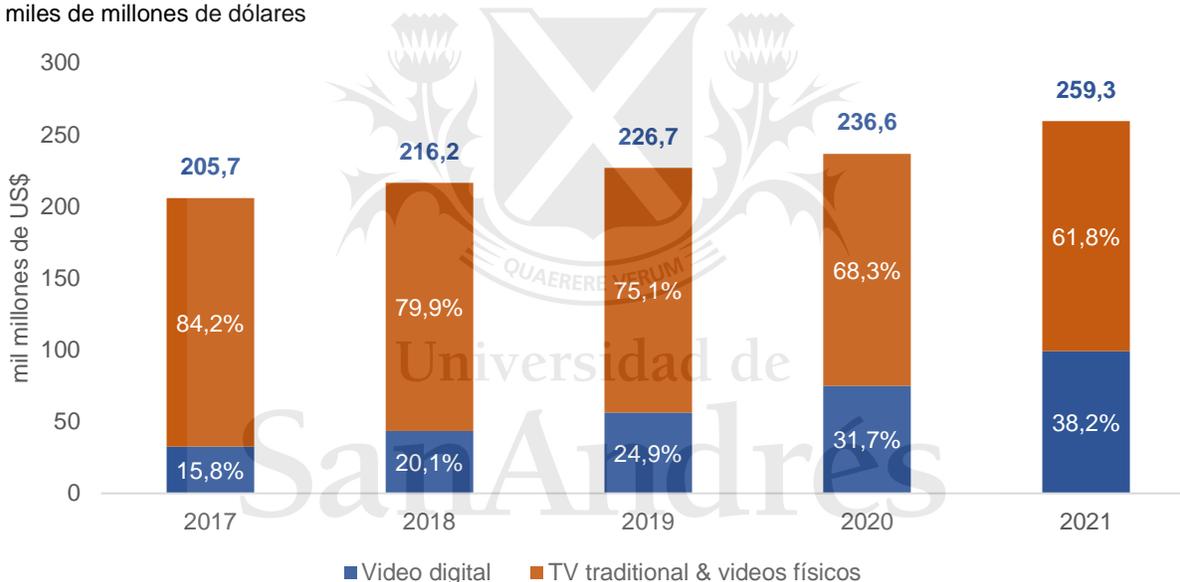
Por otro lado, el contenido televisivo es aquel que aún concentra la mayor parte del mercado del entretenimiento y contenido audiovisual junto con la industria cinematográfica, habiendo alcanzado entre estas dos el 79% de los ingresos del mercado total para el 2021, repartiéndoselo en un 40% y 39% respectivamente. Claramente son en la actualidad los dos grandes competidores en la lucha por quién se queda con la mayor parte del consumo del mundo del entretenimiento.

Si nos enfocamos en el segmento televisivo, que es en donde estaría participando directamente la empresa a analizar, podemos observar desde el Gráfico 10 que este concentra el 65% de los ingresos por contenido audiovisual a 2021.

Dentro de este segmento, podremos analizar cómo se da el consumo de acuerdo a los distintos tipos de contenidos. Nos encontraremos con el contenido ofrecido a través de la televisión tradicional (como la televisión pública y paga por cable, satelital o digital) y los videos físicos (como los DVD y Blu-ray), mientras que por otro lado estará el contenido de video digital que incluye los distintos tipo de suscripciones de acceso a videos mediante plataformas digitales, así como por descargas y almacenamiento en la nube.

Gráfico 10: Evolución del consumo en el segmento televisivo, EE.UU. 2017-2021

en miles de millones de dólares



Fuente: Advertising & Media Market Outlook de Statista, Estados Unidos, 2017-2021.

Si bien podemos observar que el consumo total del segmento fue aumentando de manera constante, se puede detectar que el crecimiento se da en base a un incremento en el consumo del contenido “on demand”. La CAGR de este último para el periodo expuesto es mayor al 32%, mientras que el contenido de televisión tradicional no pudo acompañar ese ritmo de crecimiento retrotrayéndose en casi un 2%, también en base a su tasa de crecimiento anual compuesta.

Además, de acuerdo con la encuesta “Global Consumer Survey” realizada por Statista para el año 2021, el 60% de las personas encuestadas consumían al menos una hora al día de televisión, mientras que el 75% afirmó consumir los servicios bajo la modalidad de videos digitales por más

de una hora al día. Esta es una tendencia que se vio incrementada con el correr de los últimos años, en donde la oferta de productos digitales es cada vez mayor por el interés de las personas de pasar de un contenido en vivo a un contenido que lo puede ver en el momento que desee. De hecho, según Statista, Estados Unidos es el país con mayor porcentaje de población suscrita a servicios de video “on demand” a nivel mundial, con un 45,7% de su población.

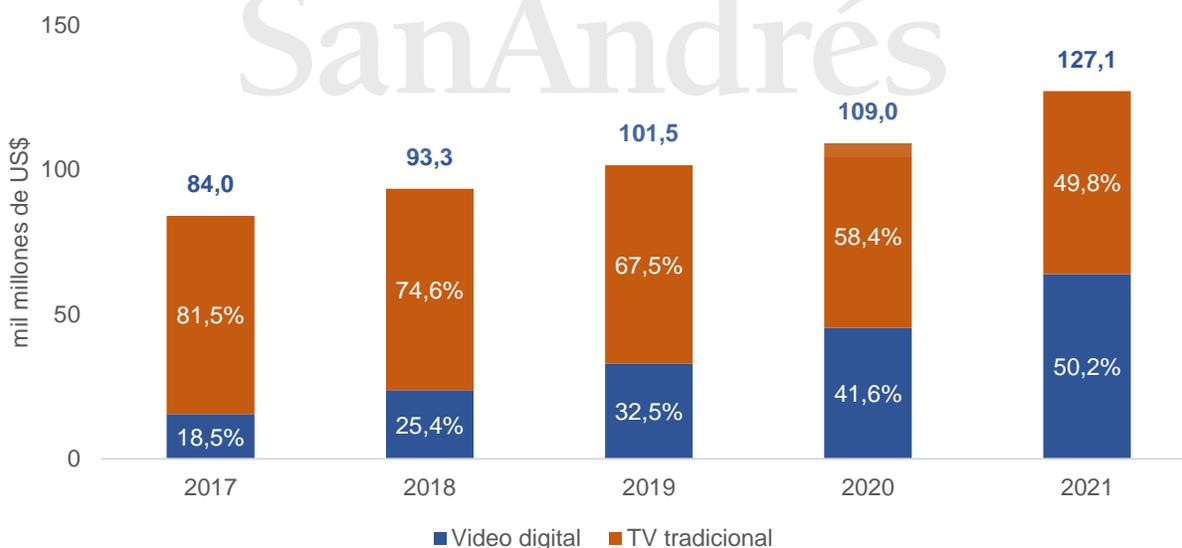
Es la intención mostrar con estos datos la tendencia que tiene el mercado en el que participa la organización analizada y el potencial que puede tener los distintos tipos de contenido para luego explotarlos de la mejor manera.

Al mismo tiempo, es interesante también observar cómo se distribuye el gasto publicitario dentro de este segmento televisivo, ya que es una de las fuentes en las que MSGS recauda sus ingresos.

En este sentido vamos a poder identificar dos tipos de gastos publicitarios en este segmento. Uno va a estar relacionado con la televisión tradicional, ya que incluye lo incurrido en imágenes transmitidas por los canales tradicionales y el gasto relacionado a los operadores de estas redes de televisión. El otro se relaciona con los gastos publicitarios asociados a videos digitales, los que abarcarán desde videos publicitados en páginas web, aplicaciones y redes sociales hasta textos o imágenes que puedan aparecer mientras se reproduce un video.

Gráfico 11: Evolución del gasto publicitario en el segmento televisivo, EE.UU. 2017-2021

en miles de millones de dólares



Fuente: Advertising & Media Market Outlook de Statista, Estados Unidos, 2017-2021.

En este gráfico podemos ver cómo la estructura de gastos relacionados a la publicidad fue incrementándose consistentemente, al igual que los ingresos de este segmento. En este caso, podemos destacar que ya para el año 2021 el contenido digital tuvo un incremento tal que terminó superando al de la televisión tradicional, siendo la primera vez en la historia que esto sucedía. El efecto de todas formas para este contenido es contraproducente, ya que va a tener una estructura de gastos para 2022 mediante la cual casi el 64% de los ingresos que genera se consumen en publicidad. Este mayor crecimiento en los gastos también puede observarse desde su CAGR, que fue del 42,1% en el periodo observado, habiendo representado un 47,8% de los ingresos en 2017.

Por este motivo, si bien el contenido digital es uno de los que más potencial de crecimiento tiene, hay que considerar que hasta que estos servicios se estabilicen van a implicar una estructura de costos bastante más alta que lo destinado a los servicios tradicionales de televisión.

Para resumir y dar un cierre a este punto, al no contar este tipo de información sobre la industria del deporte en particular, se concluye que MSG Sports encuentra su participación dentro de dos de los segmentos que representan el 75% del mercado del contenido audiovisual (Televisión y Videojuegos), siendo este último representativo en un 61% de la industria total estadounidense, incluyendo el aspecto cinematográfico que la industria lo desagrega por separado.

4.2 Características de la industria

Existen ciertas características del negocio que se deberían tener en cuenta para poder efectuar un diagnóstico acertado de esta empresa.

Por un lado, debemos considerar el rol que tienen las distintas ligas dentro de las competiciones ya que existen diferentes reglas a cumplir por los equipos participantes, y por consecuencia limitaciones al accionar de la empresa para la gestión sobre estos equipos.

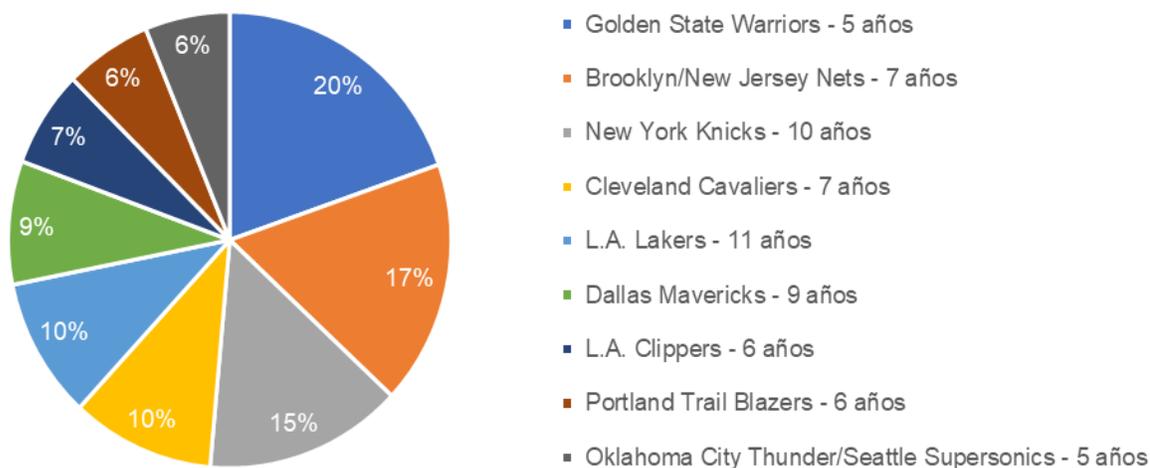
Estas regulaciones abarcan convenios colectivos de trabajo, llamados “CBA” por sus siglas en inglés (Collective Bargaining Agreements), que intentan regular tanto los contratos que pueden ser ofrecidos a los diferentes jugadores como las posibilidades de armar los equipos con total libertad. En primera medida, expone restricciones relacionadas a los momentos del año en que los jugadores pueden ser traspasados, dando lugar a la popular “agencia libre” y el “trade-deadline” en agosto y febrero de cada año respectivamente; a su vez, detalla los derechos que pueden tener los equipos sobre estos contratos llegados estas instancias. Luego, los salarios que se pagan a los deportistas, generalmente, están determinados por negociaciones entre éstos y sus agentes con los equipos, y tiende a definirse de acuerdo a su rendimiento en los últimos años,

lo que el mercado está pagando por ese tipo de desempeño y las restricciones de este CBA en torno al mínimo y máximo que podría recibir ese jugador, así como las normas relacionadas con el impuesto al lujo de la NBA.

Este último se trata de una tasa que el mencionado convenio define como aplicable a los equipos que exceden determinado monto límite de salarios acumulados en su nómina de jugadores, siendo este límite fijado en base a las proyecciones de los ingresos de la liga y comunicado antes de comenzar cada temporada. En el caso que suceda este exceso, el equipo debe pagar un 150% más por cada dólar que se excede escalando esa tasa hasta un 325% por cada dólar en los casos excedidos en más de US\$ 20 millones. Como resultado, el 50% de la recaudación total por este impuesto sirve como fuente para fondear el plan de distribución de ingresos de la liga y el restante 50% es distribuido en partes iguales a los equipos que no incurrieron en este exceso. En el caso de los Knicks, como no son un equipo que haya pagado tasa al lujo en los últimos años, han recibido, por ejemplo, para las temporadas 2020-2021 y 2019-2020 por este concepto unos US\$ 3.442 millones y US\$ 230 mil, respectivamente. La NHL no tiene estas tasas impuestas al lujo, ya que el tope salarial es un límite que los equipos no pueden superar bajo ninguna circunstancia.

En esta ocasión vamos a detallar algunos datos de la NBA ya que resulta interesantes ver cómo se fue dando esto para los New York Knicks y entender cómo puede interpretarse hacia el futuro del equipo. Históricamente, los Knicks es uno de los equipos que más dinero contribuyó con el pago de este impuesto a la liga. Durante los últimos 22 años, el equipo ha incurrido en esta tasa en 10 ocasiones convirtiéndose en el segundo equipo de toda la liga que más veces abonó alguna cifra por impuesto de lujo, solo por detrás de Los Angeles Lakers que lo hizo en 11 oportunidades.

Gráfico 12: Equipos que aportaron más de US\$ 100 millones en toda su historia en la NBA en %



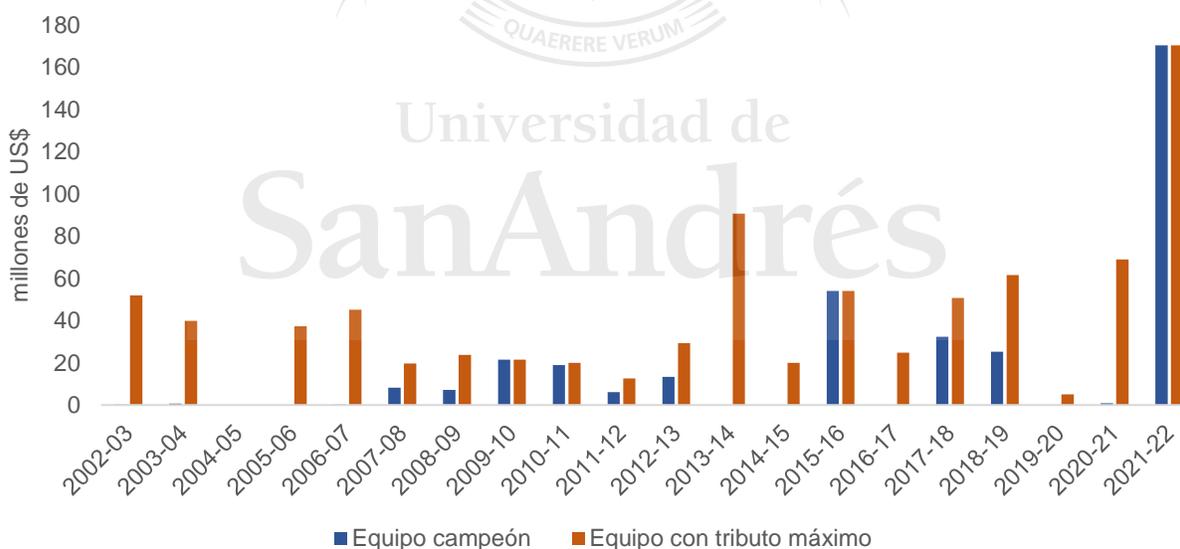
Fuente: elaboración propia en base a un reporte de Forbes.

A su vez, los Knicks forman parte de los tres equipos que más dinero en total aportaron a la liga bajo este concepto con un total de US\$ 250 millones aproximadamente, representando un 15% del total histórico recaudado, en este caso por detrás de Brooklyn Nets y Golden State Warriors que contribuyeron con sumas de US\$ 298 y US\$ 338 millones respectivamente en su historia.

Se puede pensar que como Los Angeles Lakers y Golden State Warriors son dos de las tres franquicias más ganadoras e históricas de toda la NBA, con mercados tan grande como el de los Knicks ya que se ubican en el estado de California, incurrir en este impuesto ha valido la pena. Los Knicks lejos están de ser consideradas a nivel deportivo dentro de los equipos más exitosos, sino que todo lo contrario, ya que su último trofeo se levantó por los años 70. Entonces, esto puede llevar a preguntarse cómo es posible que pagando tanto dinero no puedan verse los resultados a nivel competitivo para los Knicks, y claramente esto es algo que no se relaciona de una forma lineal. A continuación veremos un análisis a través de la historia reciente de cómo se encontraban los equipos que terminaron coronándose campeón respecto a esta situación.

Gráfico 13: Equipos campeones vs. equipos con el impuesto más alto, NBA 2002-2022

en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a un reporte de Forbes.

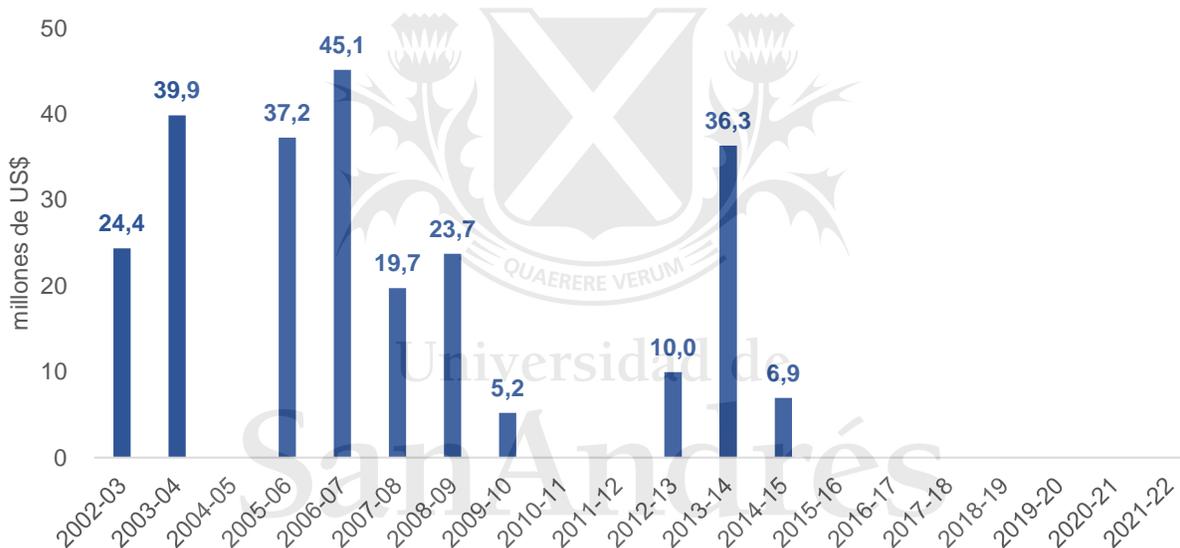
A raíz del gráfico anterior, se pudo observar que solamente en 3 de las últimas 20 ocasiones coincidió que el equipo que pagó la mayor tasa por impuesto de lujo terminó coronándose campeón de la liga. Esto sucedió en las temporadas 2009-2010, 2015-2016 y la última 2021-2022, en donde coincidían varias super estrellas de este deporte en un mismo equipo. Además, en 4 temporadas el equipo campeón solamente abonó una tasa menor a US\$ 1 millón, mientras que

en otras 6 oportunidades los coronados con el trofeo Larry O'Brien ni siquiera tuvieron que abonar dicho impuesto. Por lo tanto, podemos deducir que tener un equipo con salarios muy altos y por consecuencia pagar una tasa alta sobre este impuesto solamente puede terminar traduciéndose en un campeonato en el 50% de las veces. Lo que empeora esas posibilidades es que existen varios equipos que van a estar pagando esta tasa al mismo tiempo y solo uno se quedaría con el torneo. El punto queda claro a esta altura, construir un equipo en base a talento costoso no asegura la obtención de un campeonato.

Y esto parecen haber entendido los Knicks en los últimos años, a fuerza de haberlo intentado por un largo tiempo y no ser relevantes a nivel competitivo.

Gráfico 14: New York Knicks, Impuesto al lujo 2002-2022

en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a un reporte de Forbes.

Tras haber acumulado ese total de casi US\$ 250 millones hasta la temporada 2014-2015, la organización comenzó a tomar otro rumbo de cara a la construcción de sus equipos. Es en esta época que la empresa realizó una de sus escisiones y pasó a operar los segmentos deportivos y de entretenimientos bajo MSG Company.

Continuando con las características de la industria, otra de las regulaciones que las ligas imponen suelen estar relacionadas con la recaudación y la gestión de las organizaciones.

Por ejemplo, la NBA obliga a los equipos a tributar un 6% de sus ingresos por ventas de entradas durante la temporada regular justificando este concepto desde las actividades operativas de

control que ejerce la liga sobre los equipos. En esencia, el objetivo es mantener cierta igualdad mediante estos controles de las actividades y que esto implique un compromiso de los equipos reflejado a través de un porcentaje de sus ingresos.

También, nos podemos encontrar con normativas mediante las cuales las ligas exijan a los equipos a mantener un capital de trabajo y reservas de efectivo suficientes para pagar los gastos, pasivos y obligaciones del equipo en el curso operativo ordinario y de manera oportuna. Es decir, todas estas decisiones de las ligas afectan claramente a la forma en la que las empresas o equipos puedan manejarse respecto a sus finanzas. En el caso de incurrir en infracciones sobre algunas de todas estas reglas, distintas sanciones pueden ser evaluadas y aplicadas por la NBA y la NHL.

Un participante a tener en cuenta es la "NBPA" (National Basketball Players Association), que es la asociación que reúne a un grupo de jugadores quienes velan por sus derechos como trabajadores y es validada por la liga dándole entidad de hasta poder vetar los CBA en caso de que consideren vaya en detrimento de los deportistas y pudiendo organizar reuniones para discutir los términos de estos acuerdos.

Además, los presidentes de cada liga pueden actuar unilateralmente tomando medidas que afecten a los distintos equipos limitando a su vez las formas en las que estos puedan tener la posibilidad de objetarlas, siempre que sean consideradas para el bien común de la liga. Algunos ejemplos de circunstancias que pueden verse afectadas por decisiones unilaterales de las ligas o su presidente son: longitud, calendario y formato de las competiciones; cambios en la ubicación geográfica de los equipos; derechos sobre licencias locales e internacionales; admisión de nuevos equipos; endeudamiento de las franquicias y sus afiliadas; y el comentado acuerdo de trabajo con la asociación de jugadores que regula sus potenciales salarios, las distintas condiciones a cumplir para efectuar un traspaso, el impuesto al lujo y la distribución de los ingresos.

Por otro lado, nos podemos encontrar con contratos que regulan los derechos sobre las licencias que, en este caso, los derechos locales tanto televisivos como radiales para los Knicks y los Rangers se encuentran regulados por el contrato acordado con la empresa MSG Networks, como fue mencionado en el apartado anterior, mientras que los nacionales los regula cada una de las ligas con las grandes empresas de la industria, como lo son en este caso ESPN y TNT.

Sobre los contratos con MSG Networks no se pudieron relevar los detalles a nivel monetario, pero para los acuerdos nacionales se pudo encontrar algunos datos a partir de diferentes medios

especializados en el análisis de estos deportes, como The Athletic y Diario AS. La NHL habría concretado acuerdos con las dos empresas mencionadas por una suma total de US\$ 325 millones durante siete años, lo que extiende este vínculo hasta la temporada 2027-2028. Mientras tanto la NBA aún tiene un acuerdo vigente hasta la temporada 2024-2025 por US\$ 2,6 mil millones anuales, pero ya se dieron a conocer algunas negociaciones para extender este vínculo con las dos empresas actuales, y esto aseguraría a la liga un total de US\$ 75 mil millones por otros nueve años, comenzando en 2026.

Dentro de un marco más amplio, existen legislaciones gubernamentales en relación con la venta y reventa de entradas así como normas para la protección del consumidor. De forma comprensible, también existen distintas reglas que deben cumplirse dentro del Garden ya que al ser un espacio abierto al público está sujeto a estrictas normativas de seguridad e higiene impuestas por el gobierno estatal. En particular, el estadio debe cumplir con regulaciones de publicidad en espacios abiertos y requiere de distintas habilitaciones otorgadas por el gobierno local para poder operar, como lo son los permisos para poder recibir y alojar personas, aquellos que permiten ofrecer comida y bebidas en las instalaciones, o aquel especialmente gestionado para poder vender y servir bebidas alcohólicas, entre otros.

4.3 La competencia y posicionamiento

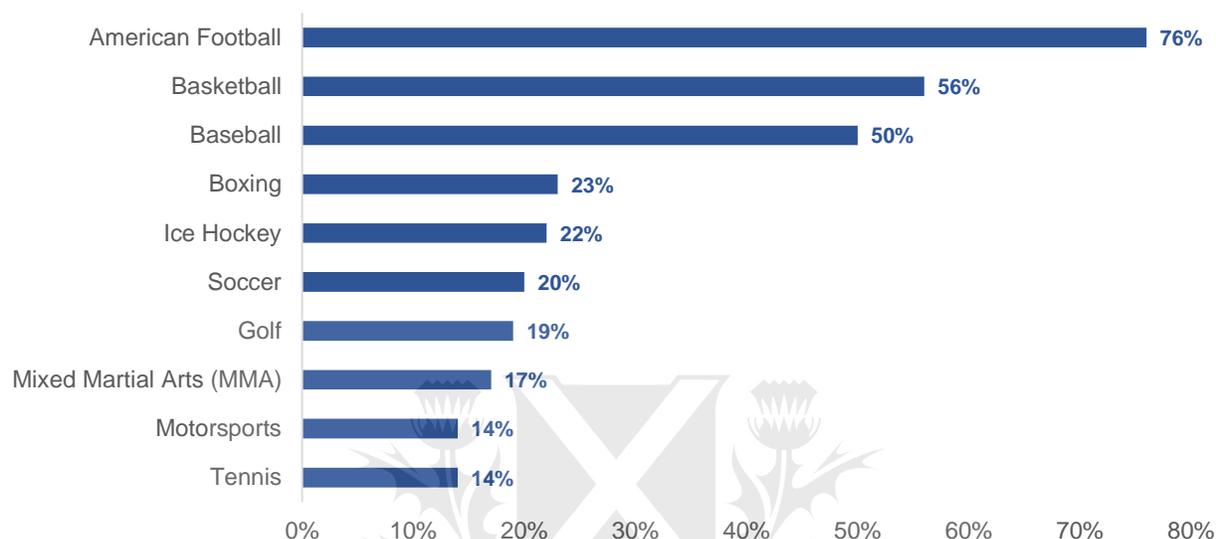
En lo que se refiere a la competencia, existen algunos temas a desarrollar para poder entender cómo funciona y afecta esto a la empresa.

Dentro del negocio que la empresa opera existe un gran número de deportes y variedad de oportunidades de entretenimiento disponibles. Además de las distintas ligas en las que la empresa participa (NBA, NHL, AHL y NBAGL) existen equipos deportivos como los New York Giants y los New York Jets, quienes participan en la popular “National Football League” (NFL), así como también los New York Yankees y los New York Mets participan de la “Major League Baseball” (MLB). También encontramos equipos neoyorquinos, pero de menor relevancia, que participan en la “Major League Soccer” (MLS) como los New York Red Bulls y el New York City Football Club. Como competidores en las mismas ligas que opera la empresa están los New York Islanders y los New Jersey Devils participando de la NHL y los Brooklyn Nets que compiten en la NBA. Para poder entender un poco el grado de importancia de cada uno de estos deportes para el público estadounidense, podemos mencionar como referencia una encuesta realizada por

Statista dentro de Estados Unidos y publicada en abril 2022. La misma deja ver cuáles fueron los deportes más consumidos por los norteamericanos en el periodo de abril 2021 a marzo 2022.

Gráfico 15: Deportes consumidos en Estados Unidos durante el periodo 04/2021 - 03/2022

encuesta online basada en 3.953 personas del rango 18-64 años.



Fuente: Statista Global Consumer Survey (GCS), publicada por Statista.

Podemos observar que los deportes en los que la empresa se encuentra operando pertenecen a dos de los cinco más demandados dentro del consumo deportivo estadounidense, siendo el básquet el más representativo de los dos con un 56% de alcance al público. Otros deportes, como por ejemplo el vóley, la gimnasia artística y el ciclismo, que alcanzaban un porcentaje menor al 12% fueron eliminados del gráfico para una mejor visualización del mismo. Los resultados completos de la encuesta pueden verse en los anexos del presente trabajo.

Como consecuencia de la gran cantidad de opciones disponibles, la competencia por atraer a las personas fanáticas del deporte en el área metropolitana de la ciudad de Nueva York es bastante fuerte. Esta competencia se puede medir en diferentes sentidos o niveles. En primer lugar se encuentra la calidad de los equipos que se presentan en las competiciones, que es claramente la clave para poder atraer a nuevos fanáticos, y el éxito que los mismos tengan a medida que se desarrollen los torneos, importante también para poder retener a aquellos fieles seguidores de los equipos. No con menor grado de importancia debemos considerar que la habilidad que tenga la empresa para entregar un ambiente ameno y entretenido en los juegos de local cumple un rol tan importante como los precios de las entradas y el alcance que tenga la transmisión de los juegos de los equipos a través de diferentes plataformas.

Es cierto que, dada la naturaleza de todo deporte, no pueden asegurarse resultados satisfactorios, y aún menos teniendo en cuenta que puede haber equipos con mejores posibilidades económicas y recursos como para afrontar las competiciones con un cierto grado de respaldo que hace favorable al desarrollo de las demás actividades. Y aún así, el resultado seguiría siendo incierto.

El segmento televisivo se caracteriza por ser altamente competitivo. En 2020, podíamos encontrar cinco conglomerados que acaparan el 90% del mercado de medios en los Estados Unidos, incluyendo periódicos, revistas, editoriales, estudios de cine, radio y televisión. Estos grandes y reconocidos grupos eran AT&T (Time Warner, CNN, HBO), Comcast (NBC Universal, Telemundo, Universal Pictures), Disney (ABC, ESPN, Pixar, Marvel Studios), News Corp (Fox News, Wall Street Journal, New York Post) y ViacomCBS (CBS, Paramount Pictures). Al ser bajas en general las tasas de crecimiento de esta industria, hacen que las empresas participantes deban competir entre sí para mantener su cuota de participación en el mercado.

A la vez, como la empresa opera en algunas actividades de esports va a competir con otros equipos, a lo largo de Estados Unidos y a nivel global, en lo que respecta a espónsos, productos, transmisión y derechos de medios. Los equipos de gaming varían bastante de acuerdo a sus capacidades económicas, el tamaño del negocio que ya tengan desarrollado y cantidad de seguidores en las redes sociales, dentro de otros factores que pueden impactar en la competitividad. De todas formas, al día de hoy no contamos con una fuente confiable de información sobre las empresas participantes en el mercado de los deportes digitales dentro de Estados Unidos para poder hacer una correcta comparación con la empresa analizada.

Por otro lado, fuera de lo estrictamente deportivo, también se compite con otras producciones de eventos de entretenimiento en vivo en relación con la publicidad y espónsos. De todas formas, también es un aspecto del negocio en el que la empresa se encuentra lejos de poder competir o llegar a los niveles de otras compañías de primer nivel, que tienen el respaldo para poder hacerlo, por lo que a los fines de este análisis no va a ser un punto relevante.

Otro dato que puede ser de interés para analizar en qué situación se encuentra la empresa puede ser la valoración que el mercado tenga sobre los equipos. En este caso, encontramos que Forbes realiza un ranking de las franquicias de la NBA en base a sus ingresos, resultados operativos y valuación del equipo. Utilizando múltiplos de ingresos es que calculan los valores para cada equipo (capital y deuda neta) en función de los acuerdos que cada equipo tiene con su estadio. Si bien estos cálculos no están disponibles para el público, es al menos una aproximación a cómo podrían posicionarse los distintos equipos.

En ese sentido, veremos que los Knicks se ubican como el equipo con la valuación más alta. Esto está relacionado a que forma parte de uno de los mercados más grandes de Estados Unidos, ya que si analizamos la distribución en el mapa, detectaremos que aquellos equipos ubicados tanto en la división Atlántica como en la división Pacífica son aquellos con una valuación por encima de la gran mayoría, o al menos del promedio. Es más, siete de las diez franquicias con las mejores valuaciones se encuentran distribuidos entre estas dos zonas, que incluyen estados como Nueva York, California, Massachusetts.

Tabla 4: Valuación de las franquicias NBA

en miles de millones de dólares

Ranking	Equipo	US\$	Ciudad, Estado	División
1	New York Knicks	5,80	New York City, New York	Atlántica
2	Golden State Warriors	5,60	San Francisco, California	Pacífica
3	Los Angeles Lakers	5,50	Los Angeles, California	Pacífica
4	Chicago Bulls	3,65	Chicago, Illinois	Central
5	Boston Celtics	3,55	Boston, Massachusetts	Atlántica
6	Los Angeles Clippers	3,30	Los Angeles, California	Pacífica
7	Brooklyn Nets	3,20	New York City, New York	Atlántica
8	Houston Rockets	2,75	Houston, Texas	Sudoeste
9	Dallas Mavericks	2,70	Dallas, Texas	Sudoeste
10	Toronto Raptors	2,48	Toronto, Ontario	Atlántica
11	Philadelphia 76ers	2,45	Philadelphia, Pennsylvania	Atlántica
12	Miami Heat	2,30	Miami, Florida	Sudeste
13	Portland Trail Blazers	2,05	Portland, Oregon	Noroeste
14	Sacramento Kings	2,00	Sacramento, California	Pacífica
15	San Antonio Spurs	1,98	San Antonio, Texas	Sudoeste
16	Washington Wizards	1,93	Washington, D.C.	Sudeste
17	Milwaukee Bucks	1,90	Milwaukee, Wisconsin	Central
18	Phoenix Suns	1,80	Phoenix, Arizona	Pacífica
19	Utah Jazz	1,75	Salt Lake City, Utah	Noroeste
20	Denver Nuggets	1,73	Denver, Colorado	Noroeste
21	Atlanta Hawks	1,68	Atlanta, Georgia	Sudeste
22	Indiana Pacers	1,67	Indianapolis, Indiana	Central
23	Cleveland Cavaliers	1,65	Cleveland, Ohio	Central
24	Orlando Magic	1,64	Orlando, Florida	Sudeste
25	Oklahoma City Thunder	1,63	Oklahoma City, Oklahoma	Noroeste
26	Detroit Pistons	1,58	Detroit, Michigan	Central
27	Charlotte Hornets	1,57	Charlotte, North Carolina	Sudeste
28	Minnesota Timberwolves	1,55	Minneapolis, Minnesota	Noroeste
29	New Orleans Pelicans	1,53	New Orleans, Louisiana	Sudoeste
30	Memphis Grizzlies	1,50	Memphis, Tennessee	Sudoeste

Fuente: Elaboración propia en base al reporte "Business of Basketball" de Forbes para 2022.

Los equipos deportivos suelen ser negocios estacionales y pueden traer volatilidad en ganancias. Un equipo deportivo que suele ser rentable si se beneficia de otras unidades corporativas, como estadios y acuerdos de medios de transmisión. Generalmente, los equipos no son una fuente de ingresos, pero su valor ha aumentado con el tiempo.

En los últimos años, las transacciones de estos equipos parecen desafiar las técnicas de valuación tradicionales, siendo que no existe una única ni correcta manera de valuarlos. Utilizar la técnica de flujo de fondos descontados, como se realizará en este trabajo, puede no estar capturando la situación completa. Hay analistas que piensan que los equipos deportivos deberían ser abordados como una pieza de arte para su valuación, ya que las personas suelen comprar un equipo por ser el único disponible y por el poder de tener algo de esa magnitud bajo su control. Además de este efecto del deseo, también es una realidad que existe demanda suficiente como para que el mercado se mueva pero no la suficiente oferta ya que no suelen ser muy comunes las ventas de los equipos. Este desequilibrio entre oferta y demanda también hace que los precios sean altos.

Esta es una lista con equipos de la NBA que fueron vendidos en los últimos años, la valuación de Forbes a ese momento y el valor con que fue concretada la venta.

Tabla 5: Ventas de franquicias NBA en los últimos años

en miles de millones de dólares

Año	Equipo	Valuación Forbes US\$	Comprador	Valor de compra US\$
2022	Phoenix Suns	1,80	Mat Ishbia	4,00
2021	Minnesota Timberwolves	1,40	Alex Rodriguez / Marc Lore	1,50
2020	Utah Jazz	1,60	Ryan Smith	1,70
2019	Brooklyn Nets	2,40	Joe Tsai	3,30
2017	Houston Rockets	1,70	Tilman Fertitta	2,20
2015	Atlanta Hawks	0,82	Tony Ressler	0,85

Fuente: Elaboración propia en base a la nota "The most expensive sales of NBA teams ever" de HoopsHype, y Forbes.

Pareciera que solo algunos equipos pueden obtener precios tan altos, siendo los que están ubicados en áreas metropolitanas con muchos más personas multimillonarias con la capacidad de adquirirlos y el beneficio de una marca más presente o fuerte, como los casos de Phoenix Suns o Brooklyn Nets que en la tabla anterior se muestra cómo su valor de venta fue considerablemente superior a su valuación en Forbes. Como otro ejemplo, los LA Dodgers, equipo profesional de béisbol, concretó su venta en el año 2012 por US\$ 2,2 mil millones, cuando Forbes la valuaba en US\$ 800 millones. De todas formas, con estas transacciones muchas veces sucede que no todos

los detalles se encuentran disponibles al público por lo que no se termina de saber con exactitud qué incluyen.

Forbes también cuenta con un desglose de su valuación en base a diferentes factores, y tomamos los últimos disponibles a la fecha de realización de este trabajo, de los Knicks y los Rangers para ver cómo este estaba compuesto el valor de estos dos equipos desde su perspectiva.

Imagen 4: Desglose de valuación de Forbes para los Knicks y los Rangers.

en millones de dólares

Knicks



Rangers



Fuente: "Business of Basketball" de Forbes para Febrero 2023.

Por lo tanto, si deducimos el valor que le asignan por el estadio, nos quedarían los Knicks con unos US\$ 5,04 mil millones y los Rangers con US\$ 1,57 mil millones. Por lo tanto, podríamos decir que para Forbes, las dos franquicias más importantes que hacen a MSGS tienen un valor total de US\$ 6,61 mil millones, sin deducción de deuda. Además, esto tampoco incluiría el factor asociado estar en un área metropolitana como lo es la ciudad de Nueva York, lo cual elevaría su precio total en caso de considerarse en una venta.

Todos los puntos descriptos anteriormente llevan a considerar a MSG Sports con un buen posicionamiento a nivel general dentro de lo estrictamente deportivo, que son sus principales generadores de ingresos. De hecho, si nos basamos en la información de Forbes, MSGS tiene a dos franquicias dentro de los dos equipos mejor valuados en cada liga. Si luego queremos extendernos dentro de la industria de entretenimientos estadounidense, ya podría ser clasificada en un segundo nivel de empresas que participan en ese mercado localmente.

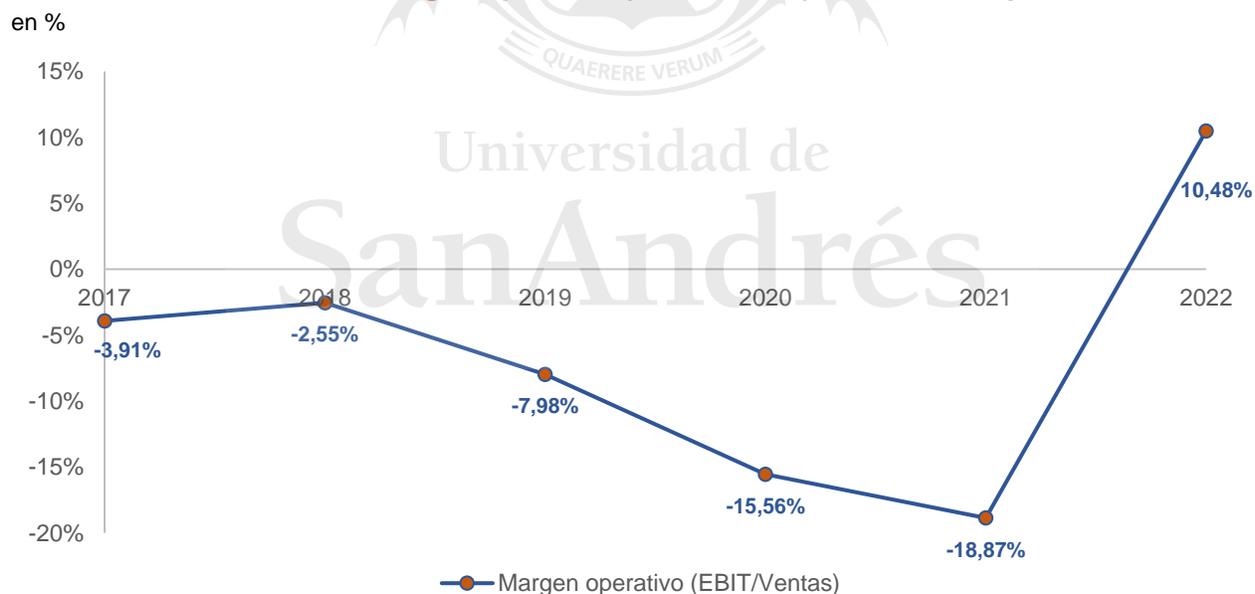
5. Análisis Financiero

5.1 Indicadores de rentabilidad

El margen operativo es una medida que nos permite relacionar el resultado operativo de la compañía con sus ventas. Al no tener en cuenta el efecto de intereses e impuestos, es un ratio que nos permite evaluar la rentabilidad de una empresa en base a sus operaciones.

En el siguiente gráfico veremos cómo la empresa ha obtenido un margen operativo negativo durante casi todos los años bajo análisis, dentro de los cuales solo había experimentado una pequeña subida de 136 puntos básicos para 2018 y a partir de año 2019 registra bajas considerable y constantes hasta el año 2021, resultando en una pérdida acumulada del 42,4% en esos años. Sin embargo, tenemos el resultado para el último año relevado, que registró una formidable escalada hasta posicionarse en un 10,48% significando una variación poco mayor al 150% respecto del año anterior, donde había encontrado el mínimo del periodo.

Gráfico 16: Evolución del margen operativo (EBIT/Ventas) de MSGS Corp., 2017-2022



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2017-2022.

A priori podríamos interpretar que el resultado logrado en el último periodo es extraordinario y no sostenible. Con el objetivo de comprobar que esto no sea solamente el conocido efecto rebote, se relevaron los resultados de la empresa para el periodo intermedio siguiente de seis meses que ya se encontraba disponible. El margen operativo para estos seis meses acumulados es de 4,1% siendo 0,3% el del mismo periodo para el año anterior considerado fuera de lo estándar.

Además, si hacemos el ejercicio de proyectar en base a estos seis meses acumulados teniendo en cuenta que es en este segundo tramo que suelen observarse la mayor actividad y en consecuencia la posibilidad de mejorar este índice, se puede estimar un margen potencial del 14,1%. Por lo tanto, podemos entender que esta mejora del margen operativo no fue casualidad sino consecuencia de una recuperación de la actividad junto con prácticas operativas sostenibles.

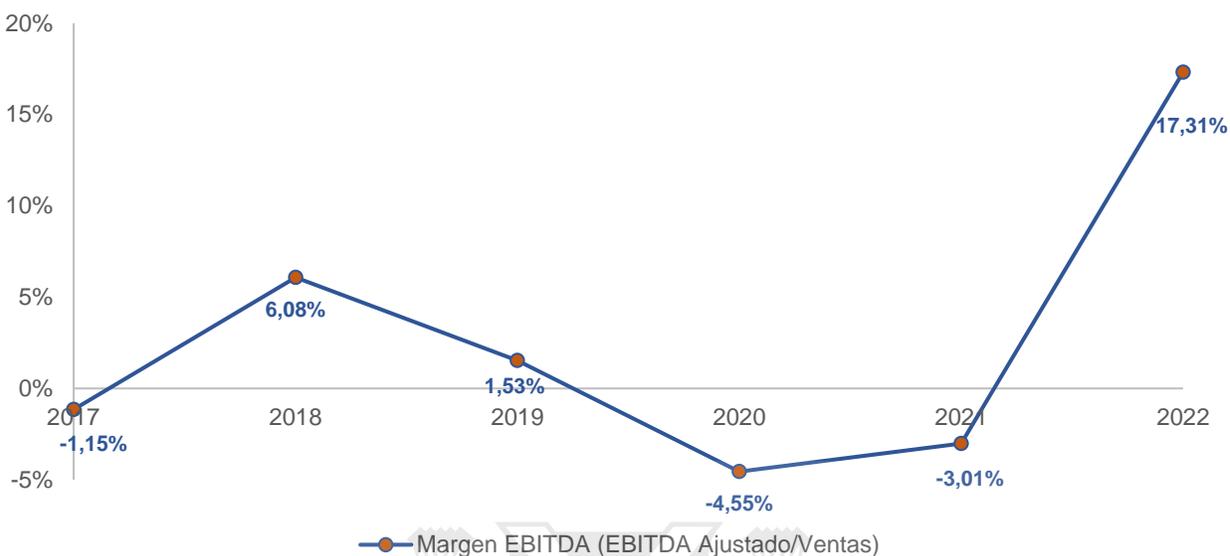
El margen EBITDA es otra medida que permite evaluar la rentabilidad del grupo. El EBITDA puede ser tomado como una cifra que nos muestra si la empresa tiene la capacidad para generar beneficios considerando únicamente su actividad productiva (con la limitación de que no contempla CAPEX, ni siquiera de mantenimiento). Su relación sobre las ventas de la empresa permite evaluar el porcentaje de ganancias que queda luego de cubrir los gastos vinculados a las operaciones. A diferencia del margen operativo, no tiene en cuenta costos de depreciaciones y amortizaciones de activos fijos.

Para estos cálculos se ha considerado un EBITDA ajustado, tomando los parámetros que considera la empresa con sus justificaciones, para terminar reflejando un resultado operativo más representativo de la gestión que no contempla cargos por reestructuración, amortizaciones y depreciaciones, ni lo registrado como "shared-based compensations".

Como puede observarse a continuación, la empresa ha obtenido un margen EBITDA inestable durante los últimos 6 años bajo análisis, dentro de los cuales ha experimentado una subida de 723 puntos básicos para 2018 y una baja considerable para el año 2020 resultando en un margen negativo, inferior al 4,5%. En los dos años posteriores al último mencionado, podemos ver que empezaron a observarse algunas mejoras y, si bien parecía ser progresiva, para 2022 el índice experimentó una subida considerable hasta alcanzar los 17,3%, representando la mayor variación de todo el periodo.

Gráfico 17: Evolución del margen EBITDA (EBITDA/Ventas) de MSGS Corp., 2017-2022

en %



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2017-2022.

El pico observado en 2018 se explica por haber registrado un menor gasto tanto en los apartados de gastos generales y administrativos como en los operativos, siendo parcialmente compensado con una caída en los ingresos. Esto se complementa con el cambio de metodología implementado en aquel año para asignar de una manera diferente, basada en la medición del esfuerzo utilizado por cada segmento, todo gasto corporativo y de rendimiento ordinario que se compartían entre las unidades de negocio.

Por otro lado, la baja evidenciada hasta 2020 se debe a varias razones. Primeramente en 2019 se observó un desajuste en la relación de los gastos generales y administrativos respecto a los demás componentes, principalmente, como causa de la redistribución y separación de los segmentos operativos y, en segundo lugar, por un incremento en los salarios y beneficios de los empleados. Luego, y ya en 2020, los gastos operativos fueron quienes pasaron a tener un ajuste bastante considerable, tal como plantearon en sus planes la empresa intentó disminuir estos costos a raíz de la situación de emergencia sanitaria, y lo hicieron, principalmente, mediante una disminución en los costos por los ingresos distribuidos por las ligas (que fueron menores por la suspensión de las competiciones) y una disminución en los gastos por transacciones del personal deportivo. Si bien las ventas también cayeron para este periodo, lo hicieron en un porcentaje menor. De todas formas, en 2021 se pudo ver una leve mejora respecto a su año anterior.

En este sentido, se habían revisado los estados financieros acumulados presentados hasta los primeros tres trimestres del 2022, que incluyen los nueve meses transcurridos entre junio 2021 y marzo 2022, para validar que al menos continuara con esa última tendencia de recuperación.

Tabla 6: Margen EBITDA del periodo julio-marzo para los últimos dos años de MSGS Corp.

Ratio	julio 2021 - marzo 2022	julio 2020 - marzo 2021
EBITDA/Ventas	9,65%	-21,46%

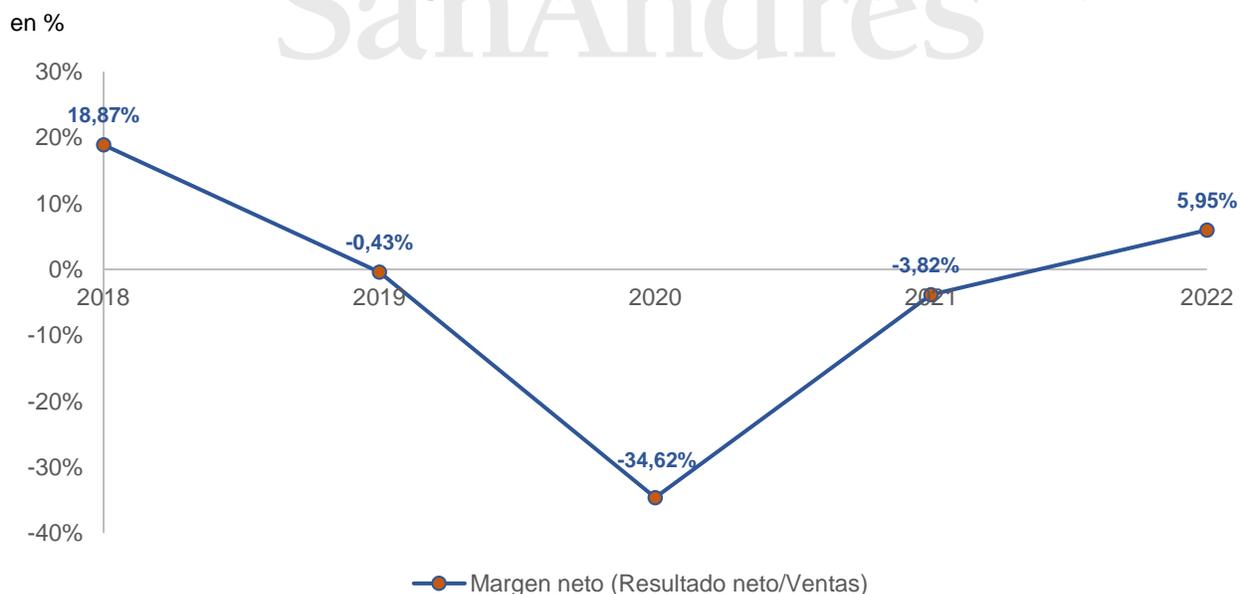
Fuente: Elaboración propia en base al reporte trimestral de la compañía para marzo 2022

Ya estos datos parecían indicar que el resultado para este último año sería considerablemente mejor, y es lo que terminó sucediendo al observar los estados financieros cerrados a junio 2022, registrando la mayor escalada de este ratio para los seis años relevados.

El margen EBITDA resultará de utilidad cuando se realice la comparación con pares de mercado.

A su vez, podemos sumar a los indicadores anteriores el margen neto, que va a tratarse la relación entre el resultado neto, es decir habiendo deducido todos los conceptos como gastos ordinarios, extraordinarios, financieros e impuestos, contra las ventas. Con este ratio quizá puede observarse de una forma más directa y representativa la proporción de ingresos de la empresa que terminarán convirtiéndose en resultados una vez incurridos todos los gastos necesarios.

Gráfico 18: Evolución del margen neto (Resultado neto/Ventas) de MSGS Corp., 2018-2022

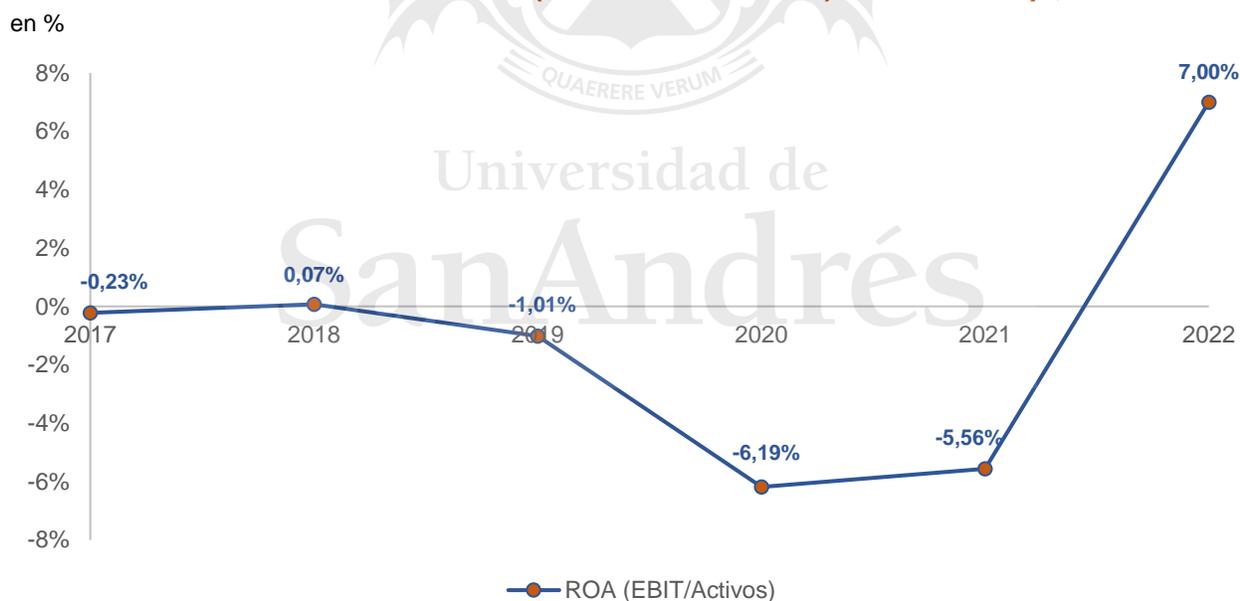


Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2018-2022.

En este caso se puede observar que 2020 es el año en el que este ratio se vio fuertemente afectado, como consecuencia de la situación pandémica principalmente, con lo que esto nos muestra que para ese periodo la pérdida neta de gastos y demás conceptos representó un 34,6% de las ventas. Si optamos por excluir ese año del análisis, podremos ver que el promedio de este ratio para los otros cuatro periodos es de 5,14%, lo cual muestra una coherencia respecto del rendimiento obtenido para el último año. Es decir que, simplificando el análisis, podríamos interpretar que el margen neto para esta organización los últimos años acompañados de cierta normalidad se mantuvo en un nivel alrededor del 5% en promedio.

Otra medida que resulta de utilidad a la hora de evaluar la rentabilidad de la compañía es el ROA, un indicador que permite medir la eficiencia integral de la empresa para generar beneficios con sus activos disponibles, independientemente de cómo se financien estos, con capital propio o ajeno. Para su cálculo se realiza el cociente entre el EBIT y el activo total. Se tomaron los valores de los activos totales al cierre de cada ejercicio para este cálculo.

Gráfico 19: Evolución de la tasa ROA (EBIT/Activos totales) de MSGS Corp., 2017-2022



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2017-2022.

Este ratio puede analizarse desde la relación entre el margen operativo (EBIT/Ventas) y la rotación de los activos (Ventas/Activos totales). El margen operativo también toma en cuenta los costos operativos, de comercialización, de personal y depreciaciones, sin incluir los resultados por intereses e impuestos. La rotación de activos expresa el número de veces que el activo de la

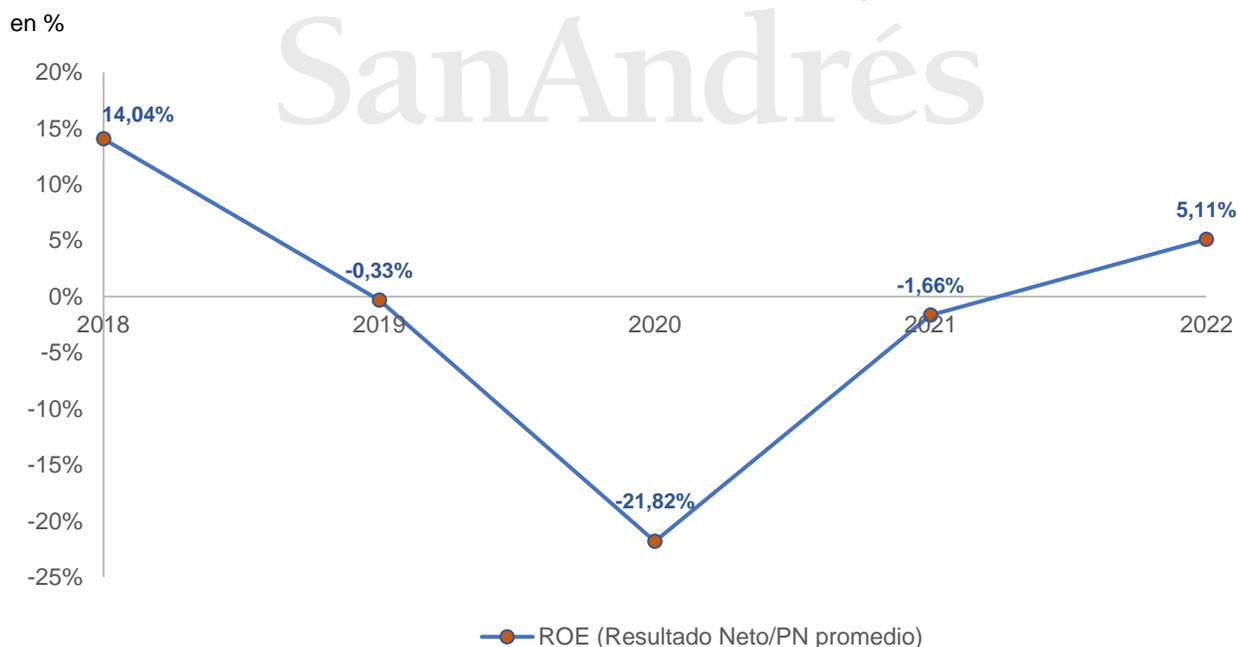
empresa genera ingresos por ventas en un año. Es una medida de la eficiencia con la que se gestionan los activos.

Para el caso de MSGS, venía con cierta estabilidad hasta 2019 que se explica desde variaciones tanto en el margen operativo, que tuvo una fuerte caída en 2019, como a variaciones ligeras en la rotación de activos, siendo la máxima de unos 75 puntos básicos en esos tres primeros años. Por otro lado, la drástica baja experimentada durante 2020 obedece, como ya se ha mencionado anteriormente, al impacto de las condiciones extraordinarias del contexto a nivel mundial. Durante ese año, la rotación de activos tuvo una suba considerable, pasando de un 19,4% a un 48,9%, lo que ya supondría un impacto alto en este ratio, y que se terminó de validar y profundizar con una disminución del margen operativo en unos 740 puntos básicos.

Sin embargo, para el 2022 se puede observar una sorprendente escalada del índice hasta llegar al 7%, viendo la subida justificada desde ambos componentes, ya que tanto la rotación de activos como el margen operativo mejoraron sustancialmente, haciéndolo en un 99% y 163% respectivamente.

El ROE, es un ratio que permite medir la rentabilidad sobre la inversión en patrimonio propio o de propiedad de los accionistas. Se calcula como el cociente entre el resultado neto y el patrimonio neto (también para este cálculo se toma el patrimonio promedio).

Gráfico 20: Evolución tasa de rendimiento ROE de MSGS Corp., 2018-2022



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2018-2022.

Durante tres de los cinco años del periodo expuesto en el gráfico precedente, el ROE mantuvo valores negativos ya que el resultado neto para aquellos años registró pérdidas. Solo para los años 2021 y 2022 se pudieron observar mejoras respecto a los valores del ratio en sus años inmediatos anteriores, alcanzando valores negativos por debajo de un 20% para el peor año en cuanto a rendimiento que fue el 2020 con sus condiciones extraordinarias. Como se mencionó, en 2022, la tasa vuelve a reflejar una mejora y en este caso es sustancial, ya que se posiciona por segunda vez en todo el periodo analizado en valores positivos, llegando a un 5,11%, principalmente motivado por la ganancia registrada en términos de margen neto para ese periodo. Este ratio también puede descomponerse para un estudio más pormenorizado, a través de un Análisis Dupont. Bajo este sistema, el ROE puede desagregarse de la siguiente manera:

$$ROE = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total promedio}} \times \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Activo total promedio}}{\text{Patrimonio Neto promedio}}$$

El primer componente es similar al que ya se analizó con el índice anterior, siendo la rotación de activos o ROA, con la variación de que este término relaciona las ventas con el promedio de los activos totales. El segundo es el margen de utilidad neta, o margen neto, y muestra la relación entre el resultado neto y las ventas. A diferencia del margen bruto, este no solo toma en cuenta los costos operativos y de producción, sino que también se incluyen otros resultados positivos y negativos como los financieros e impositivos, entre otros. El último, llamado multiplicador del capital, nos muestra el grado de apalancamiento financiero de la compañía, reflejando cuántas unidades monetarias de activos se han logrado financiar con cada unidad monetaria aportada por los accionistas en el periodo.

Tabla 7: Análisis Dupont de MSGS Corp., 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Rotación de activos	0,28	0,29	0,24	0,17	0,33
Margen de utilidad neta	18,9%	-0,4%	-34,6%	-3,8%	6,0%
Multiplicador del capital	2,62	2,62	2,62	2,62	2,62
ROE	14,04%	-0,33%	-21,82%	-1,66%	5,11%

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2018-2022.

Como puede apreciarse en la Tabla 7, la rotación de activos y el margen de utilidad neta se han mantenido relativamente estables con algunas excepciones. La rotación de activos sufrió una leve caída durante 2021 para luego posicionarse en un nivel superior a su promedio en 2022; mientras tanto el margen de utilidad registró bajas significativas posterior al 2018, por las fuertes caídas en

los niveles de ventas como en el resultado neto, para luego terminar alcanzando un 6% en 2022, ya que es el único periodo en el que la empresa reconoció un margen neto positivo.

5.2 Indicadores de gestión operativa

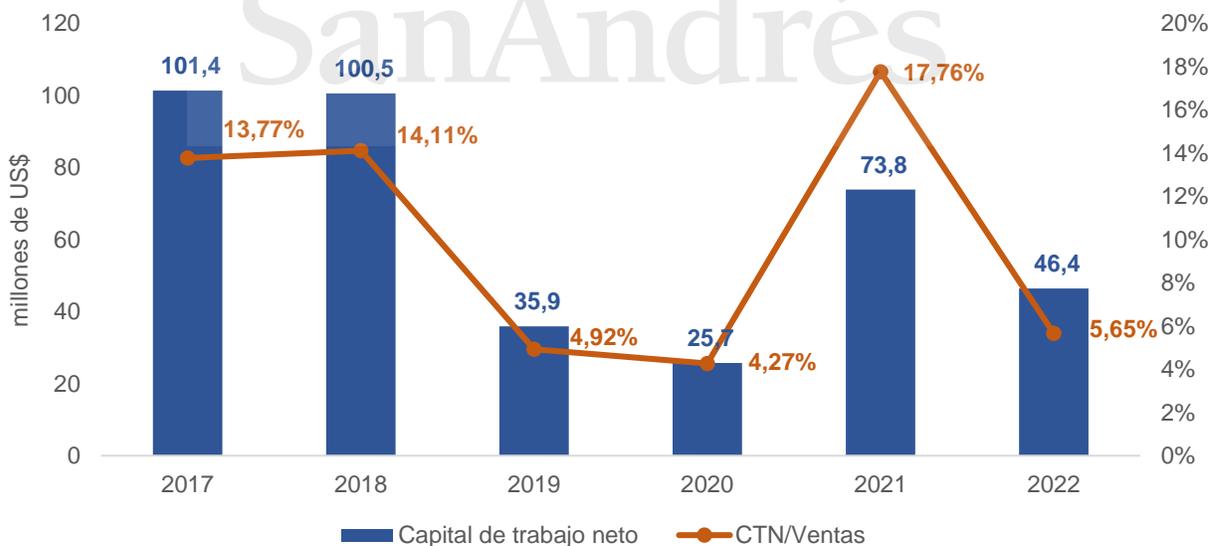
El capital de trabajo es una magnitud que refleja los recursos con los que una empresa puede contar en el corto plazo para sus actividades operativas. Se calcula como la diferencia entre los activos operativos de corto plazo y los pasivos operativos de corto plazo.

Para el cálculo del capital de trabajo neto de MSGS se tuvieron en cuenta las cuentas por cobrar y los pagos por adelantado para conformar el activo operativo de corto plazo, y las cuentas por pagar a proveedores para el pasivo operativo corriente. No se registra la existencia de inventarios, por lo que no es posible considerar ese concepto dentro de su rubro correspondiente. No se han tenido en cuenta las existencias de dinero en efectivo y equivalentes, los ingresos diferidos ni costos provisionados, así como tampoco los activos o pasivos que fuesen de índole financiera o provenientes de empresas relacionadas.

$$CTN = \text{Cuentas por cobrar} + \text{Inventarios} - \text{Cuentas por pagar}$$

Gráfico 21: Evolución del capital de trabajo neto y CTN/Ventas de MSGS Corp., 2017-2022

en millones de dólares y %



Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2017-2022.

Como puede apreciarse en el gráfico anterior, el capital de trabajo neto para 2017 se ubicaba en más de 101 millones de dólares, alcanzando la cifra máxima observada en el periodo analizado. Luego de este primer año solo pudo llegar a un nivel similar en el 2018, ya que se verían sustanciales bajas durante los periodos siguientes llegando a registrar su piso en US\$ 25,7 millones en 2020 para luego acomodarse hasta unos US\$ 46,4 millones en 2022.

Al relacionar el capital de trabajo neto con las ventas de MSGS, se puede analizar la evolución de esta magnitud en relación al volumen del negocio. Puede observarse cambios bruscos que este cociente refleja en el periodo analizado, ya que hasta 2018 la relación CTN/Ventas se mantenía alrededor del 14% mientras que para el 2020 alcanzó una proporción superior al 4%, observando luego un pico máximo del 17,7% para el año siguiente y volviendo a caer hasta un 5,6% en 2021.

Existen otros indicadores que permiten analizar cómo se está llevando la administración de la firma. El ciclo de conversión de caja muestra el tiempo que transcurre desde que se adquiere la materia prima hasta que se cobra el producto vendido. El mismo surge de sumar los días de inventario y de cuentas por cobrar, y restar los días de pago a proveedores. En este caso se asumió que el cálculo podría prescindir de los días de inventario ya que no es un rubro con el que la empresa bajo análisis se maneje en su negocio ni registre en sus libros.

Como puede verse en la Tabla 8, el ciclo de conversión de caja no se ha mantenido del todo constante durante los 6 años bajo análisis, sino que ha registrado una variación muy significativa durante 2020 como consecuencia de la situación pandémica. Si bien los primeros dos años registran valores algo superiores a los demás, esto puede ser también efecto de la información considerada, ya que los reportes consolidados para esos momentos incluían el segmento de entretenimientos, de todas formas puede servir como referencia para este análisis. Los días de cuentas por cobrar y los días de proveedores, los dos componentes tomados en cuenta para este cálculo, también han sido coherentes con lo descrito anteriormente y se han mantenido constantes en su relación, con la excepción marcada de 2020 ya que los niveles del segundo representaban solo un 28% de las cuentas por cobrar. A partir de ese año se puede observar notable mejora, llegando al último año con un valor inferior a los niveles prepandémicos, siendo 14 días los resultantes como el ciclo de conversión de caja.

Tabla 8: Evolución de indicadores de gestión operativa de MSGS Corp., 2017-2022

Indicadores	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Días de cuentas a cobrar	51	52	29	7	36	27
Días de proveedores	21	23	12	2	13	13
Ciclo de conversión de caja	30	29	17	5	23	14

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2017-2022.

5.3 Indicadores de estructura de capital y endeudamiento

A continuación, se incluyen detalles sobre la composición y evolución de la deuda de la compañía:

Por un lado, el ratio de endeudamiento es la razón entre el pasivo y el patrimonio neto. Puede interpretarse como la cantidad monetaria de deuda que existe por cada unidad monetaria de patrimonio de propiedad de los accionistas. En este caso, los resultados señalan que los pasivos de la compañía representaron durante los primeros tres años, en promedio, el 43% del patrimonio neto, mostrando ligeras bajas año tras año. Posteriormente, el ratio se ha visto nuevamente desestabilizado ya que el patrimonio neto pasó a niveles negativos en los tres años subsiguientes.

Tabla 9: Evolución del ratio de endeudamiento de MSGS Corp., 2017-2022

Ratio	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Endeudamiento: Pasivo / Patrimonio neto	0,48	0,42	0,39	-7,06	-7,49	-0,10

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2017-2022.

Por otro lado, el endeudamiento financiero muestra la relación entre la deuda financiera de la firma y el patrimonio neto. En 2017 este ratio tomaba un valor de 0,04, y durante los dos años siguientes descendía hasta posicionarse en cero en 2019 ya que no se registró deuda financiera para ese periodo. Desde el año 2020 en adelante observamos una distorsión del ratio debido a que el patrimonio neto llegó a valores negativos.

Tabla 10: Composición de la deuda financiera de MSGS Corp., 2017-2022

en miles de dólares y %

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda corriente	-	4.365	-	-	30.000	30.000
Deuda no corriente	105.433	101.335	-	350.000	355.000	220.000
Deuda financiera total	105.433	105.700	-	350.000	385.000	250.000
Deuda financiera total / Pasivo total	8,7%	9,6%	0,0%	24,4%	25,5%	17,3%
Deuda financiera total / Activo total	2,8%	2,8%	0,0%	28,4%	29,4%	19,2%
Deuda financiera total / EBITDA	-12,5	2,4	0,0	-12,7	-30,7	1,8

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2017-2022.

En 2019 puede verse que la empresa pudo cancelar todo tipo de deuda financiera que poseía, y que anteriormente estos pasivos representaban un pequeño porcentaje de la deuda total. A partir del 2020, veremos un aumento en las deudas corrientes y no corrientes, en donde estos valores

comenzaron a ser más representativos respecto a los pasivos totales, principalmente las de largo plazo.

Al cierre del ejercicio 2022, la empresa tiene una deuda a corto plazo de US\$ 30 millones con la NHL ya que ha sido otorgada al equipo de los Rangers. Mientras tanto, la deuda financiera a largo plazo fue negociada en noviembre de 2020, segregándose en unos US\$ 150 millones correspondientes a los Rangers y el monto restante a los Knicks. Ya para 2021 se habrían efectuado algunas cancelaciones por la parte de los Rangers, así como también se tomó algo más de deuda para los Knicks. Al cierre del último ejercicio presentado, los US\$ 220 millones pendientes bajo este concepto corresponden en su totalidad a los Knicks, ya que la deuda adquirida por los Rangers fue cancelada por completo durante este periodo.

Observando el nivel de apalancamiento, que se mide comparando la deuda financiera del grupo con el activo total, en este caso parece no ser alto en la totalidad del periodo. Los primeros años se pueden observar tasas muy bajas, lo que implica un mínimo esfuerzo de activos para cubrir la deuda financiera. Luego el ratio se ha mantenido relativamente estable durante los últimos años analizados, pasando de ser 0 en 2019 hasta un 19% en 2022. Esta cifra muestra que la deuda financiera de la empresa representa en promedio un 19% del activo total en ese último periodo de cuatro años.

Por otro lado, también podemos considerar el ratio de cobertura de intereses, calculado como el cociente entre el EBITDA y los intereses financieros. Considerando los últimos cuatro años, este alcanzó en 2022 un valor de 12,12, lo que significa que el EBITDA de la compañía era equivalente a más de 12 veces el valor de los intereses financieros. Durante los años previos se evidencia una importante desmejora posterior al 2019, llegando a tomar valores negativos en 2020 y 2021. Esto se debe a la caída de los márgenes de la organización durante estos dos años pasando a ser negativo e impactando en este indicador.

Tabla 11: Evolución del ratio de cobertura financiera de MSGS Corp., 2019-2022

	2019	2020	2021	2022
Cobertura de intereses (EBITDA / Intereses financieros)	2,25	-6,16	-1,19	12,12

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2019-2022.

A este punto, si bien con las desmejoras señaladas el indicador demostraría que el grupo no se encontraba en condiciones de afrontar sus costos de financiamiento de terceros con los resultados

de su actividad principal en los últimos años, hubiese podido hacer frente a estos mediante otros activos y disponibilidades temporalmente hasta recuperar estabilidad en sus márgenes. Por lo que se hubiese considerado a esa condición transitoria y no una preocupación a futuro. Como terminó ocurriendo para el último ejercicio, en donde estos resultados superaron en más de 12 veces los intereses financieros. Lo importante ahora es que esta escenario se sostenga en el tiempo.

5.4 Indicadores de liquidez

Existe otra variedad de ratios que pueden contribuir a una mayor comprensión de la situación en que se encuentra una compañía en cuanto a su liquidez. A continuación, se analizarán algunos de ellos.

Para esto se tomaron principalmente los datos a partir del ejercicio de 2019, que es cuando la información financiera aparece ya con la última escisión implementada y refleja solo lo correspondiente a MSGS.

Tabla 12: Evolución de ratios de liquidez de MSGS Corp., 2019-2022

	2019	2020	2021	2022
Ratio de liquidez: Activo corriente / Pasivo corriente	1,86	0,44	0,50	0,47
Test ácido: (Activo corriente - existencias) / Pasivo corriente	1,86	0,44	0,50	0,47
Cash ratio: Caja y equivalentes/Pasivo corriente	0,01	0,27	0,18	0,21

Fuente: elaboración propia en base a los reportes anuales de la compañía, 2019-2022.

El ratio de liquidez general muestra la capacidad de la firma de hacer frente a sus pasivos de corto plazo con sus activos de corto plazo. Este ha oscilado durante el período, ya que en 2019 se encontraba siendo superior a 1, lo que significa que, por cada unidad monetaria de deuda de corto plazo, el grupo contaba con más de una unidad monetaria de activo realizable en el corto plazo. Para los años siguientes, el impacto que llevó a que este indicador cayera hasta menos de la mitad fue que, a partir de la distribución de MSGE en 2020, se tuvo que realizar una reclasificación de los activos corrientes por un monto de US\$ 1.334 millones, impactando así de manera directa a este índice. Para 2022, este cociente se sitúa en 0,47 reflejando que los activos corrientes de la empresa no llegan a ser la mitad de los pasivos a corto plazo.

El test ácido, en este caso, muestra resultados idénticos al ratio descrito anteriormente y esto se explica básicamente desde que la organización no cuenta con inventarios como parte de su actividad, y por ende tampoco en sus estados financieros. Por ello, este ratio puede estar siendo

una medida ineficiente y los valores para estos periodos no sean tan representativos como lo que se intenta reflejar al realizar un test ácido incluyendo las existencias.

Por último, el cash ratio es aquel que va a mostrar cuánto representa las disponibilidades en efectivo y equivalentes en relación con el pasivo corriente. En este caso lo que se intenta hacer es una prueba de estrés para comprobar si la liquidez a muy corto plazo es sólida, y cuanto mayor o más cercano a uno sea el resultado de este ratio mejor será el rendimiento de la empresa respecto a este indicador, ya que indicaría que solo con sus disponibilidades puede hacer frente a sus pasivos exigibles de corto plazo. Desde la última tabla podremos observar que el único año en el que el ratio mostró señales muy negativas fue en el 2019, donde podía cubrir solamente un 1% de su pasivo corriente, y luego en los años posteriores esta relación se mantuvo en promedio alrededor de los 0,22 lo que también se podría considerar relativamente una posición riesgosa.

5.5 Análisis con comparables

En esta sección se desarrollará la comparación de indicadores financieros de Madison Square Garden Sports con los de otras compañías de la industria del entretenimiento. Para ello se han elegido tres de las compañías que serían comparables dentro de este segmento: Manchester United, Borussia Dortmund y Juventus FC.

Se habían considerado en un primer momento también empresas líderes de la industria, como lo pueden ser The Walt Disney Company o Warner Bros. Discovery, pero hubiese tenido poco sentido realizar esta comparación si existe una amplia diferencia de base entre las organizaciones, ya sea en la dimensión, alcance o masividad de estas respecto a MSGS. Otras compañías en consideración habían sido World Wrestling Entertainment, Cinemark Holdings, y The New York Times Company pero fueron descartadas por ser solo del rubro entretenimiento.

A los fines de este análisis y para la construcción de los indicadores se tomarán los datos del último ejercicio disponible para cada empresa, por lo que es importante mencionar que el efecto pandémico pudo haberse trasladado hasta alguno de esos ejercicios, dependiendo el momento en el que ocurran sus cierres.

Tabla 13: Indicadores de rentabilidad de MSGS Corp. vs. pares del mercado

en %

Indicadores	MSGS	MANU	BVB	JUVE
Margen EBITDA: EBITDA / Ventas	17,31%	13,44%	16,05%	-10,88%
Margen neto: Resultado neto / Ventas	5,95%	-19,81%	-8,43%	-57,55%
ROA: EBIT / Activos totales	7,00%	-6,75%	-8,57%	-25,73%
ROE: Resultado neto / Patrimonio neto promedio	5,11%	-68,53%	-12,93%	-137,9%

Fuente: elaboración propia en base a los últimos reportes anuales disponibles de cada compañía.

Desde estos indicadores de rentabilidad, podemos observar que quizá son casos llamativos por sus ratios negativos, pero esto se debe claramente a que para el último periodo presentado estas empresas tuvieron pérdidas en sus estados de resultados, afectando así a todos estos datos, y a su vez cabe también aclarar que esta información presentada por las compañías puede reflejar la combinación con sus actividades fuera de sus países de origen, como es el caso de Manchester. Teniendo en cuenta esta información, podemos entender que MSGS se encontraría por sobre el promedio en todos los indicadores planteados, pero no por demasiado en el margen EBITDA que es en donde la mayoría pudo mostrar signos positivos, con excepción de JUVE. En este caso, la que más se asemeja es BVB, pero no existe una diferencia sustancial entre las tres. El rubro en el que la diferencia se extiende de una manera amplia es en el ROE, y esto tiene su justificación en que el patrimonio neto de MSGS fue negativo durante los últimos tres años, y por consiguiente este ratio está basado en un menor denominador para su cálculo. Lo mismo sucede con sus pares, que han reflejado en sus últimos estados financieros presentados su patrimonio neto negativo. Imaginando esta situación regularizada, estaríamos observando a una organización intentando alcanzar en promedio un 15% en este indicador de rentabilidad.

Tabla 14: Indicadores de gestión operativa de MSGS Corp. vs. pares del mercado

en %

Indicadores	MSGS	MANU	BVB	JUVE
Capital de trabajo neto / Ventas	5,65%	-26,08%	2,85%	-35,19%
Ciclo de conversión de caja	14	-83	-1	-111

Fuente: elaboración propia en base a los últimos reportes anuales disponibles de cada compañía.

Por el lado de la gestión operativa, se puede ver que MSGS se encuentra en una posición similar únicamente a su comparable BVB en cuanto al indicador de capital de trabajo neto, ya que se aleja prácticamente demasiado de lo que sería el promedio entre estas empresas, siendo nuevamente MSGS la que muestra una señal de superioridad al respecto. Sin embargo, si nos detenemos a examinar el ciclo de conversión de caja MSGS es la única empresa dentro de este grupo que muestra un ciclo positivo para el periodo analizado, sin contar con existencias en sus

inventarios. La mayor diferencia en este segundo ratio se da a partir de que los días de proveedores en las demás organizaciones se extienden hasta un promedio de 150 días, mientras que MSGS se posiciona en tan solo unos 13 días; a su vez, los días de cuentas por cobrar también tienen su influencia ya que el promedio en este campo para las otras tres empresas mencionadas es de 87 días, cuando MSGS lo ejecuta en 27 días. Esta combinación hace que la compañía tarde mucho más tiempo en volver a convertir en efectivo la materia prima adquirida.

Tabla 15: Indicadores de gestión financiera de MSGS Corp. vs. pares del mercado

en %

Indicadores	MSGS	MANU	BVB	JUVE
Endeudamiento financiero: Deuda financiera total / Pasivo total	17,27%	54,55%	0%	27,99%
Apalancamiento: Deuda financiera total / Activo total	19,20%	49,17%	0%	22,77%
Cobertura de intereses: EBITDA / Intereses financieros	12,12	-1,02	0	-12,51

Fuente: elaboración propia en base a los últimos reportes anuales disponibles de cada compañía.

Si nos enfocamos en los indicadores relacionados a la estructura de capital, vamos a poder comprobar que en lo que se refiere a la composición de su pasivo MSGS es una de las empresas que menor deuda financiera tiene respecto a su pasivo total, luego de BVB que no cuenta con deuda financiera para el último periodo disponible. Sin embargo, al comparar ese componente contra los activos de la empresa podremos verificar que este se asemeja un poco más a las características de JUVE, ya que para ambas empresas la deuda financiera representa alrededor del 20% de sus activos. De la misma forma se evidencia que la cobertura de intereses financieros con el margen EBITDA están en un nivel superior para MSGS respecto a estas tres empresas observadas. El análisis se desvirtúa un poco en este último indicador para las empresas MANU y JUVE ya que ambas cuentan con un indicador muy bajo, y esto se explica desde que estas empresas para el periodo relevado tuvieron un resultado operativo negativo. Si quisiéramos considerar información comparable de estas dos empresas, nos tendríamos que remontar nuevamente al año 2019 en donde la situación sanitaria todavía no tenía efecto, y en ese caso estos indicadores reflejarían un 6,00 y un 7,92 para MANU y JUVE respectivamente, representando un nivel de cobertura de intereses más acorde y lógicos. Igualmente en este punto MSGS seguiría siendo quien tiene la mayor capacidad de cubrir estos intereses financieros con sus resultados brutos al momento de realizar este análisis.

Tabla 16: Indicadores de liquidez de MSGS Corp. vs. pares del mercado

en %

Indicadores	MSGS	MANU	BVB	JUVE
Ratio de liquidez: Activo corriente / Pasivo corriente	0,47	0,22	0,89	0,58
Test ácido: (Activo corriente - existencias) / Pasivo corriente	0,47	0,22	0,89	0,56
Cash ratio: Caja y equivalentes / Pasivo corriente	0,21	0,11	0,08	0,19

Fuente: elaboración propia en base a los últimos reportes anuales disponibles de cada compañía.

Por último, al explorar los ratios de liquidez se puede evidenciar a simple vista que MSGS no es la única que en principio no podría cubrir sus pasivos de corto plazo con sus activos corrientes ya que en todas las empresas este ratio es menor a uno, quedándose igualmente por debajo del promedio de las demás y siendo solamente superior a MANU. Al momento de agregarle la restricción de eliminar las existencias de ese activo corriente para realizar un test ácido, podremos ver que tanto MSGS como MANU y BVB, al no tener inventarios o tener muy pocos, los indicadores muestran el mismo resultado, y para JUVE tampoco modifica demasiado en comparación con el ratio anterior. Sin embargo, cuando pasamos a analizar el indicador conocido como Cash ratio, podemos apreciar cómo esta situación mejora un poco en la comparación con las demás, con MSGS mostrando tan solo un 21% de sus pasivos en disponibilidades. En este caso veremos a BVB como un extremo entre las empresas analizadas, en donde cuentan con menos de un 10% de sus pasivos corrientes en disponibilidades para poder cubrirlos. De analizar la liquidez a largo plazo, que quizá es menos relevante para muchas personas, veríamos cómo MSGS se ve en una mayor ventaja respecto a las demás en esa relación entre el pasivo no corriente y el activo no corriente. Esto no ocurre así para las demás empresas relevadas, en donde puede llegar a existir algún inconveniente de liquidez a largo plazo si no se monitorea esta situación.

En resumen, podemos deducir que Madison Square Garden Sports tiene ciertas condiciones favorables en comparación a las demás empresas que permiten vislumbrar una posible mejora de los mismos en el futuro, aún así los indicadores en su mayoría reflejan que la empresa a valor se encuentra en una posición algo desfavorable en este periodo analizado. Los peores ratios serían los relacionados tanto con rentabilidad como con liquidez en comparación con las demás empresas, mientras que el endeudamiento de la firma es algo menor al resto así como su gestión operativa está alineada a los demás, con excepción del ciclo de conversión de caja.

6. Valuación de MSGS Corp.

6.1. Valuación por el método de Flujo de Fondos Descontados

6.1.1. Consideraciones preliminares

El trabajo final contemplará la valuación de la empresa Madison Square Garden Sports Corp. a través de la metodología de valuación por flujo de fondos descontados, con el objetivo de estimar el valor intrínseco del capital accionario del grupo al 30 de junio de 2022. La fecha seleccionada corresponde al último cierre de ejercicio disponible.

Este método de valuación supone que el valor de una empresa equivale al valor presente del flujo futuro de fondos que la empresa espera generar, descontado a una tasa que refleja el costo de financiamiento de esta.

En la práctica financiera existen dos alternativas metodológicas para calcular el valor de un activo a través de DCF. A los fines de este trabajo de valuación, se utilizará el flujo de fondos disponibles para la firma. El FCFF, o flujo de fondos disponibles, es aquel que ha generado la empresa y que se encuentra “libre” para ser distribuido entre los inversores, entendiéndose como tales a los accionistas y a los acreedores. Para arribar a este, se calcula el flujo de caja de la firma luego del pago de impuestos, gastos operativos y necesidades de reinversión, pero antes del pago de gastos de índole financiera, como el pago de intereses.

Para construir los flujos es necesario estimar la vida del negocio. Para este trabajo, se asume que la vida del grupo es ilimitada o infinita, ya que se espera que la compañía genere flujos de fondos por un período de tiempo muy prolongado. Por lo tanto, se realizará una proyección de flujos para un período específico de tiempo y a ello se adicionará una estimación de valor terminal, que equivale al flujo de fondos a perpetuidad con posterioridad a los años de proyección explícita.

Para poder arribar a un valor presente del FCFF será necesario utilizar una tasa de descuento, que refleje los riesgos, las preferencias de los individuos por los fondos presentes a los futuros (valor tiempo del dinero) y el costo de oportunidad. El factor de descuento más utilizado para este cálculo es el costo promedio ponderado de capital, una medida del costo que tiene el financiamiento para una firma, teniendo en cuenta su estructura de capital.

Como lo sugiere su nombre, el WACC es el promedio del costo de los fondos propios, que a partir de ahora denominaremos K_e , y del costo de la deuda, al que denominaremos K_d , ponderado

según el porcentaje de participación de cada fuente de financiamiento sobre la estructura de capital de la empresa. Esta tasa refleja los retornos requeridos por los accionistas y los acreedores de deuda financiera.

Dado que el método de cálculo descripto precedentemente parte de la estimación de flujo de fondos de todos los inversionistas de la empresa, el resultado que se obtendrá será el del valor de la empresa. Con posterioridad se deberán efectuar algunos ajustes para llegar al valor del capital accionario de Madison Square Garden Sports Corp., que consisten en sustraer del valor de la empresa el valor de la deuda financiera del grupo a la fecha de la valuación.

Lo expuesto anteriormente puede resumirse mediante la siguiente fórmula:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{VT_n}{(1+r)^n} \right) \quad \text{con:} \quad VT_n = \frac{FCFF_{(n+1)}}{(r-g)}$$

Donde:

VP_{FF} : valor presente del flujo futuro de fondos;

$FCFF_t$: flujo de fondos disponible para la firma en el momento "t";

r: tasa de descuento;

VT_n : valor terminal en el momento "n";

g: tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad.

Entre las ventajas de este método puede destacarse el hecho de que permite obtener una valuación en términos absolutos. Entre las principales limitaciones está la dificultad que supone la estimación de flujos futuros, ya que los mismos dependen de muchos factores que son inciertos. Además, el resultado de la variación puede verse afectado de manera significativa ante pequeños cambios en alguna de las variables clave, como la tasa de descuento o de crecimiento. Por ello, el modelo funciona mejor cuando al valorar firmas maduras, con cuotas de mercado estables.

Este apartado, que corresponde a la valuación, se desarrollará en dólares estadounidenses ya que es la moneda en la cual la empresa realiza sus reportes.

6.1.2. Flujos de fondos

El flujo de fondos disponible para la firma, o FCFF, es el flujo de caja que una empresa genera con las operaciones del negocio, luego de impuestos, ajustes por depreciaciones y amortizaciones, capital de trabajo e inversiones. Es una medida de la rentabilidad de un negocio

luego de haber cubierto todos sus gastos operativos y necesidades de inversión, y representa el flujo de caja que está disponible para ser distribuido entre los inversores (accionistas y acreedores).

Existen distintas formas de calcularlo, partiendo de distintas magnitudes como el resultado neto de la firma, el flujo de operaciones o el EBIT. En este caso, se utilizará la siguiente fórmula:

$$EBIT \times (1 - t) + DyA - CAPEX \pm \Delta Kt = FFCF$$

Donde:

t: alícuota impositiva

DyA: depreciaciones y amortizaciones

CAPEX: inversiones de capital

ΔKt : variaciones del capital de trabajo

FFCF: flujo de fondos disponibles para la firma

La fórmula parte de las utilidades antes de intereses e impuestos, que es el resultado obtenido luego de descontarle a las ventas los distintos gastos operativos y administrativos incurridos, y luego se ajusta para deducir el impacto de los impuestos, ya que se busca obtener un flujo que no esté afectado por la estructura de capital de la empresa. Posteriormente deben hacerse otros ajustes para eliminar el impacto de depreciaciones y amortizaciones, cuyo efecto es solo contable, y por eso es necesario considerar estos cargos. Finalmente, se debe reflejar el impacto de las erogaciones necesarias para que la firma continúe en marcha, es decir las inversiones de capital en activos fijos o bienes de uso y las variaciones que pueda experimentar el capital de trabajo.

Dado que el objeto del análisis es una compañía que no ha mostrado signos de madurez, y que desarrolla sus operaciones en un mercado de servicios no esenciales de consumo como son los de entretenimiento, sería posible asumir que el comportamiento histórico de sus principales variables puede no ser la mejor representación para ser utilizado como base de los supuestos sobre los que se desarrollarán las proyecciones. De todas formas, se intentará considerar aquellos periodos en los que, fuera de la situación pandémica, se observan ciertas variables más estables.

Como principal debilidad, puede señalarse lo que un amplio sector de la doctrina sostiene, y es que el pasado no es un predictor fiel del futuro. Si bien la técnica se utiliza para la proyección de industrias estables, poco sensibles a los cambios o ciclos económicos, no predice puntos de inflexión ni cambios en variables como la competencia o los productos.

Como se introdujo, con este modelo se supondrá que la firma tendrá una vida infinita y por lo tanto se proyectará el flujo de fondos disponible para un período definido en 5 años, que va desde el año 2023 hasta el 2027, y luego se estimará un valor terminal. Más allá de este período estimado de 5 años, la predicción individual de los factores relevantes de la compañía año a año se vuelve impracticable, y los valores comienzan a presentar una mayor estabilidad en el tiempo, por lo que se optará por un cálculo de valor terminal, el cual representará el valor de la compañía en ese horizonte posterior.

Para poder calcular el flujo de fondos libre entonces será necesario analizar valores críticos de la compañía como ventas y márgenes operativos, depreciaciones y amortizaciones, inversiones de capital, y capital de trabajo. Se partirá de los datos provistos por los reportes y estados financieros del grupo y se complementará con información resultante del análisis del mercado y de la empresa.

Proyección de ventas

Para la estimación de crecimiento de las ventas se tomará como base y sustento los datos relevados sobre las distintas competiciones, opiniones de diferentes analistas deportivos y de inversión, y sobre todo las estrategias de los directivos de la compañía, obtenidas de las reuniones en donde la empresa presenta sus resultados y realiza declaraciones sobre sus estrategias y apreciaciones sobre su situación. Estas fuentes de información fueron consideradas como las que podrían ayudar a reflejar de una manera más acertada la estimación de las ventas, ya que los datos ofrecidos por fuentes como Statista sobre el mercado no eran representativos del negocio de la organización. Por último, para la proyección se considerará suponer que la firma no mantendrá su cuota de mercado estable, por lo que el crecimiento de las ventas no acompañaría al crecimiento del mercado.

Tabla 17: Ventas históricas de MSGS 2018-2022, por segmento de reporte

en miles de dólares

Segmentos	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR 2018-2022
Venta de entradas y productos	290,9	283,2	235,6	28,5	331,8	3,34%
Derechos de medios	229,6	239,1	190,8	285,1	275,6	4,67%
Publicidad y alquiler de espacios	170,7	174,4	139,4	52,9	172,8	0,30%
Aportes de la liga	21,1	32,7	37,5	49,2	41,1	18,16%
Total	712,4	729,4	603,3	415,7	821,4	3,62%

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Tabla 18: Composición de las ventas históricas de MSGS 2018-2022

en %

Segmentos	2018	2019	2020	2021	2022
Venta de entradas y productos	41%	39%	39%	7%	40%
Derechos de medios	32%	33%	32%	69%	34%
Publicidad y alquiler de espacios	24%	24%	23%	13%	21%
Aportes de la liga	3%	4%	6%	12%	5%

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

A partir de esta información histórica, y sobre todo del último periodo, es que se hicieron los ajustes posteriores para poder reflejar el crecimiento esperado por segmento operativo de la empresa.

La investigación en primera medida fue realizada en el entorno de la organización, obteniendo información de distintos reportes de analistas de inversión, como Brian Langis, David Karnovsky de JP Morgan y Paul Golding de Macquarie Securities, y espacios deportivos, como SportingNews o SportsReference para entender cómo es vista la organización desde sus stakeholders. Además, también se relevó información acerca de las diferentes empresas de medios que son las que aportan a los derechos que las ligas cobran por transmitir y acceder a las competiciones, así como también las mismas regulaciones de las ligas.

Luego, podemos mencionar como información clave lo expuesto por la gerencia en las distintas reuniones en donde presentan sus resultados y un panorama de la organización en general, además de responder a determinadas preguntas de analistas de diversos fondos de inversión y aclarar dudas al respecto de situaciones que puedan estar sucediendo en ese momento.

Por último, el componente inflacionario considerado fue obtenido mediante los datos publicados por el Fondo Monetario Internacional¹ y ajustado consecuentemente para los periodos correspondientes de reporte.

Como puede apreciarse en la tabla siguiente, se esperan tasas de crecimiento en todos los segmentos, con algunas variaciones específicas relativas a cada fuente por depender de factores propios que las afectan. Sin embargo, el efecto final de cada segmento sobre las ventas totales dependerá no solo de las tasas esperadas de crecimiento, sino también del peso relativo de cada segmento sobre el total.

¹ Véase FMI. World Economic Outlook. Inflation rate, average consumer prices. Última vez consultado en Noviembre 2022. <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOORLD/NMQ/EUQ/NAQ>

Tabla 19: Resumen de factores considerados para las proyecciones, por segmento

Segmentos operativos	Factores
Venta de entradas y productos	Nuevos paquetes y propuestas. Renovaciones de membresías. Construcción de plantillas y posibilidades de competir en playoffs.
Derechos de medios	La mayor parte proviene de contratos con MSGE, activos hasta 2055, con incrementos constantes en condiciones ordinarias.
Publicidad y alquiler de espacios	Posibilidad de agregar más sponsors en indumentaria y acuerdos a nivel internacional a partir de la temporada 2023-2024. Contratos con MSGE por alquiler de las suites.
Aportes de la liga	Contratos de televisión nacional e internacional de la NBA se renuevan para la temporada 2025-2026 con un 300% de aumento estimado para los siguientes 10 años.

Fuente: elaboración propia en base al plan de la dirección y expectativas del mercado.

En principio los aumentos más marcados podrán verse tanto en la venta de entradas como en la publicidad, lo cual se debe a los factores de la ya confirmada renovación de paquetes de entradas para la próxima temporada como la confirmación desde las distintas ligas de la expansión de los cupos publicitarios para las organizaciones respectivamente. El segmento más estable probablemente sean los derechos de medios ya que son ingresos que provienen de contratos pactados con MSGE, controlada por el mismo grupo de personas que MSGS, y que se encuentran bajo contrato hasta el año 2055. Por último, el segmento de aportes de la liga va a verse afectado por el incremento de los demás en un principio ya que la participación de los dos equipos deportivos en las distribuciones de las ligas no cambiaría por ser un mercado grande que factura bastante más que los demás, pero luego a partir de la temporada 2025-2026 se incorporaría el nuevo contrato de la liga NBA con las grandes productoras y esto se espera que tenga un impacto importante para las organizaciones participantes también por la misma distribución.

Entonces, el total de las ventas se basará en esta proyección, contemplando los ajustes por inflación esperada para cada año, y cada segmento operativo de la compañía tendrá su participación de acuerdo al plan de la gerencia y los distintos factores del mercado. Todo esto se verá reflejado en la siguiente tabla y gráfico, que muestran el resultado de las proyecciones realizadas en relación al crecimiento de las ventas de MSGS para los próximos 5 años.

Tabla 20: Proyección de ventas de MSGS Corp. por segmentos, 2023-2027

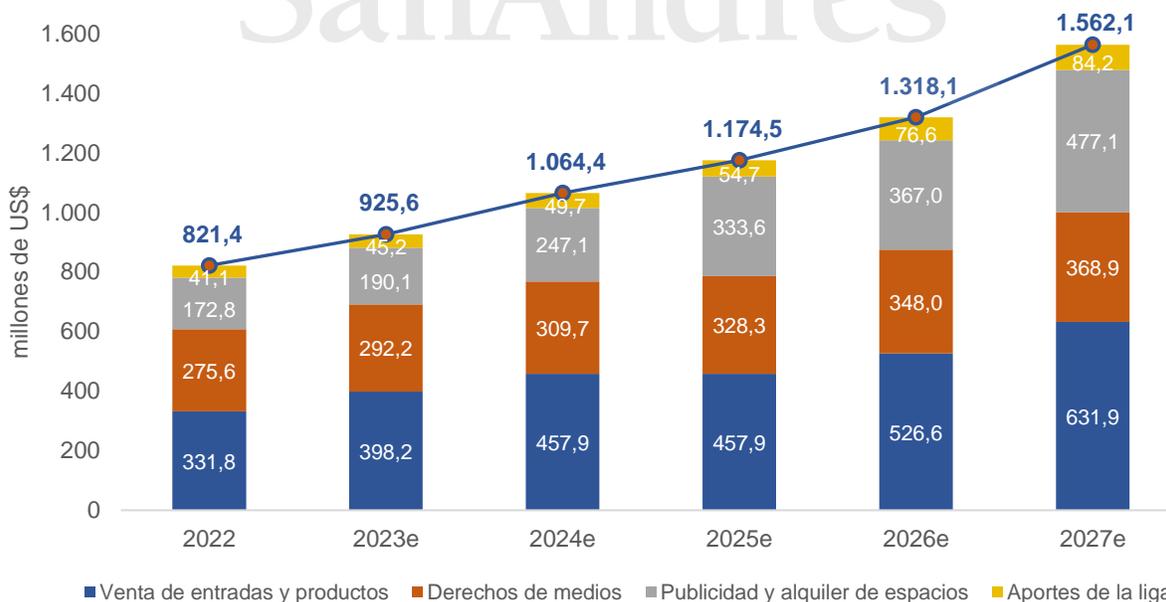
en % y millones de dólares

Segmentos operativos	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	CAGR
Entradas y productos							
Crecimiento estimado		20%	15%	0%	15%	20%	
Participación	40%	43%	43%	39%	40%	40%	
Ventas por entradas y productos	331,8	398,2	457,9	457,9	526,6	631,9	12,24%
Derechos de medios							
Crecimiento estimado		6%	6%	6%	6%	6%	
Participación	34%	32%	29%	28%	26%	24%	
Ventas por derechos de medios	275,6	292,2	309,7	328,3	348,0	368,9	6,00%
Publicidad y alquiler de espacios							
Crecimiento estimado		10%	30%	35%	10%	30%	
Participación	21%	21%	23%	28%	28%	31%	
Ventas por publicidad y alquiler	172,8	190,1	247,1	333,6	367,0	477,1	25,86%
Aportes de las ligas							
Crecimiento estimado		10%	10%	10%	40%	10%	
Participación	5%	5%	5%	5%	6%	5%	
Ventas por aportes de las ligas	41,1	45,2	49,7	54,7	76,6	84,2	16,84%
Ventas netas totales	821,4	925,6	1.064,4	1.174,5	1.318,1	1.562,1	13,98%

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía, factores internos y externos relevados por segmento, y las estimaciones de inflación del Fondo Monetario Internacional ajustadas por periodo.

Gráfico 22: Ventas proyectadas de MSGS Corp. totales y por segmento, 2023-2027

en millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía, y al análisis expuesto.

Proyección de márgenes

Como se vio en el apartado de Análisis Financiero, el margen EBIT de la firma fue relativamente inestable durante el periodo 2018 a 2021 variando en un rango de casi 16 puntos porcentuales en valores negativos, entre un -2,6% y un -18,9%. En 2018 el rendimiento observado se vio amplificado por la aplicación de una nueva metodología contable, lo que no se consideraría como un evento extraordinario. Sin embargo, los últimos dos años se vieron negativamente afectados en su rendimiento por los distintos factores que fueron mencionados en apartados anteriores, principalmente, como consecuencia de la crisis mundial, por lo que estos casos podrían ser considerados eventos extraordinarios en cierta medida, ya viéndose una pequeña mejora en 2021. Luego con una situación más normalizada en su entorno, para el año 2022 ya se pudo ver una mejora sustancial de este indicador llegando a un 10,48% de margen.

De todas formas, para este análisis vamos a estar considerando el margen operativo en un estimado del 13,84% en promedio para las proyecciones de ventas realizadas, teniendo en cuenta que en ejercicios no afectados por crisis extraordinarias este ratio vuelva a situarse y se mantenga en torno a valores positivos con un esperado crecimiento sostenible. Ese será entonces el valor utilizado para las proyecciones de esta valuación en un escenario base.

Tabla 21: Margen operativo de MSGS Corp., 2023-2027

en % y millones de dólares

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Promedio
Ventas	821,4	925,6	1.064,4	1.174,5	1.318,1	1.562,1	
EBIT	86,1	126,8	146,8	162,5	183,1	218,2	
EBIT / Ventas	10,48%	13,70%	13,79%	13,84%	13,89%	13,97%	13,84%

Fuente: elaboración propia en base a proyecciones.

Depreciaciones y amortizaciones

Para la estimación de las Depreciaciones y Amortizaciones, lo primero que se analizará es el porcentaje que éstas representan sobre los Activos No Corrientes dado que, tanto los Activos Intangibles como las Propiedades, Planta y Equipos, se deprecian y amortizan respectivamente.

Como se puede apreciar en la Tabla 22, las depreciaciones y amortizaciones representaron en promedio un 8,33% entre 2019 y 2022, sin considerar los ajustes por operaciones discontinuadas, que se aplicará para el período 2023-2027. Ahora bien, para proyectar los Activos No Corrientes se considerará que estos acompañarán a la proyección del CAPEX, explicada a continuación.

Tabla 22: Depreciaciones y amortizaciones de MSGS Corp., 2019-2022

en % y millones de dólares

Concepto	2019	2020	2021	2022	Promedio
Total Propiedad, Planta y Equipos	65,07	77,96	78,39	79,69	
Total Activos intangibles	5,90	5,90	5,90	5,90	
Amortización y depreciación netas de ajustes	7,89	8,13	5,57	5,04	
% A. y D.	11,12%	9,69%	6,61%	5,89%	8,33%

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

Tabla 23: Depreciaciones y amortizaciones proyectadas para MSGS Corp., 2023-2027

en millones de dólares

Concepto	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Total Propiedad, Planta y Equipos	80,73	81,93	83,25	84,74	86,50
Total Activos intangibles	0	0	0	0	0
Amortización y depreciación proyectadas	6,72	6,82	6,93	7,06	7,20

Fuente: elaboración propia en base a proyecciones.

Inversiones de capital

Para la estimación del CAPEX, se proyectará en base al promedio de participación de éste, sobre las ventas totales de Madison Square Garden Sports. En el período 2020-2022, el promedio de este concepto respecto a su participación en las ventas fue del 0,11%. Dicho porcentaje se aplicó a las ventas estimadas para el período 2023-2027, por lo que se obtendrá un CAGR estimado del CAPEX igual al de las ventas de 13,98%.

Tabla 24: Proyección del CAPEX de MSGS Corp., 2023-2027

en % y millones de dólares

Concepto	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas	925,6	1.064,4	1.174,5	1.318,1	1.562,1
CAPEX/Ventas	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
CAPEX	1,04	1,20	1,32	1,49	1,76

Fuente: elaboración propia en base a proyecciones.

Capital de trabajo

Para analizar el capital de trabajo, tal como puede observarse en la siguiente tabla, se ha considerado la relación histórica entre el Capital de trabajo neto y las ventas. El promedio de esta razón para el período 2019 a 2022 asciende a 6,13%.

Tabla 25: Proyección del capital de trabajo neto de MSGS Corp., 2023-2027

en % y millones de dólares

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Capital de trabajo neto (CTN)	35,98	56,76	65,27	72,02	80,82	95,78
CTN/Ventas	4,38%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%
Variación CTN	-35,99	20,78	8,51	6,75	8,81	14,96

Fuente: elaboración propia en base a proyecciones.

La variación del capital de trabajo neto se calcula como la diferencia interanual del capital de trabajo para cada año. Este concepto será el que se utilice al momento de estimar el flujo de fondos disponibles para la firma. Las variaciones positivas o aumentos del capital de trabajo neto tendrán un impacto negativo, y por lo tanto se restarán, mientras que las variaciones negativas o disminuciones tendrían un efecto positivo y deberán ser adicionadas al flujo. En la Tabla 25, las variaciones del capital de trabajo neto se exponen sin tener en cuenta ese efecto que tendrán sobre el flujo de fondos. En consecuencia, en este caso para las proyecciones realizadas como solo se observan variaciones positivas podemos interpretar que estas representarán disminuciones en la estimación de flujos de fondos disponibles para la empresa.

6.1.3. Tasa de descuento

Como se señaló anteriormente, para arribar al valor presente será necesario descontar el FCFF utilizando una tasa de que refleje los riesgos, el valor tiempo del dinero y el costo de oportunidad. Esta tasa representa el costo de financiamiento promedio para la compañía, y tiene en cuenta para su cálculo la estructura de capital de la misma.

Dado que se ha optado por realizar la valuación proyectando el flujo de fondos disponibles para la firma, la tasa de descuento tendrá en cuenta el costo de financiamiento de todos los inversores. Tradicionalmente los inversores pueden agruparse en acreedores, quienes prestan fondos a la firma a cambio de su devolución más el pago de intereses, y accionistas, quienes aportan capital propio y reciben como retribución el pago de dividendos, además de los beneficios que puedan obtener por la variación en el precio del capital accionario.

El cálculo del costo promedio ponderado del capital se realizará mediante la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e \frac{E}{E + D} + K_d \frac{D}{E + D} (1 - t)$$

Donde:

K_e : costo del capital propio

K_d : costo de la deuda financiera
E: valor de mercado del capital propio
D: valor de mercado de la deuda financiera
t: tasa de impuesto a las ganancias

El costo de la deuda (K_d) será la tasa de interés requerida por los acreedores de la empresa, ya que estos tienen prioridad para el cobro sobre los flujos de caja generados por la compañía. El costo del capital propio será el retorno esperado por los accionistas. Dado que los acreedores tienen prioridad en el cobro, este tipo de financiamiento es mucho más riesgoso.

Costo del Capital propio (K_e)

Para el cálculo del retorno esperado por los accionistas, es habitual en la práctica financiera el uso del Capital Asset Pricing Model, o CAPM, un modelo de valuación de activos financieros que permite estimar la rentabilidad esperada de un activo en función del riesgo sistemático.

El postulado básico de este modelo sostiene que el costo del capital propio es igual al retorno de un activo libre de riesgo más un coeficiente beta, que representa el riesgo sistemático de la compañía, multiplicado por la prima de riesgo del mercado.

En esencia, el cálculo del costo del capital propio estaría dado por la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + \beta \times PR$$

Donde:

R_f : tasa libre de riesgo

β : coeficiente beta, representa el riesgo sistemático

PR: prima de riesgo del mercado

A continuación, se calcularán cada una de las variables que componen esta fórmula para obtener el valor del costo del capital.

a. Tasa libre de riesgo

Conforme lo explica Damodaran (2008), la tasa libre de riesgo es el componente básico sobre el que se construyen el costo del capital propio y el costo del capital. El autor señala que para que una tasa pueda ser considerada como libre de riesgo, deben cumplirse dos condiciones: no debe

existir riesgo de default o de incumplimiento de pago ni riesgo de reinversión. De esa manera, la tasa de retorno obtenida será igual a la tasa de retorno esperada.

Un factor clave a tener en cuenta al momento de la selección de la tasa es el plazo de las proyecciones realizadas. En teoría, la tasa libre de riesgo debería ser aquella de un instrumento cupón cero, cuyo vencimiento coincida con el plazo de las proyecciones de flujos de fondos, a fin de cumplir con las condiciones de inexistencia de riesgo de reinversión (Damodaran, 2008).

Para este trabajo de valuación, cuyos flujos de fondos se han proyectado en dólares, se utilizará la tasa de los bonos de Estados Unidos, en el entendimiento de que son las tasas de retorno que más se ajustan a la definición citada en el párrafo anterior. Dado el horizonte de la proyección, se tomará la tasa de las notas del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años². Al 30 de junio de 2022, dicha tasa ascendía a 2,98%.

b. Prima de Riesgo del Mercado

La prima de riesgo del mercado se calcula como la diferencia entre el retorno esperado de un portafolio diversificado representativo del mercado y la tasa libre de riesgo. Representa el retorno esperado por encima de la tasa de riesgo para ese portafolio representativo del mercado.

La estimación de este parámetro está ampliamente discutida en la doctrina, y es un tema de debate entre diversos autores, ya que los métodos de cálculo suelen utilizar datos históricos, que no podrían ser tomados como predictores de comportamiento futuro.

Sin embargo, a los fines del cálculo de la prima de riesgo de mercado para este trabajo de valuación, se adoptará la metodología más utilizada en la práctica financiera, que consiste en estimar dicha prima a partir de datos históricos. La teoría sugiere que cuanto mayor sea el período analizado, más robusto será el análisis. Para este caso la información está disponible desde el año 1987.

Tabla 26: Prima de riesgo de mercado

en %

Prima de riesgo de mercado	
Retorno histórico del S&P 500	9,98%
Tasa libre de riesgo al 30/06/2022	2,98%
Prima de riesgo de mercado: (retorno de mercado - tasa libre de riesgo)	7,00%

Fuente: elaboración propia en base a datos de Damodaran y Reserva Federal de Estados Unidos.

² Véase Reserva Federal de Estados Unidos. Daily Treasury Yield Curve Rates. https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field=tdr_date_value=2022

c. Beta

Se denomina beta al coeficiente que representa el riesgo sistemático del capital accionario, aquel riesgo que no puede eliminarse mediante la diversificación de un portafolio. Este coeficiente es una medida de la sensibilidad de un activo en relación con movimientos del mercado.

En este caso, para calcular la beta se ha medido la regresión entre la rentabilidad del activo en cuestión (MSGS) y la rentabilidad del índice escogido (S&P 500).

Los pasos que se llevaron adelante para estimar el coeficiente beta fueron:

- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal, del capital accionario de la compañía, en base al precio histórico de mercado de las acciones registradas (MSGS) de los últimos 5 años (Julio 2017- Junio 2022).
- Cálculo de los retornos totales, con frecuencia semanal, del índice S&P500, en base al precio histórico de mercado de los últimos 5 años (Julio 2017- Junio 2022).
- Estimación del coeficiente beta de MSGS mediante el método de regresión lineal simple:

$$r_{MSGS} = \alpha + \beta_{MSGS} \times r_U$$

Donde:

r_{MSGS} : rendimiento del capital accionario de MSGS.

α : intercepto

β_{MSGS} : coeficiente beta de MSGS

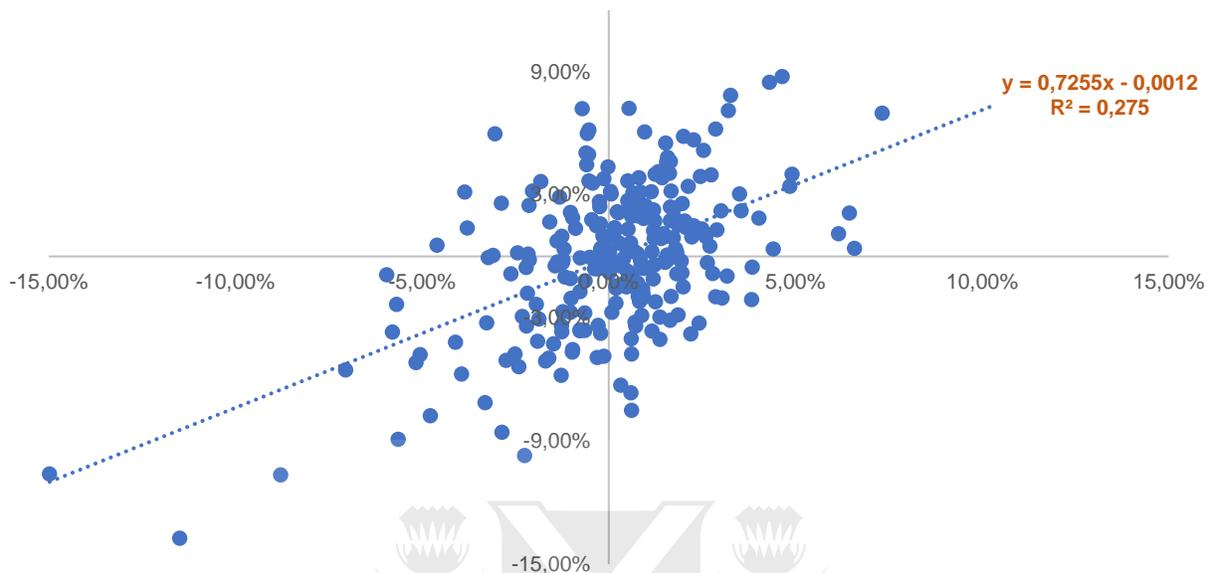
$r_{S\&P}$: prima de riesgo del mercado

Posteriormente, una vez observados estos resultados se corroboró si existían movimientos que podían ser considerados como puntos aislados y no se correspondiesen con los demás, quedando fuera de un cierto rango de su línea de tendencia. Efectivamente se observaron ocho registros que fueron apartados del universo descrito anteriormente y por lo tanto a partir de esta nueva muestra se procedió a recalcularse la estimación del coeficiente beta mediante otra regresión lineal simple.

En el Gráfico 23, expuesto a continuación, se muestra el comportamiento de los retornos de las acciones de MSGS en relación al comportamiento de los retornos del índice S&P 500, y en la Tablas 27 puede observarse los detalles del resultado de la última regresión lineal simple.

Gráfico 23: Resultado de la regresión lineal simple MSGS vs S&P500, 2017-2022

retornos de MSGS vs. retornos de S&P500, frecuencia semanal.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

Tabla 27: Resultado de regresión lineal simple MSGS vs S&P500

retornos de MSGS vs. retornos de S&P500, frecuencia semanal.

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,52
Coefficiente de determinación R ²	0,27
R ² ajustado	0,27
Error típico	0,03
Observaciones	252

Análisis de varianza

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F	
Regresión	1	0,086	0,086	94,805	0,000	
Residuos	250	0,228	0,001			
Total	251	0,314				

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	0,00	0,00	-0,64	0,53	0,00	0,00
ru	0,73	0,07	9,74	0,00	0,58	0,87

Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance.

El R², o coeficiente de determinación, indica la proporción de la varianza total de los retornos de la acción que es explicada por los movimientos del mercado. En este caso, el valor que adopta el R² de la regresión para MSGS, que es 0,27, significa que el 27% de los movimientos en los precios de la acción pueden ser explicados por el movimiento del mercado.

Costo de la deuda (K_d)

Como se ha descrito en apartados anteriores, no existen emisiones de deuda a largo plazo en el mercado realizadas por la compañía ni por sus comparables, por lo que no podrá considerarse alguna tasa interna de retorno para calcular este costo.

Por otro lado, la deuda financiera de la empresa está compuesta principalmente por líneas de crédito para los distintos equipos deportivos conseguidas en el mercado, de las que si hacemos un relevamiento de los últimos años observaremos que más del 90% de la misma es deuda a largo plazo (5 años), y la cual se consiguió en diciembre de 2021 a una tasa del 3,41%. Esta es una tasa flotante y se compone de la siguiente manera: tasa SOFR (Secure Overnight Financing Rate) al 30/06/2022, un diferencial de crédito, un margen, y una tarifa de compensación.

$$K_d = \text{SOFR } 1,51\% + \text{Credit spread } 0,1\% + \text{Margin } 1,5\% + \text{Commitment fee } 0,3\% = 3,41\%$$

Por lo tanto, se ha considerado que este último dato puede reflejar un poco mejor la realidad de la organización y en consecuencia se ha tomado como referencia del costo de la deuda de la MSGS, ya que no se dispone con otra información al momento de la valuación.

Estructura de capital

Por último, se determinará la estructura de financiamiento del grupo, es decir las proporciones de participación de deuda y de capital propio. Esto es fundamental, ya que a partir de estos resultados se realizará la ponderación de los costos de cada fuente de financiamiento.

En base a lo reportado en los estados financieros relevados de los últimos seis años, y a los valores de mercado de las acciones, la distribución de capital y deuda financiera del grupo se componía en promedio de un 90% de capital propio y un 10% de deuda con terceros. Si bien la fecha de valuación es al 30 de junio de 2022, para estos últimos periodos el patrimonio neto de la empresa resultaba negativo y por ese motivo se decidió observar también sus datos históricos.

Como referencia, también se ha consultado la proporción de deuda financiera en relación al capital total para la industria de entretenimientos de Estados Unidos³. Para 2021, esta proporción se ubicaba en 14,96%. La proporción de deuda sobre capital total de MSGS es relativamente similar, y ello puede explicarse por el hecho de la que la compañía está muy poco apalancada en relación a otras empresas del mercado (como se vio en el apartado 5.5).

³ Véase Damodaran, Aswath. Online Database. Capital Structure: Debt Ratio Trade Off Variables by Industry. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/debtdetails.xls>

Costo promedio ponderado del capital (WACC)

A continuación, se detalla el resultado del cálculo de los elementos del WACC y el cálculo del costo promedio ponderado del capital de MSGS.

Tabla 28: Cálculo del costo promedio ponderado del capital (WACC) de MSGS

Costo del equity, Costo de la deuda, estructura del capital

Costo promedio ponderado del capital	
<u>Costo del equity</u>	
Tasa libre de riesgo	2,98%
Beta de MSGS	0,73
Prima de riesgo del mercado	7,00%
	8,06%
<u>Costo de la deuda</u>	
Costo de la deuda antes de impuestos	3,41%
Tasa de impuesto	26,3%
	2,51%
<u>Estructura del capital</u>	
Capital accionario/Capital total	90%
Deuda financiera/Capital total	10%
WACC	7,50%

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de la compañía.

6.1.4. Valor terminal

El valor terminal representa el flujo de fondos disponibles esperado más allá del período proyectado explícitamente. Esto parte del supuesto de que la vida de la compañía es ilimitada o infinita, ya que se espera que genere flujos de fondos por un período de tiempo muy prolongado.

Para el cálculo de este concepto se utilizará la siguiente fórmula:

$$VT_N = \frac{FCFF_N (1 + g)}{(r - g)}$$

Donde:

VT_N : valor terminal en el momento "N"

$FCFF_N$: flujo de fondos disponible para la firma en el momento "N"

r: tasa de descuento

g: tasa de crecimiento esperada del flujo de fondos a perpetuidad

El flujo de fondos disponibles del que partirá el cálculo es aquel calculado para el año 2027, y la tasa de descuento, denominada r , es la que se obtuvo en el apartado anterior (tasa de descuento).

La tasa de crecimiento esperada, a la que se denomina g , se calculó tomando como base los datos de crecimiento del PBI a nivel mundial provistos por el FMI en su World Economic Outlook. Dicho informe⁴ estima una tasa de crecimiento real del PBI global del 1,9% para el año 2027.

Posteriormente, se realizaron ajustes con el fin de obtener una tasa nominal de crecimiento, y para ello se utilizaron los datos de inflación esperada provistos por el FMI para 2027⁵. En este caso, se tomó el dato de inflación esperada que se ubica en un 2,0%.

En la tabla expuesta a continuación, se detalla un resumen de lo explicado, y se expone el resultado obtenido: la tasa nominal de crecimiento a perpetuidad de la firma.

Tabla 29: Cálculo de tasa de crecimiento a perpetuidad

tasa de crecimiento esperado de PBI real, de inflación y de crecimiento esperado.

Tasa de crecimiento a perpetuidad	
Crecimiento real esperado del PBI para 2027	1,90%
Inflación esperada para 2027	2,00%
Tasa de crecimiento (g)	3,94%

Fuente: elaboración propia en base a World Economic Outlook del FMI.

Finalmente, al calcular el valor terminal aplicando los valores obtenidos, se deberá tener en cuenta que ese valor corresponderá al período 2027, y por lo tanto luego se deberá descontar el resultado obtenido, aplicando la tasa de descuento calculada, de forma tal que se obtenga su valor presente. Estos resultados pueden verse en el apartado siguiente y en el Anexo B.

6.1.5. Resultados de la valuación

En este apartado se resumirán los resultados de la valuación de Madison Square Garden Sports Corp., realizada mediante el método de flujo de fondos descontados, con fecha 30 de junio de 2022.

⁴ Véase FMI. World Economic Outlook. Real GDP Growth. Última vez consultado en Noviembre 2022. https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/NMQ/EUQ/NAQ

⁵ Véase FMI. World Economic Outlook. Inflation rate, average consumer prices. Última vez consultado en Noviembre 2022. <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/NMQ/EUQ/NAQ>

Tabla 30: Resultado de la valuación de Madison Square Garden Sports Corp al 30/06/2022

en % y millones de dólares, excepto el precio por acción.

Madison Square Garden Sports Corp.	
Fecha de valuación	30/06/2022
Tasa de descuento (WACC)	7,50%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3,94%
Valor de MSGS en millones de dólares	3.535,7
(+) Caja y equivalentes al 30/06/2022	91
(-) Deuda financiera al 30/06/2022	250
Valor del equity de MSGS en millones de dólares	3.376,8
Cantidad de acciones	24.226.355
Precio por acción	139,38

Fuente: elaboración propia en base al análisis anteriormente expuesto.

Como puede observarse en la Tabla 30, el valor de la empresa al 30 de junio de 2022 asciende a US\$ 3.535,7 millones. A este resultado se le han hecho los ajustes necesarios (adición de saldo de caja y equivalentes y sustracción de saldo de deuda financiera a la fecha de la valuación) para arribar al valor del capital accionario, el cual resultaría en unos US\$ 3.376,8 millones.

El precio por acción resultante asciende a US\$ 139,38, mientras que el precio de las acciones en el mercado a esa fecha ascendía a US\$ 151 a la fecha de valuación, lo que podría sugerir que en el mercado existen expectativas de mayor crecimiento futuro y/o de menor riesgo que las utilizadas para esta valuación.

A continuación, se expone una matriz en la que pueden apreciarse las variaciones del valor de la acción en función de cambios en las tasas de crecimiento y descuento estimadas:

Tabla 31: Matriz de tasas de descuento (WACC) y de crecimiento a perpetuidad (g)

precios por acción en dólares

WACC \ g	3,74%	3,84%	3,94%	4,04%	4,14%
7,30%	140,44	144,25	148,30	152,59	157,15
7,40%	136,31	139,91	143,71	147,74	152,01
7,50%	132,41	135,80	139,38	143,17	147,18
7,60%	128,71	131,91	135,29	138,86	142,63
7,70%	125,20	128,23	131,42	134,79	138,34

Fuente: elaboración propia en base al análisis anteriormente expuesto.

Como puede observarse, pequeñas variaciones en las tasas aplicadas al modelo podrían generar cambios pero no demasiado significativos en el valor que adquieren las acciones de la compañía.

6.1.6. Análisis de sensibilidad

Las proyecciones realizadas están basadas en supuestos sobre el comportamiento futuro de determinadas variables clave. Estos supuestos se plantean en base a información disponible al momento de realizar la valuación, pero el futuro implica incertidumbre y el escenario planteado puede diferir de lo que efectivamente ocurra.

Por eso, es conveniente realizar un análisis de sensibilidad, en el que se planteen por lo menos dos escenarios adicionales, uno más pesimista y otro más optimista que el escenario base. De esa forma, se podrá observar cómo impactan ciertos cambios de las variables clave en los resultados de la valuación. A continuación se exponen las principales características de cada uno:

a. Escenario base:

- Ventas: el crecimiento de la firma acompaña al del mercado. La cuota de mercado se mantiene estable. CAGR 2023-2027: 13,98%
- Margen operativo EBIT/Ventas: se mantiene en un promedio de 13,84%.

b. Escenario optimista:

- Ventas: aumento de cuota de mercado de 1% real anual para el período 2023-2027. CAGR 2023-2027: 14,97%
- Margen operativo EBIT/Ventas: aumento del margen al 14,84% promedio.

c. Escenario pesimista:

- Ventas: reducción de cuota de mercado de 1% real anual para el período 2023-2027. CAGR 2023-2027: 12,98%%
- Margen operativo EBIT/Ventas: reducción del margen al 12,84% promedio.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos al realizar el análisis de sensibilidad:

Tabla 32: Análisis de sensibilidad de la valuación del capital accionario de MSGS Corp

en % y millones de dólares, excepto el precio por acción.

Madison Square Garden Sports Corp.	Escenario pesimista	Escenario base	Escenario optimista
Fecha de valuación	30/06/2022	30/06/2022	30/06/2022
Tasa de descuento (WACC)	7,50%	7,50%	7,50%
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)	3,94%	3,94%	3,94%
CAGR de ventas 2023-2027	12,98%	13,98%	14,97%
Margen operativo	12,84%	13,84%	14,84%
Valor de MSGS	3.154,5	3.535,7	3.943,2
(+) Caja y equivalentes al 30/06/2022	91	91	91
(-) Deuda financiera al 30/06/2022	250	250	250
Valor del equity de MSGS	2.995,5	3.376,8	3.784,2
Cantidad de acciones	24.226.355	24.226.355	24.226.355
Precio por acción	123,65	139,38	156,20

Fuente: elaboración propia en base al análisis anteriormente expuesto.

De acuerdo a los resultados obtenidos del análisis de sensibilidad de esta valuación, el precio de la acción de MSGS podría oscilar entre los US\$ 123,65 y los US\$ 156,20.



6.2. Valuación relativa: por múltiplos de empresas comparables.

La valuación por múltiplos de mercado, o valuación por comparables, es un método alternativo de valuación que se utiliza habitualmente como complemento de la valuación por DCF y consiste en estimar el valor de un activo a partir de múltiplos de activos de similares características.

Como señala Pablo Fernández (2002), los múltiplos suelen tener en la mayoría de los casos una amplia dispersión, por lo que las valuaciones que se realizan utilizando este método son discutibles. Sin embargo, este método resulta útil en una segunda etapa, cuando se lo utiliza luego de haber aplicado otro método, ya que permite realizar una comparación de los resultados.

Para empezar, se deben seleccionar empresas del mercado que sean comparables con Madison Square Garden Sports Corp. Para que sea factible el análisis, lo ideal es que las mismas coticen en bolsa, ya que eso implica que tendrán información pública a la que se pueda acceder sin mayores complicaciones. Además, las empresas identificadas como comparables serán seleccionadas en base a distintos criterios como lo pueden ser participar dentro de la misma industria, tener características de negocio similares, estar presente en la misma zona geográfica y/o encontrarse en la misma etapa de crecimiento que la empresa bajo análisis.

Desafortunadamente, no existen demasiadas compañías de equipos deportivos que coticen en bolsa y tengan información pública. La mayoría de las que existen son de fútbol y europeas, de hecho empresas puramente deportivas estadounidenses que coticen en bolsa son una rareza. Los Rangers y los Knicks son parte de una organización mucho más grande. Usualmente, la principal atracción de estas acciones serían para los fanáticos ya que casi no se otorga control alguno sobre la organización con la parte que cotiza, así como sucede con MSGS.

Por ejemplo, Los Cleveland Indians (CLEV), equipo profesional de béisbol, comenzó a cotizar de manera pública en junio de 1998 y volvió a manos privadas en 1999; los Boston Celtics (BOS), equipo profesional de básquet, ofreció el 40% de su empresa al público en 1986 pero en 2002 pasó a ser propiedad privada nuevamente.

Los datos observados sugieren que los dueños de estos equipos deportivos suelen emitir ofertas públicas de sus compañías para monetizar sus participaciones y atraer a fanáticos, pero sin ceder el control sobre el equipo.

De todas formas, las empresas que se llegó a filtrar en base a esos parámetros son las siguientes:

- **Manchester United plc (MANU):** reconocida compañía fundada en 1878 que posee y opera un equipo de fútbol profesional en el Reino Unido, controlada por la familia Glazer y con una pequeña parte de su capital cotizando públicamente. Trabaja con empresas regionales e internacionales expertas en marketing y patrocinio para potenciar su marca. También comercializa y vende ropa deportiva, ropa de entrenamiento y otras prendas con la marca Manchester United, así como también otros productos licenciados a través de sus centros minoristas, plataformas de comercio digital de la marca y canales de distribución mayoristas tercerizados. La empresa ofrece contenido deportivo en vivo de forma directa, a través de su plataforma MUTV, y mediante empresas asociadas, incluyendo los derechos televisivos de las distintas ligas en las que participa el equipo.
- **Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA (BVB.DE):** firma con base en Dortmund (Alemania) desde su creación en 1909, que se dedica a la gestión de un club de fútbol y al marketing. Dentro de ese campo, provee servicios de transferencia de jugadores, organiza partidos, catering y venta de productos, marketing televisivo y publicidades con sponsors. Además, cuenta con recorridos turísticos por el estadio, viajes deportivos, conferencias y otros eventos.
- **Juventus Football Club SpA (JUVE.MI):** organización fundada en 1897 que opera como un equipo de fútbol profesional en Italia, con sus oficinas principales en Turín. Participa de competiciones nacionales e internacionales, además de organizar partidos; ofrece la concesión de licencias de derechos audiovisuales y de medios; vende de forma minorista productos en el estadio, así como también de forma digital; actividades de marca así como el marketing de otros servicios; gestiona los derechos de registro de los jugadores.

A continuación, se debe definir el múltiplo que resulte más adecuado para la valuación. Para su selección es importante tener en cuenta las características del negocio. En valuaciones de compañías dedicadas al servicio de entretenimiento, los múltiplos más utilizados son los que se basan en ventas o en EBITDA. En este caso se utilizará el múltiplo EV/EBITDA, cuyo uso es muy extensivo en la práctica financiera. El ratio EV/EBITDA puede calcularse de la siguiente manera:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{valor de la empresa}}{\text{Ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones}}$$

Donde:

Valor de la empresa: Capitalización de mercado + Deuda – Caja y disponibilidades

La ventaja de este múltiplo es que permite comparar compañías con distintas estructuras de capital. Como limitación puede señalarse que no contempla el hecho de que las empresas necesitan reinvertir para mantenerse competitivas, es decir que no tiene en cuenta ni siquiera el CAPEX por mantenimiento.

El siguiente paso será calcular el valor de este múltiplo para cada una de las compañías elegidas, y calcular indicadores adicionales que permitan hacer un análisis comparativo entre las firmas.

Tabla 33: Compañías del mercado comparables con MSGS

en % y miles de dólares, excepto EV/EBITDA.

Compañía	EV / EBITDA	CAGR Ventas 2018-2022	Ventas del último ejercicio	Margen EBITDA	ROA
	29,9	2,2%	556.596	13,4%	-6,8%
	5,7	-1,7%	400.502	16,0%	-8,6%
	-11,8	-1,0%	419.894	-10,9%	-25,7%
Mediana	5,7	-1,0%	419.894	13,4%	-8,6%
 THE MADISON SQUARE GARDEN COMPANY	28x - 32x	3,6%	821.354	17,3%	10,9%

Fuente: elaboración propia en base a reportes anuales de Madison Square Garden Sports, Manchester United, Borussia Dortmund y Juventus FC.

En base a los resultados expuestos, pueden verse alguna similitud con Manchester United, que presenta un CAGR de ventas similar para el periodo observado, o con Borussia que muestra un margen EBITDA cercano, mientras que con Juventus podríamos decir que no tienen similitudes en cuanto a los indicadores planteados. Claramente, ninguna de las firmas se asemeja a MSGS.

Por lo tanto, de acuerdo con la observación y el análisis realizado, se puede entender que la mayor relación la podríamos hacer con Manchester United, aunque teniendo en cuenta que la posición de MSGS podría ser algo superior a la misma, considero entonces que el rango de múltiplos razonable para aplicar será de 28x a 32x, con un punto medio de 30x.

Tabla 34: Valuación de MSGS por compañías comparables

en millones de dólares, excepto EV/EBITDA.

Madison Square Garden Sports Corp.			
Múltiplo de mercado	EV/EBITDA		
	Límite inferior	Punto medio	Límite superior
	28x	30x	32x
Información financiera de MSGS			
EBITDA Ajustado 2022	142,2	142,2	142,2
Valuación por múltiplo EV/EBITDA			
Valor de la empresa	3.981,9	4.266,3	4.550,8
(+) Caja y equivalentes al 30/06/2022	91,0	91,0	91,0
(-) Deuda financiera al 30/06/2022	250,0	250,0	250,0
Valor del Equity de MSGS	3.823	4.107	4.392
Cantidad de acciones	24.226.355	24.226.355	24.226.355
Precio por acción	157,80	169,54	181,28

Fuente: elaboración propia en base a los datos previamente expuestos.

De acuerdo a lo expuesto en la tabla anterior, el valor del capital accionario y del precio de las acciones que surgen de la valuación por el múltiplo EV/EBITDA no están alineados con los obtenidos a través de la valuación por la metodología de flujos de fondos descontados, siendo aún más optimistas los resultados alcanzados mediante este modelo.

Por último, se realizó un análisis de sensibilidad para evaluar cómo se comporta la variable ante cambios en los múltiplos, en este caso hasta en dos puntos más allá de los límites inferior y superior definidos anteriormente, o en el valor que podría tomar el EBITDA, haciéndolo variar en un 5% y 10% para este análisis.

Tabla 35: Análisis de sensibilidad del precio de la acción

en dólares

EBITDA \ EV/EBITDA	26x	28x2	30x	32x	34x
128,0	130,8	141,4	151,9	162,5	173,1
135,1	138,4	149,6	160,7	171,9	183,0
142,2	146,1	157,8	169,5	181,3	193,0
149,3	153,7	166,0	178,3	190,7	203,0
156,4	161,3	174,2	187,2	200,1	213,0

Fuente: elaboración propia en base a los datos previamente expuestos.

6.3. Conclusiones

Madison Square Garden Sports Corp. es una compañía de una trayectoria no tan extensa en la industria del entretenimiento. Si bien tiene su propia historia que se remonta a unos casi 150 años atrás, podemos decir que de experiencia en el mercado como tal, siendo dirigida por el grupo empresario de la familia Dolan, cuenta con menos de 30 años en actividad. De todas formas, podemos ver que en conjunto con las cifras expuestas en sus estados contables podemos entender que la empresa se encuentra en camino hacia su etapa de madurez, y por ello puede esperarse con cierta razonabilidad que la misma continúe creciendo en los próximos años y, en este supuesto, acompañarían la tendencia marcada por el mercado.

Uno de los principales factores que incide en las tasas de crecimiento esperadas es la expectativa que genera el desarrollo exponencial que pueden tener las actividades de sports en este negocio, así como también la gran cautividad que generan los equipos deportivos ya establecidos, aunque por otro lado el segmento televisivo, aún predominante, y los ingresos relacionados con este es algo que se espera aminore ese crecimiento antes mencionado. Existen potenciales oportunidades de generar ingresos con socios publicitarios en el exterior, y esto puede ser una situación que abra mucho más el abanico de posibilidades para el negocio, con lo que en los próximos años puede verse un impacto positivo en base a lo que se materialice en este aspecto, efecto que puede no estar capturado por completo en esta valuación.

El resultado obtenido mediante la valuación por las metodologías DCF sugiere que, a la fecha de la valuación, el mercado parecía estar considerando mayores expectativas de crecimiento futuro, o de menor riesgo, que las consideradas para el armado de ese modelo, como sí puede verse ese efecto desde el modelo de valuación relativa en base a comparables.

7. Bibliografía

7.1. Académica

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2013). *Principles of Corporate Finance*. Duodécima Edición.

Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*. Cuarta Edición.

Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Stern School of Business, New York University.

7.2. Artículos, informes y reportes

Bruns, W. (2004). *Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis*. Harvard Business School.

Fuenzalida, D. & Mongrut, S. (2010). *Estimation of Discount Rates in Latin America: Empirical Evidence and Challenges*.

Madison Square Garden Sports Corp. *Estados contables trimestrales (2017-2022)*. <https://investor.msgsports.com/financials/quarterly-results/default.aspx>

Madison Square Garden Sports Corp. *Estados contables anuales (2017-2021)*. <https://investor.msgsports.com/financials/annual-reports/default.aspx>

Madison Square Garden Sports Corp. (2020). *Information on the 2020 Spin-Off of Madison Square Garden Entertainment Corp*. <https://investor.msgsports.com/information-on-the-2020-spin-off-of-madison-square-garden-entertainment-corp/default.aspx>

McKinsey on Finance. (2002). *Perspectives on Corporate Finance and Strategy, The real cost of equity*.

Langis, Brian (2014). <https://seekingalpha.com/article/2262023-dear-oprah-forget-the-clippers-buy-the-knicks?hasComeFromMpArticle>

Statista. (July 2022). *Digital Media - Market Data Analysis & Forecast*.

Statista. (June 2022). *Video Games - Market Data Analysis & Forecast*

The Miscellany News. (2021). <https://miscellanynews.org/2021/04/29/opinions/the-unprecedented-consolidation-of-the-modern-media-industry-has-severe-consequences/>

TIDES. (2022). *The 2022 National Basketball Association Racial and Gender Report Card*.
<https://www.tidesport.org/nba>

7.3. Sitios web

All Sports History. <https://allsportshistory.com/2020/11/27/madison-square-garden-a-super-quick-history/>

Companiesmarketcap. <https://companiesmarketcap.com/entertainment/largest-entertainment-companies-by-market-cap/>

Forbes. <https://www.forbes.com/sites/markdeeks/2022/07/01/a-complete-history-of-nba-luxury-tax-payments-20012022/?sh=55cf77ac432f>

Forbes. <https://www.forbes.com/sites/mikeozanian/2021/10/18/the-nbas-most-valuable-teams-2021-22-new-york-knicks-lead-a-trio-now-worth-over-5-billion-each/?sh=680ecf60d32c>

Investment Bank. (2018). <https://investmentbank.com/media-and-entertainment-industry-overview/>

Investopedia. (2021). <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/071415/how-nba-makes-money.asp>

Investopedia. (2022). <https://www.investopedia.com/articles/investing/020316/worlds-top-10-entertainment-companies-cmcsa-cbs.asp>

Madison Square Garden Sports. <https://www.msgsports.com/>

New York Spaces. <https://newyorkspaces.com/the-history-of-madison-square-garden/>

Seeking Alpha. Transcripts. <https://seekingalpha.com/symbol/MSGS>

SportingNews. <https://www.sportingnews.com/us/nba> y <https://www.sportingnews.com/us/nhl>

Sportrac. NBA Financial information. <https://www.sportrac.com/nba/tax/>

Sports Reference. <https://www.basketball-reference.com> y <https://www.hockey-reference.com>

Statista. Base de datos. <http://www.statista.com/statistics/275446/ad-spending-of-leading-advertisers-in-the-us/>

Statista. Base de datos. <http://www.statista.com/statistics/1310584/sports-followed-in-the-us/>

Statista. Base de datos. <https://www.statista.com/outlook/amo/media/united-states?currency=USD>

Statista. Base de datos. <https://www.statista.com/outlook/amo/esports/united-states?currency=USD>

Statista. Base de datos. <https://www.statista.com/outlook/amo/media/tv-video/united-states?currency=USD>

Statista. Base de datos. <https://www.statista.com/outlook/amo/advertising/tv-video-advertising/united-states?currency=USD>

Statmuse, Knicks. <https://www.statmuse.com/nba/team/2021-22-new-york-knicks-5/history>

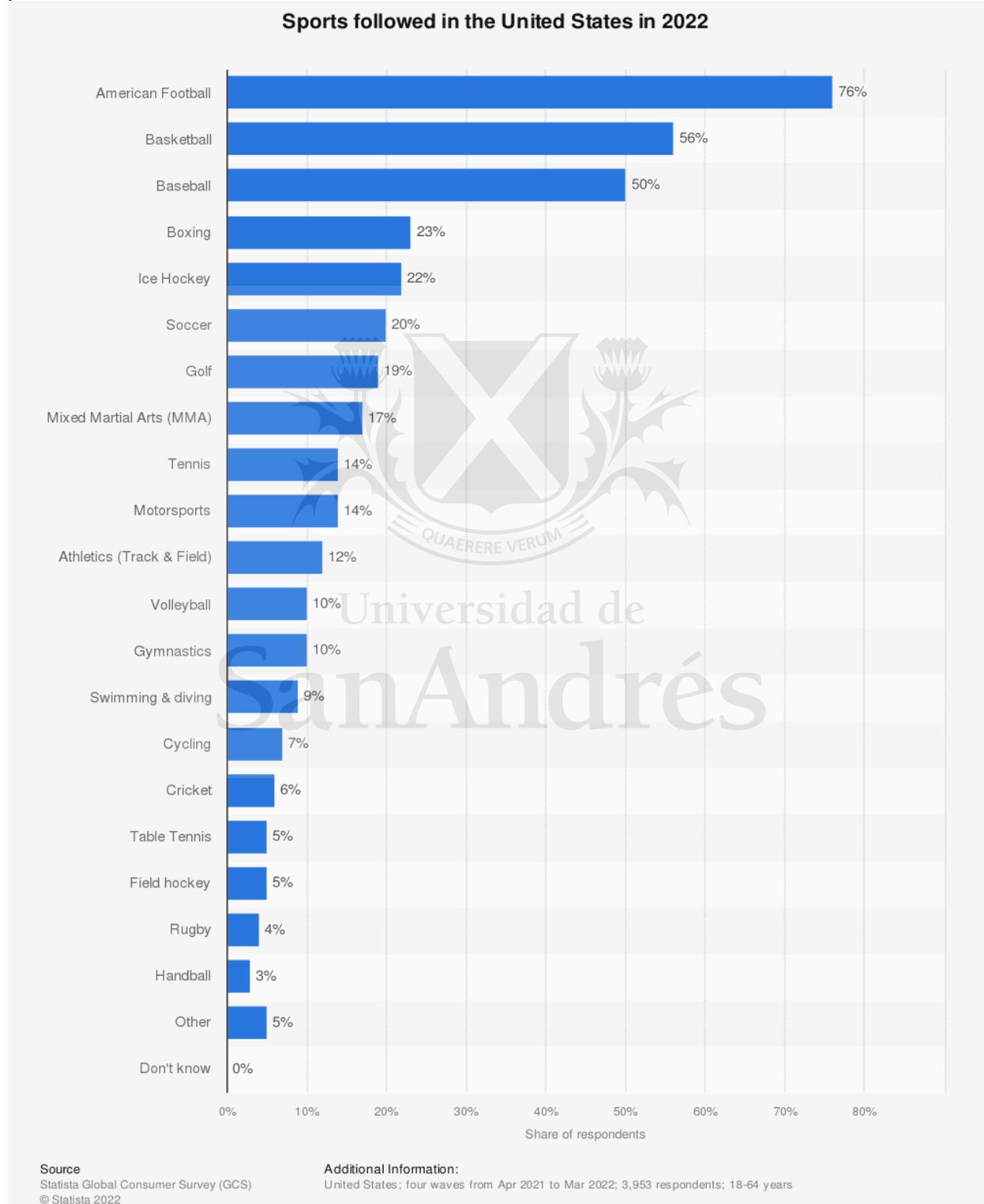
Statmuse, Rangers. <https://www.statmuse.com/nhl/team/new-york-rangers-10/history>

Yahoo Finance. Historical data. <https://finance.yahoo.com/>

Zippia. (2022). <https://www.zippia.com/advice/media-and-entertainment-industry-statistics/>

8. Anexos

ANEXO A: Resultados de la encuesta digital denominada “Sports followed in the United States in 2022” realizada por Statista a través de su “Statista Global Consumer Survey (GCS)” para el periodo abril 2021 a marzo 2022.



ANEXO B: Flujo de Fondos disponible para la firma - Escenario Base

Madison Square Garden Sports Corp.

en millones de dólares.

Escenario Base	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas	729,4	603,3	415,7	821,4	925,6	1.064,4	1.174,5	1.318,1	1.562,1
Resultado operativo (EBIT)	(58,2)	(93,9)	(78,4)	86,1	126,8	146,8	162,5	183,1	218,2
(-) Impuestos	12,6	(20,6)	73,4	(25,1)	33,4	38,7	42,8	48,2	57,5
(+) Depreciaciones y amortizaciones	20,1	17,5	5,6	5,0	6,7	6,8	6,9	7,1	7,2
(-) CAPEX	8,4	8,3	7,5	(2,4)	1,0	1,2	1,3	1,5	1,8
(+) Variación CTN	14,5	(9,4)	66,9	(36,0)	20,8	8,5	6,7	8,8	15,0
Flujos de fondos disponible para la firma	-44,7	-73,4	-86,9	82,6	78,3	105,2	118,6	131,7	151,2
Valor terminal									4.411,1
Tasa de crecimiento (g)									3,94%
Tasa de descuento (WACC)									7,50%
Valor presente del FCFF al 30/06/2022									3.535,7
Valor de la empresa MSGS al 30/06/2022 en millones de dólares									3.535,7
(+) Caja y equivalentes al 30/06/2022									91,0
(-) Deuda financiera al 30/06/2022									250,0
Valor del Equity de MSGS al 30/06/2022 en millones de dólares									3.376,8

ANEXO C: Flujo de Fondos disponible para la firma - Escenario Optimista

Madison Square Garden Sports Corp.

en millones de dólares.

Escenario Optimista	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas	729,4	603,3	415,7	821,4	933,9	1.083,2	1.206,0	1.365,5	1.631,7
Resultado operativo (EBIT)	(58,2)	(93,9)	(78,4)	86,1	137,3	160,2	179,0	203,4	244,2
(-) Impuestos	12,6	(20,6)	73,4	(25,1)	36,2	42,2	47,1	53,6	64,3
(+) Depreciaciones y amortizaciones	20,1	17,5	5,6	5,0	6,7	6,8	6,9	7,1	7,2
(-) CAPEX	8,4	8,3	7,5	(2,4)	1,1	1,2	1,4	1,5	1,8
(+) Variación CTN	14,5	(9,4)	66,9	(36,0)	21,3	9,2	7,5	9,8	16,3
Flujos de fondos disponible para la firma	-44,7	-73,4	-86,9	82,6	85,5	114,4	129,9	145,6	169,0
Valor terminal									4.929,2
Tasa de crecimiento (g)									3,94%
Tasa de descuento (WACC)									7,50%
Valor presente del FCFF al 30/06/2022									3.943,2

Valor de la empresa MSGS al 30/06/2022 en millones de dólares	3.943,2
(+) Caja y equivalentes al 30/06/2022	91,0
(-) Deuda financiera al 30/06/2022	250,0
Valor del Equity de MSGS al 30/06/2022 en millones de dólares	3.784,2

ANEXO D: Flujo de Fondos disponible para la firma - Escenario Pesimista

Madison Square Garden Sports Corp.

en millones de dólares.

Escenario Pesimista	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas	729,4	603,3	415,7	821,4	917,4	1.045,8	1.143,5	1.271,9	1.494,8
Resultado operativo (EBIT)	(58,2)	(93,9)	(78,4)	86,1	116,5	133,7	146,8	164,0	193,8
(-) Impuestos	12,6	(20,6)	73,4	(25,1)	30,7	35,2	38,7	43,2	51,1
(+) Depreciaciones y amortizaciones	20,1	17,5	5,6	5,0	6,7	6,8	6,9	7,0	7,2
(-) CAPEX	8,4	8,3	7,5	(2,4)	1,0	1,2	1,3	1,4	1,7
(+) Variación CTN	14,5	(9,4)	66,9	(36,0)	20,3	7,9	6,0	7,9	13,7
Flujos de fondos disponible para la firma	-44,7	-73,4	-86,9	82,6	71,3	96,3	107,8	118,5	134,6
Valor terminal									3.927,4
Tasa de crecimiento (g)									3,94%
Tasa de descuento (WACC)									7,50%
Valor presente del FCFF al 30/06/2022									3.154,5
Valor de la empresa MSGS al 30/06/2022 en millones de dólares									3.154,5
(+) Caja y equivalentes al 30/06/2022									91,0
(-) Deuda financiera al 30/06/2022									250,0
Valor del Equity de MSGS al 30/06/2022 en millones de dólares									2.995,5