

Inversión en Golden Entertainment

Precio Actual: 15,79\$

Valor Objetivo (2022): 25,09\$

Potencial: 59%



Antes que nada, y dada la naturaleza del negocio, puntualizar que **Golden Entertainment** se enmarca dentro del sector del juego más ligado al turismo. Trata de obtener una contrapartida por ofrecer una experiencia personal de entretenimiento y diversión, disfrutando de opciones variadas de comida, bebida, atracciones, descanso, deporte, actividades turísticas... con la riqueza social y cultural que ello implica. Es recomendable un juego responsable, el hecho de que sea presencial y no mediante el anonimato de cualquier dispositivo móvil, así lo facilita.

La presente idea de inversión surge de la experiencia propia como consumidor, una característica muy común de las inversiones en cartera. La cercanía del consumo directo de un producto aporta un mayor conocimiento y convicción sobre su posible éxito, no es de extrañar que fuera práctica habitual en uno de los mejores inversores de la historia, **Peter Lynch**.

Introducción





Golden Entertainment es una small cap estadounidense que capitaliza unos 450M\$. Es una compañía dedicada íntegramente al sector del *leisure & gaming* (ocio y juego), engloba 16 marcas diferentes. Fue fundada en 2001 y la estructura actual es fruto de numerosas operaciones de *M&A* (fusiones y adquisiciones). Está dividida en dos ramas principales:

- **Distributed Gaming:** distribución de máquinas de juego, es el negocio tradicional. Es la empresa más grande de Estados Unidos en esta actividad y una de las puntas de lanza de la división es la propiedad y explotación de 60 tabernas (bar-restaurante/salón de juego), más de 50 de las cuales en Las Vegas.

- **Casino:** negocio principal. A inicios de 2015 poseía 3 hoteles-casino, desde entonces ha crecido de forma agresiva en este apartado y actualmente posee 10 casinos, 9 de los cuales con posibilidad de alojamiento. El 90% está en el sur de Nevada (tres en Pahrump, tres en Las Vegas, tres en Laughlin) y tiene uno en Meryland. Destaca la adquisición a finales de 2017 de **American Casino & Entertainment Properties (ACEP)**, propietaria de 4 casinos, incluido el **Stratosphere Las Vegas**, uno de los emblemas de la ciudad.


La empresa cuenta con 17.400 máquinas de juego en más de 1.000 localizaciones, 60 tabernas, 7.316 habitaciones de hotel, 154 mesas de casino, y ocupa a 8.400 personas.

Disposición a finales de 2017:

	Principal markets	Slots	Table games	Hotel rooms	
Nevada					
Stratosphere Casino, Hotel and Tower	Las Vegas Strip	743	42	2,429	
Arizona Charlie's Decatur	Las Vegas Locals	1,042	7	259	
Arizona Charlie's Boulder	Las Vegas Locals	836	7	303	
Aquarius Casino Resort	Arizona, Southern California, NV Locals	1,234	33	1,906	
Pahrump Nugget Hotel & Casino	Pahrump, NV	433	8	69	
Gold Town Casino	Pahrump, NV	227	-	-	
Lakeside Casino & RV Park	Pahrump, NV	185	-	-	
Nevada Distributed Gaming (incl. taverns)	Las Vegas Locals	7,501	-	-	
Total Nevada		12,201	97	4,966	
% of total		78%	85%	96%	
Maryland					
Rocky Gap Casino Resort	Maryland, Western Pennsylvania	655	17	198	
Montana					
Montana Distributed Gaming	Montana Locals	2,885	-	-	
Total		15,741	114	5,164	

Source: Golden and American public filings and investor presentations as of 9/30/17; references to Slots excludes amusement devices

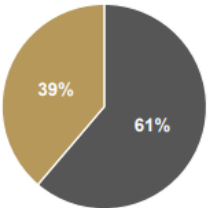
Casino Operations



Owens and operates 8 resort casino properties in Nevada and Maryland

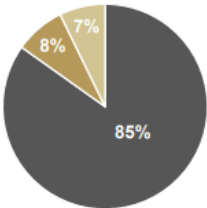
- The Stratosphere Casino, Hotel & Tower on the North end of the LV Strip
- Two Arizona Charlie's casinos in the LV Locals market
- The Aquarius Casino Resort in Laughlin, NV
- Three casinos in Pahrump, NV
- The Rocky Gap Casino Resort in MD
- Total of 5,355 slots, 114 table games and 5,164 hotel rooms

Sept. 2017 Combined LTM Net Revenues⁽¹⁾




■ Casinos ■ Distributed Gaming

Sept. 2017 Combined LTM Net Revenues⁽¹⁾ by State



■ Nevada ■ Maryland ■ Montana

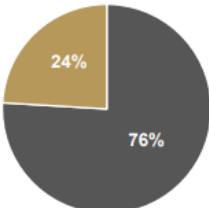
Distributed Gaming



Owens and operates nearly 10,400 total slots in 980 locations in Nevada and Montana

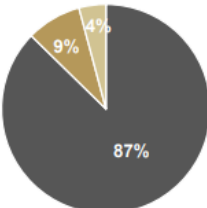
- Operates slots and amusement devices in non-casino locations such as grocery stores, convenience stores, liquor stores, restaurants, bars and taverns
- Largest distributed gaming operator in NV; second largest in MT
- Largest owner and operator of branded taverns in NV; 57 locations with ~900 slots
- Recently licensed Terminal Operator in IL

Sept. 2017 Combined LTM Segment Adjusted EBITDA⁽²⁾



■ Casinos ■ Distributed Gaming

Sept. 2017 Combined LTM Segment Adjusted EBITDA⁽²⁾ by State



■ Nevada ■ Maryland ■ Montana

Source: Company filings as of 9/30/17; see Page 22 for LTM combined net revenue and adjusted EBITDA segments reconciliation

(1) Excludes Corporate and other revenue of \$0.4mm for Golden during the period

(2) Segment adjusted EBITDA, which excludes corporate overhead of \$21mm for Golden and \$27mm for American during the period, is a non-GAAP financial measure. See reconciliation in Appendix

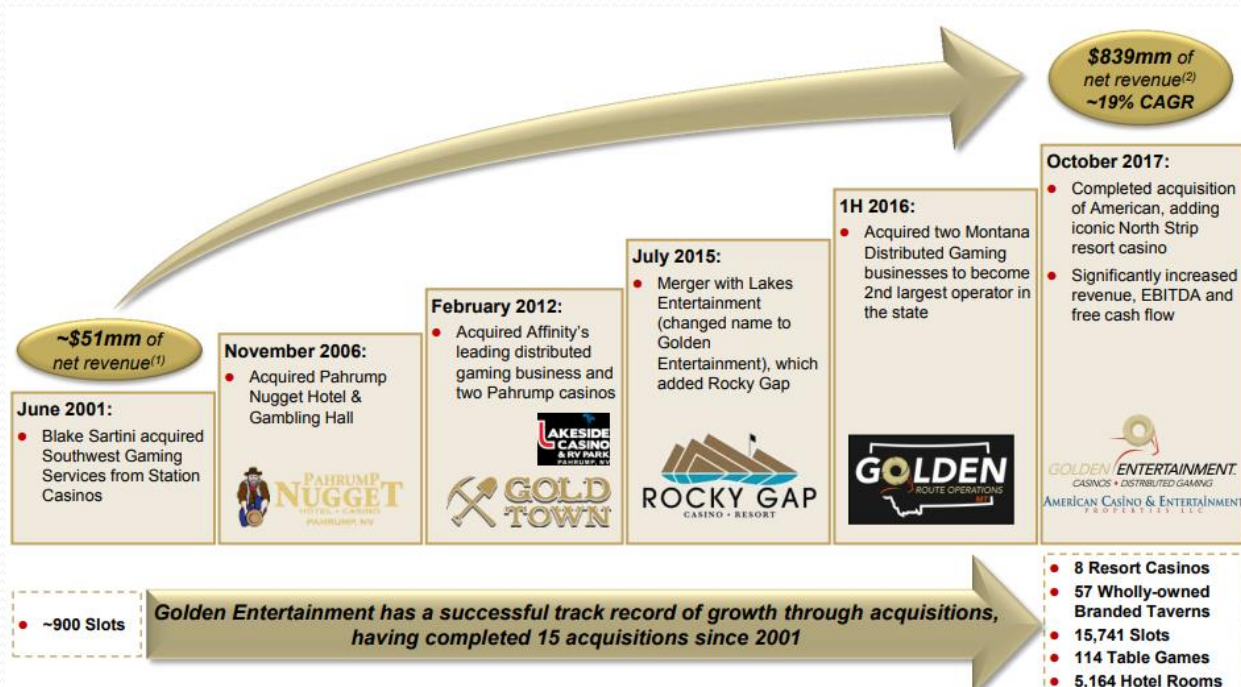
Una historia con skin in the game

El mayor accionista con un 20% de la compañía es su CEO y fundador **Blake Louis Sartini**, natural de California, reside en Las Vegas desde los 5 años. En 1982 se graduó en *Business Administration* en la Universidad de Nevada y siempre ha desarrollado su actividad profesional en el sector del juego. Desde muy joven trabajó en varios casinos y ocupó diversas facetas hasta emprender su carrera directiva en 1986, cuando fundó **Southwest Gaming Services**.

Ese mismo año **Southwest** es absorbida por la importante empresa **Station Casinos**, fundada por el padre de su mujer **Delise Fertitta** y gestionada por su familia, a la cual se une **Sartini**. Desde 1990 ocupa puestos directivos relevantes hasta ser designado *Chief operating Officer* en 1997, en 1993 devino socio junto a su mujer y los hermanos de ella en la salida a bolsa de la compañía. Bajo su liderazgo exitoso **Station** pasó de ingresar 150M\$ y 2.000 trabajadores a 850M\$ de ingresos y 12.000 trabajadores.

En 2001 decide retomar su camino en solitario y recompra **Southwest** por 14M\$, la rebautiza como **Golden Gaming**, de la cual mantendría el 100% del accionariado hasta 2015. Dedicada a la distribución de maquinas de juego, contaba con unos ingresos de 51M\$ y 900 dispositivos, cuyo principal cliente eran 15 tabernas de juego de Las Vegas...

En 2002 empieza a edificar lo que es hoy en día la compañía con la compra de las 23 tabernas **PT's Pub**, que ha ido aumentando en número hasta las 60 actuales. Un resumen de las adquisiciones más importantes del grupo hasta 2017:



Note: Presents strategic growth of Sartini Gaming for periods prior to merger with Lakes Entertainment, Inc. in July 2015; references to Slots excludes amusement devices

(1) Golden Gaming LTM net revenue at 12/31/02

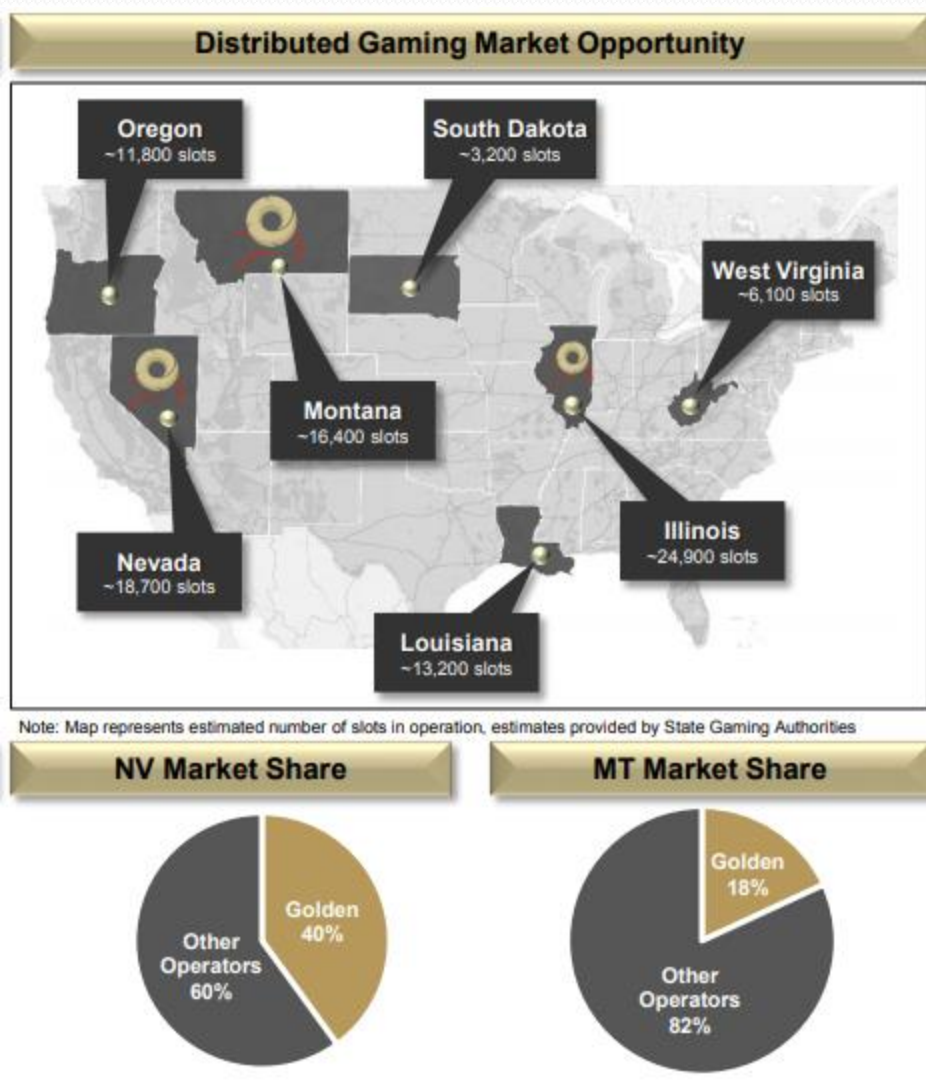
(2) Combined LTM net revenue at 09/30/17, including Corporate and other revenue of \$0.4mm for Golden during the period

Distributed Gaming

Engloba a las subsidiarias **Golden Route Operations** y **PT's Entertainment Group** (60 tabernas en Nevada).

GRO abastece de *slot machines* a bares, restaurantes, pubs, salones recreativos, supermercados... es el distribuidor más importante de Estados Unidos con unas 12.000 máquinas, sin contar los casinos, 9.000 de las cuales en 700 localizaciones de Nevada (líder mercado con un 40% de cuota).

En 2016 entró en el mercado de Montana adquiriendo 2.800 dispositivos de juego en unas 300 localizaciones. Desembolsó 45M\$ por absorber 4 empresas, parte del pago se realizó en acciones y **Tim Carson**, fundador de la mayor de ellas, cubrió la vicepresidencia de la región. **Golden** es el segundo operador del Estado con una cuota del 18%.



Planea expandirse también a Illinois, Estado en el que ha recibido licencia para operar en 2018. En Pennsylvania pretende implementar su modelo de negocio en áreas de descanso de carreteras.

Sus proveedores son variados, lo cual fomenta la competencia entre ellos y rebaja la dependencia. Entre los cuales se encuentran los desarrolladores de máquinas de juego más grandes del mundo: Aristocrat, Konami, Scientific Games, Spielo, WMS. En los clientes, además de las 60 tabernas en propiedad, se hayan algunas cadenas de relevancia como los restaurantes Hooters o Buffalo Wild Wings y los supermercados 7Eleven, Albertsons, CVS Pharmacy y Smith's.

Tabernas

Como se ha dicho, PT's en la actualidad cuenta con más de 50 bares esparcidos por Las Vegas y 60 en toda Nevada, de los 23 que poseía en 2002 cuando se incorporó a Golden. Desde entonces ha ido integrando más locales bajo diferentes marcas hasta llegar a un total de 6 diferentes, incluida una dedicada exclusivamente a la producción de cerveza artesana (año 2016) que abastece a todos los locales con sus 8 distintas clases de cerveza.

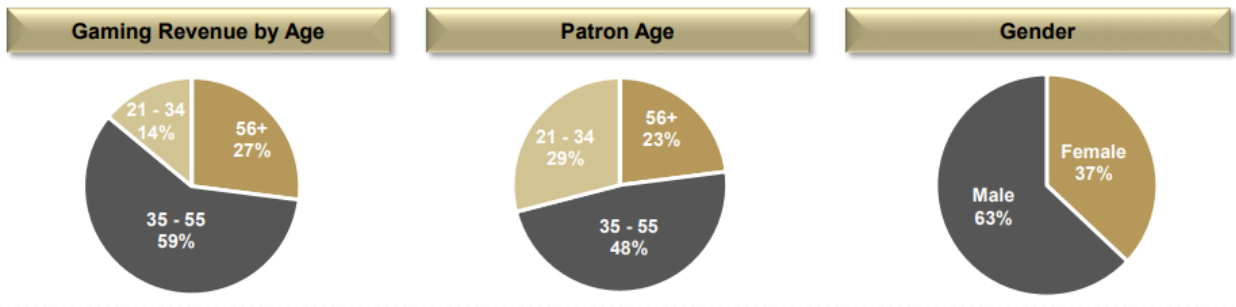


Como curiosidad, venden 160.000 alitas de pollo al año, 1,5M cervezas de barril y reparten 167M\$ en premios. Cada marca cuenta con su estilo de decoración (rancho, irlandés, restaurante elegante, pub, sports bar, salón recreativo...), tipo de comida, bebida, precios... En definitiva, un abanico de oferta variado para diferentes perfiles de cliente.

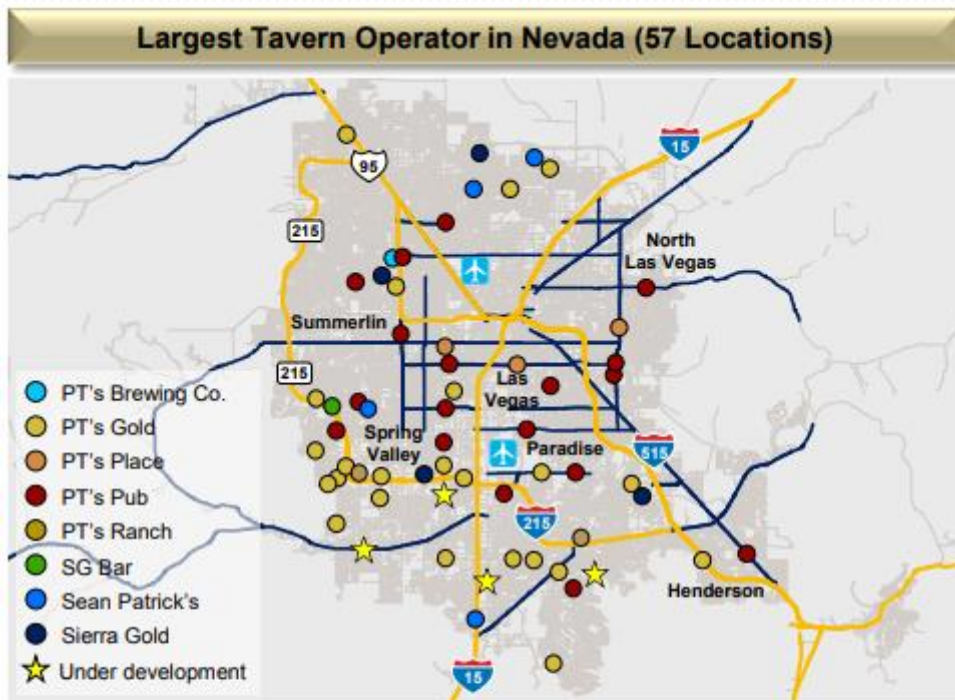


Por sus características, estos establecimientos atraen un tipo de cliente más joven que los puestos de juego tradicionales como los casinos. Obtienen casi un 30% de clientela de entre 21 y 34 años, doblando en porcentaje a la media de la industria.

Our rated play demonstrates that our taverns appeal to patrons typically younger than traditional casino customers



Los planes de la compañía a finales de 2017 eran de seguir creciendo a un ritmo de entre 6 y 8 tabernas por año dada su alta rentabilidad, objetivo múltiplo EV/EBITDA de 3.



Illustrative Tavern Returns

High ROI with expected development and acquisition pipeline of 6-8 taverns per year

Property	New Build
Total Investment	~\$1.5M
Target Location EBITDA (Gaming and F&B)	~\$500K
Target Investment Multiple	~ 3x

Golden recientemente ha extendido un acuerdo de colaboración con **William Hill** para que gestione el apartado de apuestas, aportando su tecnología, app y menús, en las tabernas y casinos del grupo. A cambio se han instalado 100 quioscos de apuestas de la marca inglesa.

También cuenta con un programa de tarjetas de premios canjeables por juego, comida y bebida, que sirve de para fidelizar a sus clientes y es válido en más de 130 localizaciones del grupo y terceros. Cuenta con una base de más de 700.000 usuarios activos.

Pese a representar cerca de un tercio de los ingresos y menos de la cuarta parte del EBITDA del grupo, la división de **Distributed Gaming** tiene una alta escalabilidad. No en vano ha sido el negocio a partir del cual ha ido creciendo la empresa y aun puede tener mucho recorrido mediante adquisiciones e integración de más dispositivos en nuevas demarcaciones de la geografía americana, actuando como consolidador de mercado. Genera sinergias en el grupo al abastecer a los locales propios (casinos y tabernas).



Las tabernas ofrecen un modelo de juego complementario al clásico casino, restaurantes con juego y apuestas, clientes más jóvenes y diferentes ambientes. Las Vegas parece el lugar más apropiado para este tipo de negocio.

Casino

En los últimos años se ha convertido en el negocio principal del grupo al representar más de tres cuartas partes del EBITDA. Se han llevado a cabo 3 grandes operaciones de M&A que han virado la empresa hacia el sector hotelero de juego, complementado con la división de distribución y tabernas.

En 2015 **Golden Gaming** se fusionó con **Lakes Entertainment** en un intercambio de acciones, una operación de 341M\$, dando lugar a **Golden Entertainment**. **Lakes** poseía el **Rocky Gap Casino Resort**, situado en el enclave natural de Rocky Gap State Park, Meryland. Hotel de 198 habitaciones y campo de golf propio, entre otros activos, y una caja neta de unos 80M\$, pasó a ser el cuarto y el mayor hotel de **Golden**. El fundador y presidente de **Lakes**, **Lyle Berman**, se convirtió en consejero y segundo máximo accionista tras la fusión con más de un 10% (actualmente 5%). Es un conocido jugador de póker ganador de 3 brazaletes de las WSP, está relacionado con las inversiones en casinos desde 1990 cuando fundó **Grand Casinos**, posteriormente vendida al grupo **Hilton**. Por su parte, **Sartini** vió reducido su porcentaje al 35% desde el 100% previo a la operación, en ese momento **Golden Entertainment** empezó a cotizar en el Nasdaq.

En octubre de 2017 el grupo adquiere la anteriormente mencionada **ACEP** por 850M\$ (808 netos), más del doble del tamaño de **Golden**, pagado con deuda y pocas acciones a 8,1 veces EV/EBITDA antes de sinergias. **ACEP** había sido propiedad del reconocido inversor **Carl Icahn**, que compró la compañía por 300M\$ en 1996 tras la quiebra de Vegas World y la vendió a **Goldman Sachs** por 1.100M\$ en 2008. Consta de 4 hoteles-casino, un total de 4.897 habitaciones, 3.855 máquinas, 89 mesas de juego y 4.400 empleados.

	 GOLDEN ENTERTAINMENT. <small>CASINOS • DISTRIBUTED GAMING</small>	AMERICAN CASINO & ENTERTAINMENT <small>PROPERTIES LLC</small>	 GOLDEN ENTERTAINMENT. <small>CASINOS • DISTRIBUTED GAMING</small>
# of Resort Casinos	4 resort casinos	4 resort casinos	8 resort casinos
# of Branded Taverns	57 branded taverns	--	57 branded taverns
# of Slots	11,886 slots	3,855 slots	15,741 slots
# of Table Games	25 table games	89 table games	114 table games
# of Hotel Rooms	267 rooms	4,897 rooms	5,164 rooms
# of Employees	~2,800 employees	~4,400 employees	~7,200 employees
9/30/17 Combined LTM Net Revenue	\$431mm	\$408mm	\$839mm ⁽¹⁾
9/30/17 Combined LTM Adjusted EBITDA	\$56mm	\$100mm	\$174mm (incl. \$18mm of estimated synergies) ⁽¹⁾
9/30/17 Combined LTM Adjusted EBITDA Margin⁽²⁾	13% ⁽³⁾	25%	21% ⁽¹⁾

Quedando el mapa de casinos en propiedad en Nevada de la siguiente forma:



Profundizando en la transformación corporativa, en enero de este 2019 se han añadido dos propiedades en Laughlin, contiguos al **Aquarius**, que suman 2.152 habitaciones más. El importe de compra de **Marnell Gaming** es de 190M\$, lo que supone 8 veces EV/EBITDA pre sinergias, 35M\$ de los cuales fueron canjeados por acciones (4,3%) y 10M\$ de caja. **Antony Marnell III**, como pasara en otras ocasiones, tendrá un lugar en el consejo. Los casinos en cuestión son el **Edgewater** y **Colorado Belle**, situados en la misma orilla del río Colorado a su paso por Laughlin, en lo que parece un movimiento claro para generar sinergias después de recibir el **Aquarius** de manos de ACEP.

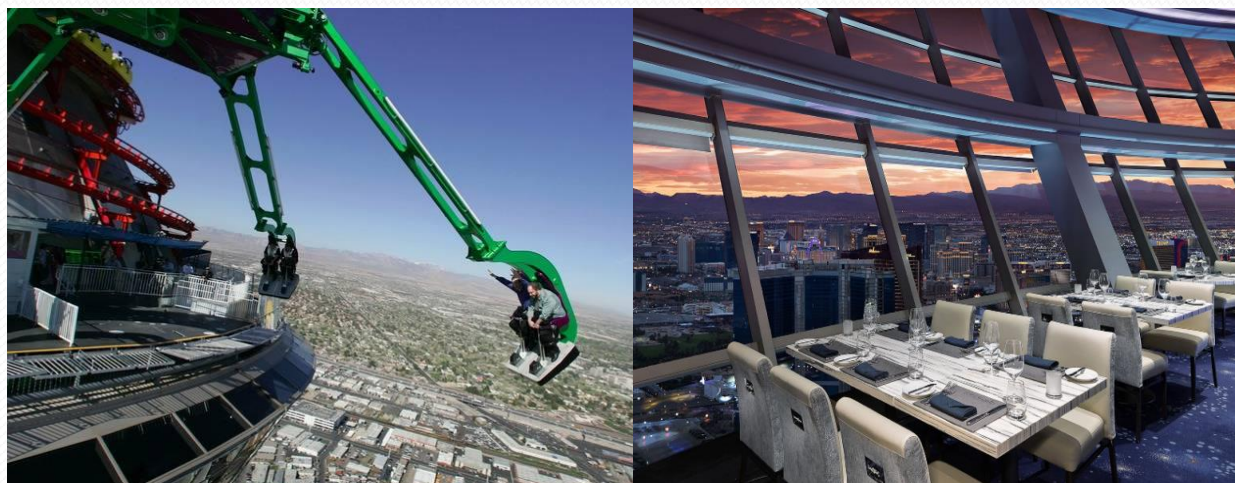
The STRAT Hotel, Casino and SkyPod

El recién rebautizado casino está situado en el extremo norte del Strip de Las Vegas, su torre de 350m y 113 plantas es uno de los iconos de la ciudad y uno de los edificios más altos de todo Estados Unidos. La construcción del hotel y la torre en los años noventa tuvo un coste superior a los 1.000M\$ y en la transacción de 2008 entre **Icahn** y **Goldman** de 1.100M\$ se valoraba el terreno de todo ACEP (casi todo del **Strat**) en 718M\$, con lo cual la compra por parte de **Golden** a 808M\$ netos debería ser a un precio muy ajustado.



El *SkyPod* es un activo único, con unas vistas únicas y una oferta de restauración y ocio única en el mundo. En su parte más elevada tiene un espacio dedicado a las 4 atracciones más altas del planeta, caída libre de 50 metros, montaña rusa, sillas giratorias colgantes y salto con cuerda al estilo “puenting” a unos 300 metros de altura.

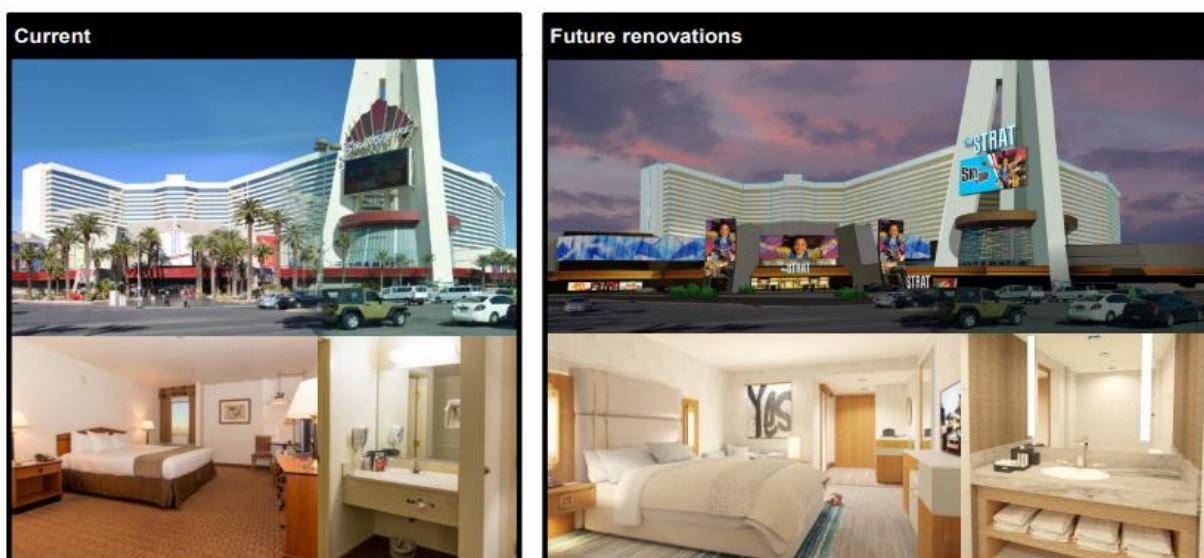
También dispone de dos miradores y los bares *Eat & Drinks* y *Sky Lounge*, además del tercer restaurante más alto del mundo, el lujoso *Top of the World*. Situado a 244 metros, es un restaurante giratorio que proporciona unas vistas de 360 grados de la ciudad de Las Vegas, ha sido galardonado con varios sellos de excelencia culinaria y ha sido reformado recientemente.



El edificio del hotel tiene 25 plantas que albergan 2.429 habitaciones, un casino de 7.400 metros cuadrados, zonas de restauración y cafetería, centro de fitness, spa, 2 piscinas (una de ellas en la azotea), teatro y una galería comercial que conecta con la torre.

Junto con la adquisición del **Strat**, se anunció una partida de gastos en reformas de 140M\$ hasta 2021. Entre lo más destacado se encuentra la renovación de 1.133 habitaciones, del *Top of the World*, *Eat & Drinks*, *Sky Lounge* y del casino, además de la creación de un nueva zona de coctelería y sports bar junto al casino, un lujoso espacio con una gran barra y proyectores de TV en el que también se podrán hacer apuestas deportivas de la mano de **William Hill**. En la parte exterior se están instalando modernos paneles y pantallas luminosas. Todo ello constituye un lavado de imagen importante que se espera que obtenga unos resultados positivos en cuanto a captación de clientes y gasto de los mismos, generando un EBITDA anual adicional de 24M\$.

Opportunity to improve Stratosphere average daily room rate ("ADR") of \$62 versus Las Vegas average ADR of \$129⁽¹⁾



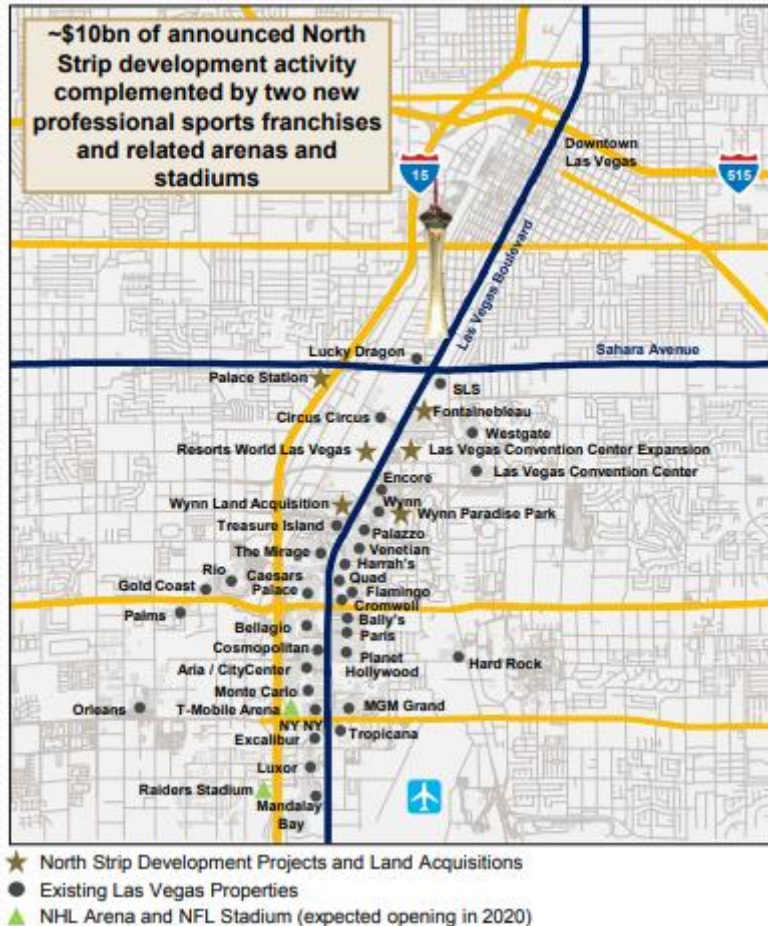
Illustrative increase of \$33 ADR (~50% of gap to Las Vegas average) creates ~\$24mm of incremental total annual EBITDA⁽²⁾

(1) Stratosphere ADR based on year ended Dec. 2017, Las Vegas average ADR year ended Dec. 2017 per Las Vegas Convention and Visitors Authority
(2) Assumes 90% EBITDA flowthrough on 2,429 rooms at 90% occupancy

Pese a estar a 15 minutos de los dos aeropuertos de la ciudad, su localización en el extremo norte del Strip es una rémora para la atracción de potenciales clientes. A pie se tardan unos 45 minutos desde el centro del Strip (**Caesars Palace**) y una hora desde la emblemática calle Fremont del centro de la ciudad. Obtiene un 3,5 en TripAdvisor y un 7,4 en Booking, con un 6,8 en ubicación. Aunque el monorraíl de Las Vegas tiene parada a unos 15 minutos a pie, muchas veces es necesaria una visita ex profeso o en coche, por lo cual, junto con una cierta antigüedad de las habitaciones y servicios comentados, el ingreso por habitación y noche (ADR) se encuentra a la mitad de la ciudad, 62\$ vs 129\$.

Esta situación es de esperar que vaya a cambiar, y no solo por las remodelaciones, para los próximos años hay anunciados planes de inversión de 10.000M\$ en el Strip. Con la disposición actual, el terreno natural de crecimiento se encuentra en las inmediaciones del **Strat**, donde van a abrir 3 nuevos hoteles y van a enlazar con el recinto ferial.

El recinto ferial y convenciones de Las Vegas (LVCC) es uno de los mayores del mundo, con 300.000 m² alberga 22.000 eventos y espectáculos anuales y recibe 6,5 millones de los 42 millones de visitantes de la ciudad. Han empezado las obras de ampliación de 130.000 m² (finalización 2021) y remodelación superficie actual, con un presupuesto de 1.400M\$, que espera generar un impacto económico anual de 810M\$ en la zona y 600.000 visitantes adicionales.

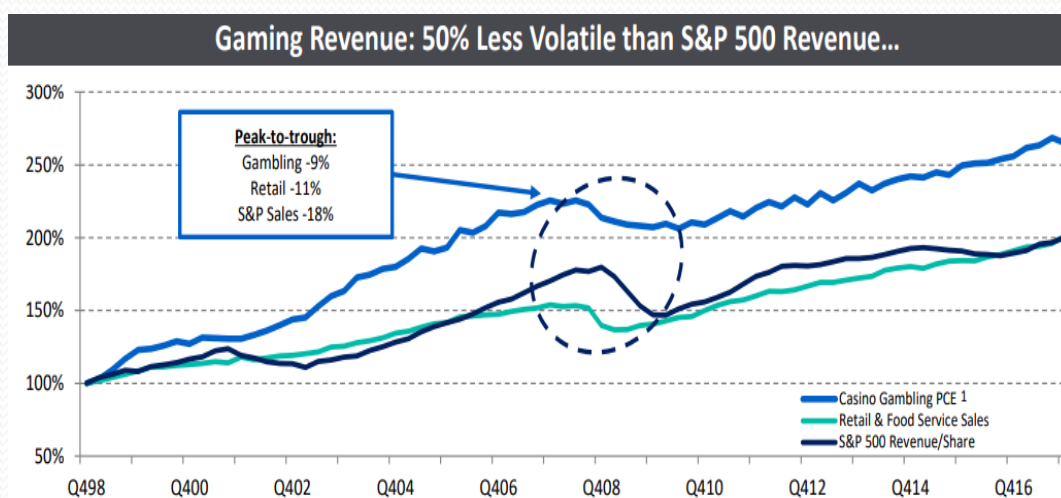


También se va a instalar una franquicia de la NHL y otra de la NFL de cara a 2020, con sendos estadios en la parte sur del Strip. El Strip tiene una ocupación del 90%, frente al 83% del centro de la ciudad y un 66% de media en Estados Unidos, la ciudad está en récord de visitantes y el mismo número de habitaciones que en 2009. Por lo cual, puede tener sentido dichas inversiones, las autoridades reman a favor del sector, no obstante el turismo emplea a 391.000 personas en el sur de Nevada.

	Las Vegas Strip	Las Vegas Locals
Market Characteristics	<p>\$18 billion of gaming and non-gaming revenue⁽¹⁾ <i>\$6.4bn of gaming revenues (#1 in U.S.)</i></p> <p>Lowest gaming tax rate in the U.S. (6.75%)</p> <p>Limited supply – growth focused on North Strip</p>	<p>\$2 billion of gaming revenue (#3 in U.S.)⁽¹⁾ <i>~\$1,300 gaming revenue per adult⁽²⁾</i></p> <p>Nevada law limits off-Strip development</p>
Key Trends	<ul style="list-style-type: none"> • Leading U.S. entertainment destination, McCarron air passenger traffic near peak levels • Group and leisure demand continues to grow • Convention attendance up 5% year-over-year • \$1.4bn Convention Center multi-phase expansion 	<ul style="list-style-type: none"> • >3mm population in 2017, 2nd fastest growing state in the U.S. • Unemployment rate of 5.1%⁽⁴⁾ • 83 consecutive months of year-over-year jobs growth⁽⁵⁾ • Average weekly wages now 6% above prior peak (2007)⁽⁶⁾
New Major Non-gaming Attractions	<ul style="list-style-type: none"> • \$1.9bn Las Vegas Stadium will host the NFL Raiders in 2020 • NHL Golden Knights sold out home attendance (4th in league)⁽³⁾ 	

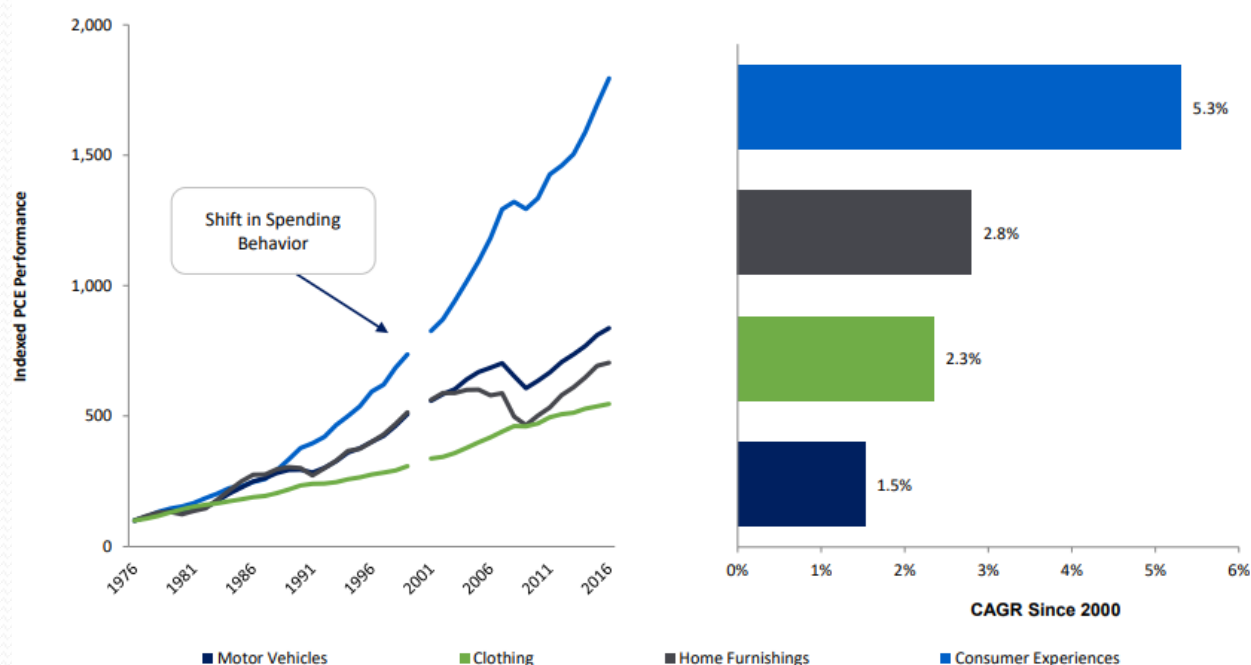
¿Es el juego un negocio cíclico?

Pudiera parecer un negocio muy cíclico ya que es un gasto no necesario aparentemente ahorrable. Las cifras muestran lo contrario, en la pasada gran crisis los ingresos de las empresas dedicadas al juego descendieron tan solo un 9%, frente al 18% medio del S&P500, exactamente la mitad. Señalar que la ocupación en Las Vegas cayó sólo un 10% entre el pico de 2007 y el valle de 2010 (90,4% vs 80,4%).



El gasto en experiencias personales y ocio ha gozado de muy buena salud en las últimas décadas y es de esperar que siga la tendencia.

Consumer Spending on “Experiences” Has Greatly Outpaced “Things” During the Past 15 Years



Bondades

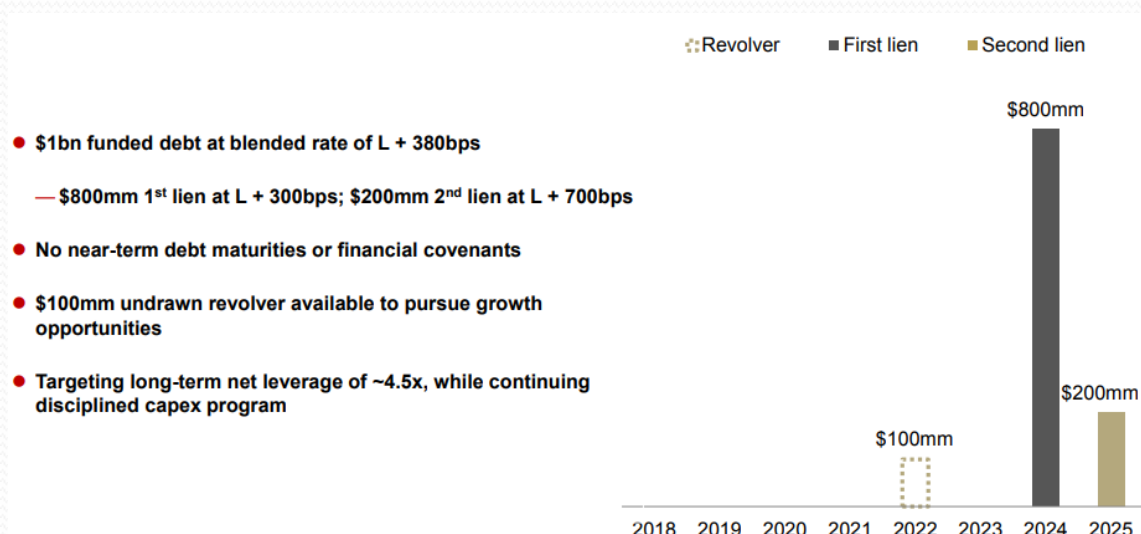
- Golden Entertainment es una empresa muy diversificada dentro del sector del juego. Vende en locales propios y de terceros, con actividades integradas, complementarias y un amplio abanico de clientes bajo un paraguas de 16 marcas de todo tipo de oferta.
- Tiene una gran red de distribución, con escalabilidad y más de 1.000 localizaciones, programa de recompensas propio útil en más de 130 locales y 700.000 usuarios activos.
- Goza de activos únicos e irreplicables como el Strat o el Rocky Gap.
- El consejo, con el fundador a la cabeza, tiene una amplia experiencia en el sector y *skin in the game*. Añadir los consejeros de éxito al grupo para no cambiar el funcionamiento previo a las operaciones de fusión suele ser una buena decisión.
- No sobrepagan por las adquisiciones. En los ejemplos más recientes han pagado 8,1 veces EV/EBITDA por ACEP y 8 por las dos propiedades de Laughlin, según la compañía después de sinergias se convierten en 6,8 y 6,5 veces respectivamente.
- Entorno de viento de cola en Las Vegas y experiencias personales, bien posicionados.

www.icebergam.com

Riesgos

- **Deuda e intereses:** Uno de los riesgos es el apalancamiento de la compañía, con un múltiplo Net Debt/EBITDA de 5,4 veces. Aunque pueda parecer muchísimo, para una sociedad con inmuebles como principal actividad no es demasiado elevado, han marcado un objetivo estructural de 4,5 veces. Los inmuebles en propiedad cubren el importe total de la deuda neta, actualmente de unos 1.045M\$.

Lo que sí es muy importante son los intereses pagados por dicha financiación.



Con un Libor 30 días al 2,5%, se está pagando un 5,5% por 792M\$ y un 9,5% por 200M\$, a lo cual se deben sumar los 145M\$ de *revolver facility* de la adquisición en Laughlin a una tasa del 3% + Libor 30 días, un total del 5,5%. Estos intereses variables pueden conllevar más de un sobresalto y son un hándicap enorme para la generación de caja. La empresa debería trabajar en reducir el nivel de deuda y/o renegociar los términos de la misma en un futuro.

- **Crecimiento sin control:** Cabe la posibilidad que no cesen en su ambición y pretendan apalancar aun más el negocio en futuras adquisiciones o proyectos faraónicos con deuda y gastos de capital excesivos. En el momento actual, dados los intereses, sería muy poco recomendable seguir la misma estrategia agresiva hasta al menos haber cosechado parte de lo tanto que se ha sembrado.

- **Transición a casino:** Pasar de ser una compañía principalmente de distribución de juego a gestión de casinos podría suponer un reto inasumible. Ligado al punto del crecimiento y la deuda, aunque la compañía tiene experiencia desde 2006 en esta faceta y muchos de los consejeros son expertos conocedores de la misma, la mala gestión a menudo termina con la quiebra de estos negocios, el más reciente ejemplo lo encontramos en Caesars Entertainment en 2015.

-**Persona clave:** Seguro que la figura del fundador, CEO, presidente y máximo accionista Blake Sartini tiene un peso específico, pese a ello, no parece indispensable para el día a día o alcanzar un determinado volumen de ventas/márgenes. El grupo está estructurado en diferentes áreas bien delegadas, además, Blake Sartini Jr, hijo del fundador, ya desempeña tareas de responsabilidad desde 2010 y debería estar preparado para un eventual relevo generacional.

- **Exposición a Nevada:** Más del 90% de la empresa depende de este Estado, sin embargo, precisamente Nevada y concretamente Las Vegas, gozan de un marco regulatorio y macroeconómico que dotan de mayor estabilidad al negocio del juego. Golden se ha posicionado agresivamente en Las Vegas para explotar sus bondades.

De igual modo, es posible que las nuevas inversiones en la ciudad creen una sobreoferta que perjudique a la industria en vez de beneficiarla. De 1997 a 2007 aumentaron en un 23% las plazas hoteleras, saturando el mercado con la llegada de la crisis. Desde entonces el número de habitaciones se ha mantenido constante, puede que una nueva desaceleración económica ponga a prueba la eficacia de las expansiones.

Valoración

Es un claro ejemplo de como puede llegar a diferir el beneficio contable respecto al flujo de caja libre (FCF) y pone de manifiesto la importancia de centrar los esfuerzos en discernir el importe del último. Este es el mayor motivo, junto con los grandes intereses financieros y el *sell off* de 2018, para explicar la teórica infravaloración de la compañía. En los resultados sobre 2018 presentados hace una semana, publicó un beneficio neto contable de -20M\$, cayendo sus acciones un 20%... Al día siguiente comunicó un FCF de +23M\$ y experimentó una subida superior al 20% en 3 días.

Dada la gran variedad de variables que pueden afectar al negocio (intereses, éxito de las reformas...), se han elaborado 3 escenarios de valoración.

En todos ellos se tiene en cuenta la apertura ya anunciada de 6 tabernas más en 2019 por un coste de 9M\$ y un coste adicional de 11M\$ de la aplicación del “Konami one-card program”, además de los 53M\$ en reformas del Strat. De ahí en adelante se consideran unas condiciones *ceteris paribus* en nueva inversión, con la culminación del importe pendiente del Strat a partes iguales en 2020 y 2021 (31,5M\$).

Golden cifra a su *maintenance CAPEX* en 24M\$ anuales, para curarnos en salud lo situaremos en 30M\$ (+25%). Se hará una estimación de la depreciación del inmovilizado añadiendo un valor de 150M\$ por las nuevas propiedades de Laughlin y 9M\$ de las nuevas tabernas.

De forma conservadora, no se han tenido en cuenta los posibles *deferred tax assets* generados en los ejercicios venideros.

Escenario muy conservador (worst case)

- Libor 30 días al 5% (pico de 2007-2008)
- Las sinergias de 18M\$ de ACEP están incorporadas en el EBITDA de 2018
- Suma EBITDA de 20M\$ de Edgewater y Colorado Belle
- No sinergias de 6M\$ previstas de Edgewater y Colorado Belle
- Las 6 tabernas nuevas no generan EBITDA
- En 2020 se produce una caída del 10% en el EBITDA que no se recupera
- Las mejoras del Strat de 140M\$ no generan ningún incremento en EBITDA

	2018	2019	2020	2021	2022
Adj. EBITDA	165	185	166,5	166,5	166,5
-Depreciation	94	105	95	85	77
EBIT	71	80	71,5	81,5	89,5
-Interest	64	98,96	98,96	98,96	98,96
EBT	7	-18,96	-27,46	-17,46	-9,46
-Tax 21%	9,63	0	0	0	0
Net Profit	-2,63	-18,96	-27,46	-17,46	-9,46

	2018	2019	2020	2021	2022
Adj. EBITDA	165	185	166,5	166,5	166,5
-CAPEX	68	103	61,5	61,5	30
EBIT	97	82	105	105	136,5
-Interest	64	98,96	98,96	98,96	98,96
EBT	33	-16,96	6,04	6,04	37,54
-Tax 21%	9,63	0	0	0	0
FCF	23,37	-16,96	6,04	6,04	37,54

A pesar del durísimo escenario descrito, usando un múltiplo de 13 veces para el FCF de 2022 y una caja actual de 71M\$, nuestro modelo de valoración arroja un valor objetivo de 15,7\$ por acción.

Destacar que ese es el precio de cotización y no se incurriría en pérdidas ni siquiera cumpliéndose las premisas planteadas.

Escenarios conservadores

- Libor 30 días al 5% (pico de 2007-2008)
- Las sinergias de 18M\$ de ACEP están incorporadas en el EBITDA de 2018
- Suma EBITDA de 20M\$ de Edgewater y Colorado Belle
- Suma sinergias de 6M\$ previstas de Edgewater y Colorado Belle
- Las 6 tabernas nuevas generan un EBITDA de 2M\$ entre 2019 y 2020
- En 2020 se produce una caída del 10% en el EBITDA que no se recupera
- Las mejoras del Strat de 140M\$ ofrecen 12M\$ EBITDA para 2022 (mitad de lo esperado)

	2018	2019	2020	2021	2022
Adj. EBITDA	165	192	173,8	179,8	185,8
-Depreciation	94	105	95	85	77
EBIT	71	87	78,8	94,8	108,8
-Interest	64	98,96	98,96	98,96	98,96
EBT	7	-11,96	-20,16	-4,16	9,84
-Tax 21%	9,63	0	0	0,00	2,07
Net Profit	-2,63	-11,96	-20,16	-4,16	7,77

	2018	2019	2020	2021	2022
Adj. EBITDA	165	192	173,8	179,80	185,80
-CAPEX	68	103	61,5	61,50	30,00
EBIT	97	89	112,3	118,30	155,80
-Interest	64	98,96	98,96	98,96	98,96
EBT	33	-9,96	13,34	19,34	56,84
-Tax 21%	9,63	0	0	0,00	2,07
FCF	23,37	-9,96	13,34	19,34	54,77

Aplicando un múltiplo de 13 veces y una caja de 71M\$, bajo las premisas expuestas se obtiene un valor objetivo de 25,09\$ por acción al final de 2022. Supone un potencial de revalorización del 58,9% y una TIR a 3,75 años del 13,14%.

Con la intención de ser prudentes, vamos a considerar este escenario como el base de la tesis de inversión, siendo conscientes de sus limitaciones en lo bueno y en lo malo. Un Libor del 5% es muy prudente en el contexto actual, es destacable que no se tiene en cuenta ninguna sinergia de ACEP post 2018 y que la gran remodelación del Strat solamente aporta la mitad del beneficio planteado por el management.

- Libor 30 días al 3% (ligeramente superior al actual)
- Las sinergias de 18M\$ de ACEP están incorporadas en el EBITDA de 2018
- Suma EBITDA de 20M\$ de Edgewater y Colorado Belle
- Suma sinergias de 6M\$ previstas de Edgewater y Colorado Belle
- Las 6 tabernas nuevas generan un EBITDA de 2M\$ entre 2019 y 2020
- En 2020 se produce una caída del 10% en el EBITDA que no se recupera
- Las mejoras del Strat de 140M\$ ofrecen 12M\$ EBITDA para 2022 (mitad de lo esperado)

	2018	2019	2020	2021	2022
Adj. EBITDA	165	192	173,8	179,8	185,8
-Depreciatio	94	105	95	85	77
EBIT	71	87	78,8	94,8	108,8
-Interest	64	76,22	76,22	76,22	76,22
EBT	7	10,78	2,58	18,58	32,58
-Tax 21%	9,63	2,26	0,54	3,90	6,84
Net Profit	-2,63	8,52	2,04	14,68	25,74

	2018	2019	2020	2021	2022
Adj. EBITDA	165	192	173,8	179,8	185,8
-CAPEX	68	103	61,5	61,5	30
EBIT	97	89	112,3	118,3	155,8
-Interest	64	76,22	76,22	76,22	76,22
EBT	33	12,78	36,08	42,08	79,58
-Tax 21%	9,63	2,26	0,54	3,90	6,84
FCF	23,37	10,52	35,54	38,18	72,74

Considerando el mismo múltiplo de 13 veces y la caja de 71M\$, solamente cambiando el tipo de interés del Libor 30 días al 3% obtenemos un valor objetivo 2022 de 34,28\$ por acción. Se traduce en un potencial del 117,1% y una TIR a 3,75 años del 22,96%.

Curiosamente este precio es muy cercano a los máximos históricos marcados tras el anuncio de la adquisición de ACEP a finales de 2017 y el mismo precio al que cotizaba la compañía hace tan solo 10 meses (julio 2018).

Cumplimiento expectativas del management

- Libor 30 días al 3% (ligeramente superior al actual)
- Se añaden los restantes 9M\$ de las sinergias de ACEP en 2019
- Suma EBITDA de 20M\$ de Edgewater y Colorado Belle
- Suma sinergias de 6M\$ previstas de Edgewater y Colorado Belle
- Las 6 tabernas nuevas generan un EBITDA de 3M\$ entre 2019 y 2020
- Las mejoras del Strat de 140M\$ ofrecen 24M\$ EBITDA para 2021

	2018	2019	2020	2021	2022
Adj. EBITDA	165	209,5	219	227	227
-Depreciatio	94	105	95	85	77
EBIT	71	104,5	124	142	150
-Interest	64	76,22	76,22	76,22	76,22
EBT	7	28,28	47,78	65,78	73,78
-Tax 21%	9,63	5,94	10,03	13,81	15,49
Net Profit	-2,63	22,34	37,75	51,97	58,29

	2018	2019	2020	2021	2022
Adj. EBITDA	165	209,5	219	227	227
-CAPEX	68	103	61,5	61,5	30
EBIT	97	106,5	157,5	165,5	197
-Interest	64	76,22	76,22	76,22	76,22
EBT	33	30,28	81,28	89,28	120,78
-Tax 21%	9,63	5,94	10,03	13,81	15,49
FCF	23,37	24,34	71,25	75,47	105,29

En un entorno más favorable pero no inalcanzable, usando el múltiplo de 13 veces y la caja de 71M\$, el valor objetivo 2022 es de 50,16\$ por acción. Lo que implica un enorme potencial del 217,67% y una TIR a 3,75 años del 36,1%.

Como siempre, habrá que estar atentos a las noticias, publicaciones trimestrales y a las actualizaciones de perspectivas para monitorizar el valor objetivo de la acción.

Nota: Este documento es informativo y no supone recomendación de compra o de venta

Muchas gracias. Espero que sea de vuestro interés,

Jordan del Rio Nova, Consejero Delegado
jordan.delrio@icebergam.com
Iceberg Asset Management SICAV (ES0147269007)