



Buscando

JUNIO | #1

VALOR



Darío González nos muestra cuáles son las ventajas competitivas y las perspectivas de crecimiento de **Ferrari** para los próximos meses.



Lucas López nos descubre **On The Beach PLC** con un modelo de negocio atractivo, márgenes interesantes y un excelente ratio de conversión de caja.



Conoce de la mano de **Álvaro Torres** las claves de la reaseguradora más rentable del mundo. ¿Qué podemos esperar de **Hannover re**?



Aprende cómo funciona el negocio de los proveedores de liquidez con la tesis de inversión de **Flow Traders** de **Álvaro Faraco**.

Rankia

Con la colaboración de:

valueschool
inversión consciente



La compañía que viene: On The Beach Plc.

Siguiendo y estudiando una de las compañías que llevaba en cartera, la británica Dart Group, holding de la aerolínea Jet2.com, descubrí que parte de sus ingresos tenía origen en un buscador online de hoteles, vuelos y trasfers, especializado en destinos vacacionales de playa, igual que Jet2.com.



Lucas López

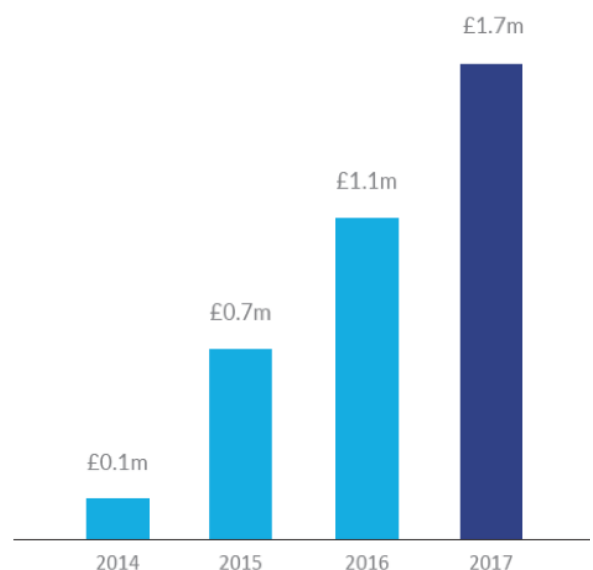
Su nombre es On The Beach Plc., una compañía con sede en Reino Unido y una capitalización bursátil en torno a 600 millones de libras esterlinas (en el momento de redactar esta tesis, el precio de cotización ascendía a 470 peniques). Y como una más, me puse a profundizar sobre ella. Dada la limitación de tiempo que me impone el trabajo, debo ser severamente selectivo con el análisis de compañías. Para ello, primeramente hago mi checklist particular para quitármela de encima si no me llama poderosamente la atención. Así, la compañía pasó mi examen de alergia a la deuda por tener en caja más del 10% sobre su market cap (probablemente porque cobra todo por anticipado). Además, estaba dentro de mi círculo de competencia (negocio fácil de entender y del que soy usuario habitual). Tras analizar una serie de factores y finalizar así el checklist, pasé directamente a estudiar sus múltiplos: cotizaba a 35 veces beneficios (31 si le quitamos la caja), y a un FCF/EV del 3%. Múltiplos ciertamente exigentes. El mercado parecía conocerla bien. Sin embargo, en una de mis pesquisas descubrí que Iván Martín la llevaba en su fondo de inversión de microcaps. Iván Martín es el gestor de Magallanes Value, uno de los referentes del value investing en nuestro país y cuya máxima es evitar sobrepagos por encima de todas las cosas. Aunque el peso específico de la compañía en el fondo era reducido, yo me había visto todas y cada una de las conferencias de Iván, y si él estaba dispuesto a pagar ese precio, significaba que tenía que haber algo detrás que realmente valiera la pena. Y así fue.

Entonces pasé directamente a las cuentas anuales, luego a las presentaciones, a las entrevistas al management, etc. No paraba de leer y leer sobre On The Beach, y cada vez me entusiasmba más lo que veía. Simon Cooper había fundado la compañía de la nada, en su propia casa. En el año 2004 llegó la primera reserva, y desde entonces el proyecto no había parado de crecer. Desarrollaron una plataforma sorprendentemente visual e intuitiva, habilitada para todos los dispositivos móviles (con el canal de smartphone creciendo al 50% anual), y con un sistema de adaptación de búsquedas desarrollado conjuntamente con Google. La estrategia se centraba en tres puntos clave: satisfacción del cliente, maximización de los márgenes (eliminando los mayores intermediarios posibles, implementando sis-

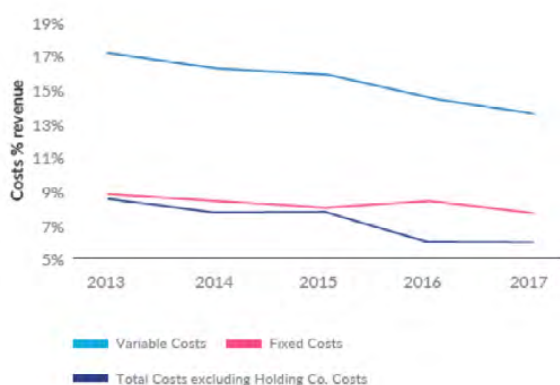
temas de pago flexibles e incorporando productos auxiliares), y ganar cuota de mercado manteniendo e incrementando el beneficio por visitante único. Actualmente ya son líderes en Reino Unido en distancias cortas y destinos de playa, con una cuota de mercado superior al 20 por ciento. Por ello, es una realidad que el modelo de negocio, disruptivo en el sector en el que opera, ha sido todo un éxito. La inversión fundamental ya está realizada, y no necesitan niveles de capex elevados para sostener su crecimiento a medio plazo. Además, han desarrollado una estructura de costes muy plana, especialmente los de personal. Esto tiene dos vertientes. Por un lado, se trata de un modelo de negocio fácilmente replicable a otros países y mercados. De hecho, ya han aterrizado en Suecia y Noruega (países en los que crecen al 60% anual, aunque aún continúan perdiendo dinero; todavía no han llegado al nivel de ingresos mínimos para poner a funcionar el efecto de dilución de costes), y se prevé que se exporte de manera inmediata a Dinamarca.

International Segment: Revenue

Share growth with an increase in revenue of 48%



El potencial de crecimiento es ilimitado, pudiendo extenderse a los cinco continentes sin incurrir en costes elevados. Por otra parte, es un negocio con un apalancamiento operativo brutal, que genera unas economías de escala como pocos negocios. Esto lo podemos ver de manera muy visual en el siguiente gráfico; el porcentaje de costes fijos y variables se diluyen cada vez más a medida que la cifra de negocios se incrementa:



En resumen, la compañía ha construido un modelo de negocio muy atractivo y que funciona, con un potencial de crecimiento ilimitado, unos márgenes muy interesantes y una ratio de conversión de caja excelente, y cuyos costes de personal y marketing, que son los más significativos de la cuenta de resultados, se irán diluyendo cada vez más a medida que la compañía continúe desarrollando

su plan de expansión internacional. Asimismo, no descartan seguir realizando adquisiciones estratégicas de cara a acelerar el proceso y crecer así de manera inorgánica. Lo único que no me ha gustado ha sido la distribución de dividendos. Recordemos que este tipo de decisiones se toman cuando la directiva cree que la reinversión en el propio negocio ofrece menores rentabilidades que las del mercado. Sin embargo, el historial de asignación de capital ha sido impecable hasta entonces. Además, el dividend yield es sólo del 0,6%.

Un aspecto a destacar es la política de remuneración del personal, ligada a objetivos a largo plazo. Me gustó especialmente la incidencia que hacen en alcanzar las metas del plan estratégico y en la creación de valor para el accionista. De hecho, en las publicaciones de la compañía se repiten hasta la saciedad las expresiones "largo plazo", "creación de valor para el accionista", "satisfacción del cliente", máximas que por otra parte que deberían estar presentes en cualquier compañía. Su obsesión por estos tres pilares acabó por convencerme. Implantaron un ecosistema en el que tanto directivos como empleados están obligados a adquirir acciones a mercado abierto durante los cinco primeros años hasta alcanzar una participación equivalente a un porcentaje sobre su salario base (en el caso del equipo gestor, debe ser 2,5 veces superior). Así, han logrado un alineamiento perfecto con el accionista. El salario base del CEO y fundador de la compañía, Simon Cooper, se eleva a la cuantía de 200 mil libras, irrisorio para una compañía de esta envergadura, y aglutina más del 7% del accionariado de la compañía (por aquí puede venir explicado el porqué del dividendo).

Director	Shareholding requirement (% of salary)	Current shareholding* (% of salary)	Beneficially Owned Shares	Unvested LTIP interests subject to performance conditions	Shareholding requirement met?
Simon Cooper	150%	4,018%	-	191,245	Yes
Paul Meehan ⁽¹⁾	150%	0%	-	186,567	No
Wendy Parry ⁽²⁾	N/A	4,815%	N/A	80,275	N/A

	Salary			Taxable benefits			Bonus		
	£'000		Percentage change	£'000		Percentage change	£'000		Percentage change
	2017	2016		2017	2016		2017	2016	
Chief Executive Officer	200	182	10%	1	1	-	-	56	(100%)
Total for all employees	3,679	3,472	6%	21	20	5%	397	141	182%
Number of employees	96	96	0%	-	-	-	96	96	0%
Average per employee	38	36	6%	-	-	-	4	1	182%

Era todo perfecto. Estaba tan emocionado con la compañía que apenas me importaban los números, pues estaba convencido de que el negocio valdría mucho más a cinco o seis años vista. Muchísimo más. Sin embargo, obviamente tenía que mirarlos, ya que en la vida todo tiene un precio. Y como no podía ser de otra manera, a primera vista parecía prohibitivo. ¿O no? Para responder a esta pregunta, comprendí que aplicar una estimación de crecimiento de ventas y márgenes, y arrastrar celdas en una hoja Excel era un sinsentido. Reparé al instante en que la clave residía en cuantificar lo que el mercado estaba esperando de ella. Y entonces y sólo entonces responder a la siguiente pregunta: ¿a quién le gusta más la compañía: a Mr. Market o a mí? Javier Ruiz, ex director de inversiones de la reconocida gestora Metagestión, durante la presentación a inversores del pasado 9 de diciembre de 2015, confesó utilizar este mismo sistema: "Para empresas con mucho crecimiento, el método que nos gusta utilizar es hacer la inversa, ver qué está descontando a día de hoy el mercado, qué crecimiento está descontando, y lo comparamos con lo que pensamos en términos normales."

Así que me puse manos a la obra. Elaboré una simulación a cinco años, en el que el free cash flow normalizado que se generaba al quinto ejercicio se igualaría al valor actual de la compañía, aplicando múltiplos conservadores y teniendo en cuenta la caja que se iba acumulando. En el cálculo, dejé de lado dividendos, posibles adquisiciones o recompra de acciones, escenarios que no harían sino aumentar la valoración. El resultado era una TIR anualizada del 5%, superior al promedio histórico de la inflación, algo razonable teniendo en cuenta el riesgo implícito. Por tanto, el mercado estaba descontando que en 2023 On The Beach haría un Free Cash Flow en el entorno de los 35-45 millones, lo cual supone un FCF/EV del 6-8%. Para ello, el mercado esperaba que se dieran las siguientes circunstancias: un crecimiento de los ingresos en torno al 8-10% anual, unos costes que simplemente crecían de la mano con la compañía, y una generación continua de caja que se acumulaba sin más en el fondo del armario.

En mi opinión, aquel era un crecimiento pesimista, que únicamente tenía en cuenta el core business consolidado de Reino Unido (por otra parte, el único que hasta hoy ha generado beneficios), dejando de

lado el resto de países que estaban por venir. También olvidaba que los costes no crecen al mismo ritmo que los ingresos, sino que debían diluirse cada año más que el anterior. Y por encima de todo, el mercado había olvidado que la caja podía acelerar todo este proceso adquiriendo marcas reconocidas de otros países, en las que implantar su innovador sistema de búsqueda. Simplemente, el mercado la estaba valorando como una compañía que crecía sin más.

Y en mi escenario central, que considero altamente conservador, planteé un crecimiento del 15% (menor al actual), en el que los costes se irían diluyendo de manera más racional, y en el que la caja, lejos de ser reinvertida, continuaría en el fondo del armario. Así, he estimado una generación de Free Cash Flow al quinto año de 80-90 millones. El FCF/EV se elevaría entonces al 17-19%, altísimo para una compañía de estas características, y con el cual obtendríamos una valoración de 11-13 libras. Y lo más positivo de todo: dado su alto apalancamiento operativo, si la compañía continuara la senda de crecimiento en ejercicios sucesivos, su valor crecería cada vez más.

Dicho esto, he decidido incorporar la compañía a mi cartera, aprovechando una caída puntual en su precio de cotización, tras la presentación de los resultados del primer trimestre del 2018. El beneficio aumentó "sólo" un 7% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, por debajo de expectativas, como consecuencia de la quiebra de la aerolínea Monarch Airlines, algo excepcional y que no afectará a largo plazo.

Con On The Beach compramos un negocio de gran calidad y alto crecimiento, gestionado por un management de primera categoría y a un precio razonable a largo plazo. En esta ocasión, el tiempo está de nuestro lado: saber esperar y tener más paciencia que el mercado, será más importante que nunca. Como suelo decir, el inversor particular debe salirse de lo ordinario para obtener rentabilidades extraordinarias. Que tengáis un buen día y mejores inversiones.

Lucas López Moroño, auditor de cuentas e inversor particular.

Twitter: @LucasLM89

Blog: www.rankia.com/blog/micro-value



Esta tesis de inversión no es una ninguna recomendación de compra ni de venta. Se recomienda al inversor hacer su propio análisis antes de abrir ningún tipo de posición en cualquier empresa mencionada.