

Tesis de Inversión

Adept Technology Group



@ Lucas López
Autor del blog en Rankia "Micro Value"

Hoy traigo una *microcap* de 85 millones de libras de Market Cap. Su nombre es Adept Technology Group (ADT), cotiza en Reino Unido y su *core business* es la prestación de servicios IT y telecomunicaciones. Ellos mismos se definen como una compañía con la capacidad de conectar cualquier dispositivo del interior de un edificio con el exterior.

Pero eso es ahora. En el año 2004, la compañía nacía como un operador tradicional de líneas y llamadas. Hasta el 2008, triplicaron el EBITDA en un pequeño negocio con un altísimo apalancamiento operativo. Aquella fue la Fase 1: "El inicio". Llegó el 2008 y el sector comenzó a consolidarse con rapidez, y pronto se vieron compitiendo contra gigantes a los que no podían hacer frente. El CEO supo que o cambiaban o acabarían siendo barridos por el mercado. Aquello fue la Fase 2: "El estancamiento". Y fue al inicio de la Fase 3, en el 2014, cuando por fin el CEO comenzó a dar un giro de 180 grados a la compañía, con adquisiciones estratégicas que la transformaron por completo, convirtiéndola en lo que es hoy. Es la fase que he llamado "Transición hacia la calidad".

	FASE 1			FASE 2						FASE 3				
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	999	1.864	2.490	3.280	3.517	3.612	3.624	3.651	3.732	4.043	4.591	6.153	7.827	9.771

Básicamente, la transformación se produjo mediante la adquisición de cuatro compañías, que sentaron las bases de varios equipos de profesionales, el *know-how* de nuevos segmentos de negocio, y una importante base de clientes de cara a los próximos años.

La línea de negocio originaria, operador tradicional de línea fija, llamadas y fibra, cae año tras año en torno al 10%. De hecho, ha pasado de ser la fuente principal de

ingresos en 2015 (73% de los ingresos) a convertirse en meramente residual a corto plazo. Esta evolución hacia una compañía integradora de comunicaciones, ha permitido disparar sus márgenes y transformar una compañía en decadencia en una excepcional, como explicaré más adelante. La primera adquisición, Centrix, realizada a un múltiplo de 1,2x ventas, le ha dado acceso a una gestión integral de comunicaciones y pasar a ser proveedor de soluciones IT de Avaya, así como operador de Medusa. El perfil de cliente medio era mediano (200-7.500 usuarios) y le ha dado acceso a clientes como hospitales y los principales centros de negocio de Londres. La segunda adquisición, Comms Group (1,14x ventas) era un gestor integral de comunicaciones, y proveedor de soluciones IT de Avaya. Su perfil de cliente medio era una compañía de menor dimensión (menos de 150 usuarios). La tercera, Our It Department (1x ventas), les dio acceso a servicios puramente *outsourcing* de IT, *software* y *cloud*, contando con Partners como Microsoft, Cisco, Apple y Dell. El perfil del cliente medio eran empresas tradicionales. Por último, integraron Atomwide (1,5x ventas), especializada en servicios IT, ciberseguridad, desarrollo de *software* y apps, y con una mayor exposición al sector público. Junto a Cisco, han desarrollado el mayor cortafuegos de Europa (en campus universitarios de Reino Unido). Retuvieron todo el talento de la compañía, incluido un equipo experto en desarrollo de apps, con más de 2M de usuarios que pagaron por ellas, y se llevaron gratis 2 *data centre on-premise*. Adicionalmente, captaron toda su base de clientes (más de 3.000 colegios y 12 universidades). Con las adquisiciones siempre se buscaban servicios *in house* de nichos de mercado, gestionados en remoto para obtener una mayor escalabilidad. No buscan ventas, sino "alquileres" (recurrencia), y compañías integrables a los mismos márgenes del grupo lo más rápido posible. Estudian muy bien cada adquisición. De hecho, sólo 1 de cada 12 operaciones acaba fraguándose. En total, han realiza-

do 24 compras a lo largo de 15 años. Muy rigurosos en el precio, máxime 4x-6x EBITDA y con pagos parciales por objetivos. Con ello, se minimiza el riesgo de equivocarse en las adquisiciones.

Compañía adquirida	Fecha compra	Precio compra (M)	Ventas (M)	Ratio ventas
BLUECHERRY TELECOM	Mar 14	2,05	1,20	1,71
CENTRIX	May 15	10,50	8,75	1,20
COMMS GROUP	May 16	3,50	3,30	1,14
OUR IT DEPARTMENT LIMITED	Feb 17	3,75	3,75	1,00
ATOMWIDE	Ago 17	12,00	7,50	1,50
SHIFT-7	Ago 18	8,00	5,00	1,60
ETS HOLDINGS	Oct 18	4,25	3,16	1,34
RATIO VENTAS PROMEDIO →				1,4
RATIO VENTAS ADEPT →				1,8

Con todo esto, han conseguido situarse del otro lado del negocio. Escapar de un sector B2C en declive y “oligopolizado”, hacia un B2B atomizado, con más de 900 compañías. Sus rivales han pasado a ser ahora sus proveedores, y se benefician de la competitividad del sector en el que antes operaban. Todavía tienen por delante un mundo de posibilidades para seguir creciendo, a costa de adquirir pequeñas compañías integrables en su ecosistema. Su preferencia por este tipo de compañías se basa en menores precios y nichos de mercado más protegidos de la competencia.

En cuanto al perfil del cliente, actualmente gestionan el 70% de los hospitales privados de Londres, más de 3.000 escuelas, 12 campos universitarios, 100 ayuntamientos, más de 200 centros de negocios en Londres, y más de 20.000 clientes de pequeño tamaño. Estos son solo algunos de los ejemplos:



Entre los *partners*, cuentan con prácticamente todos los *players* del mercado para cada segmento, con aras a ofrecer la mejor relación calidad-precio a sus clientes, en función de su demanda y de su área geográfica.

Aunque pueda parecerlo, la compañía no ofrece un servicio *commodity*. De alguna manera, su modelo *in house* hace cautivos a sus clientes. Los *switching costs* son altos, ya que el cambio de proveedor supone un coste de tiempo demasiado elevado como para compensar un bajo retorno. De hecho, la fiabilidad pesa más que el precio. Si tu proveedor de telecomunicaciones no falla, es muy raro que cambie. Además, este tipo de negocios requieren un alto nivel de customización que se traduce en una inversión inicial muy importante. En los hospitales, la compañía gestiona la monitorización de pacientes, conexión entre médicos y ambulancias, etc. ¿Alguien se arriesgaría a cambiar una parte tan sensible del negocio a cambio de una leve reducción del precio? Obviamente no, siempre y cuando el sistema sea eficaz.

En cuanto al sector (IT + Cloud + Fixed Voice), no para de crecer año tras año. Son mercados que mueven al año en torno a 29B en Reino Unido, y se estima que crecerán hasta los 34B en el 2020. Además, el gobierno de UK anunció de cara al 2022 el objetivo de que al menos un tercio del gasto público esté gestionado por pymes británicas. En resumen, tenemos un negocio cuyos ingresos son recurrentes al 80%, con un servicio integrado en el proceso productivo del propio cliente, y cuyas incidencias son gestionadas de manera remota, lo cual permite generar importantes economías de escala. Por la naturaleza del negocio, mantiene un alto retorno sobre el capital invertido (ROIC en torno al 25%). Es una compañía ligera en capital, sin apenas activos en propiedad. De hecho, el propio CFO me confirmó que el *capex* se mantendrá muy por debajo del 1% sobre las ventas. Estas características la convierten en un consolidador de mercado, en un *compounder* de manual.

El CEO que ha transformado una empresa en decadencia levantando una de incuestionable calidad, es Ian Fishwick, fundador y con más del 16% del accionariado, con más de 25 años en el sector y que lidera el departamento clave de M&A de la compañía. En cuanto a la retribución del equipo gestor, todos cobran salarios adecuados al tamaño de la compañía. El CEO ha sido retribuido con tan sólo el 3% del EBITDA de la compañía, incluyendo los diferentes bonus distribuidos por cumplimiento de objetivos.

	Short-term employee benefits			Post-employment benefits		Total 2017
	Salary and fees paid or receivable £	Bonus and commission paid or receivable £	Other benefits £	Pension contributions £	Total 2018 £	
R Wilson	61,242	—	11,035	391	72,668	58,231
D Lukic	38,380	—	9,675	331	48,386	34,129
C Kingsman	12,743	—	—	33	12,776	—
I Fishwick	248,333	57,500	44,131	13,306	363,270	367,330
A Woodruffe	—	—	—	—	—	64,520
R Burbage	128,400	68,471	2,358	391	199,620	153,212
J Swaitte	166,667	30,388	11,274	391	208,720	189,954
Total	655,765	156,359	78,473	14,843	905,440	867,376

Recientemente se han producido compras significativas por parte de *insiders*. Destaca la adquisición de diez mil acciones por parte del CEO. Sin embargo, puede llamar más la atención la compra de más de un millón de acciones por parte de un tal Christopher Kingsman. ¿Pero quién es Christopher Kingsman? Es un ex Cambridge y ex Fidelity que en la actualidad gestiona una Family Office. Como curiosidad, en su biografía de LinkedIn se define “fan de la filosofía de inversión de Charlie Munger, centrado en invertir en compañías con una cultura excepcional que aportan verdadero valor a sus accionistas”. <https://www.linkedin.com/in/cdkingsman/>

En cuanto a la gestión del capital, a largo plazo han generado valor para sus accionistas a través de la compra de acciones cuando la compañía ha venido cotizando muy por debajo de su valor intrínseco.

¿A cuánto podría cotizar un *compounder* ligero en activos, con excelentes márgenes y retornos sobre el capital, bien gestionado, con *skin in the game*, con unos ingresos recurrentes y protegidos de la competencia? ¿A cuánto debería cotizar un negocio de estas características? Vayamos a la valoración. En esta ocasión, he planteado 3 escenarios. En el optimista, la compañía crece al ritmo que ya lo hace ahora, con un margen EBITDA y una ratio conversión FCF-EBITDA menores incluso que los actuales. Las pautas seguidas en las tres valoraciones han sido escenarios a 5 años vista, manteniendo una deuda 1,0x – 1,5x EBITDA. Del FCF generado, el 30% lo distribuye a sus accionistas y el 70% lo reinvierte en seguir haciendo adquisiciones a su múltiplo promedio (1,4x ventas).

	Pesimista	Conservador	Optimista
Crecimiento ventas orgánico	2.0%	2.5%	2.8%
Margen EBITDA	19.0%	20.0%	21.0%
Margen FCF – EBITDA	75.0%	80.0%	81.0%
Múltiplo EV/FCF	15x	16x	18x
Pautas seguidas			
➤ Escenarios a 5 años vista	Adquisiciones a múltiplo promedio (1,4x Ventas)		
➤ Deuda 2x – 2,5x EBITDA	FCF → 30% dividendo y 70% reinvertido		

Así, en el escenario pesimista, la compañía estaría haciendo 12M de *Free Cash Flow*, que a un múltiplo de 15x, obtendríamos una valoración de 5,5 libras. Actualmente cotiza a 3,35 libras, por lo que el potencial sería superior al 60%.

Ratios considerados		Valoración 2023	
Crecimiento ventas orgánico	2.0%	Ventas 2023	90 M
Margen EBITDA	19.0%	EBITDA 2023	17 M
Margen FCF – EBITDA	75.0%	FCF 2023 before growth Capex	12 M
Múltiplo EV/FCF	15x	Valoración	550 p. / acción
Precio actual (335 p.)		Potencial + 60 %	
Valor estimado (550 p. / acción)			

En el escenario moderado, la compañía estaría haciendo 16M de *Free Cash Flow*, que a un múltiplo de 16x, obtendríamos una valoración de 8 libras. Actualmente cotiza a 3,35 libras, por lo que el potencial sería superior al 135%.

Ratios considerados		Valoración 2023	
Crecimiento ventas orgánico	2.5%	Ventas 2023	105 M
Margen EBITDA	20.0%	EBITDA 2023	21 M
Margen FCF – EBITDA	80.0%	FCF 2023 before growth Capex	16 M
Múltiplo EV/FCF	16x	Valoración	800 p. / acción
Precio actual (335 p.)		Potencial + 135 %	
Valor estimado (800 p. / acción)			

En el optimista, con los números que ya hace en la actualidad, la compañía haría 21M de *Free Cash Flow* a 5 años, que a un múltiplo de 18x obtendríamos una valoración superior a las 12 libras. Actualmente cotiza a 3,35 libras, por lo que el potencial sería superior al 270%.

Ratios considerados		Valoración 2023	
Crecimiento ventas orgánico	2.8%	Ventas 2023	123 M
Margen EBITDA	21.0%	EBITDA 2023	26 M
Margen FCF – EBITDA	85.0%	FCF 2023 before growth Capex	21 M
Múltiplo EV/FCF	18x	Valoración	1.250 p. / acción
Precio actual (335p.)		Potencial 270%	
Valor estimado (1.250 p. / acción)			

En cuanto a los comparables, el trabajo ha consistido básicamente en tomar todas las compañías de Reino Unido que operan en los mismos segmentos, y analizar los múltiplos a los que cotizan en la actualidad.

Company IT Sector	Market Cap	Deuda Neta	EV	Ventas	EV / Ventas	EBITDA	EV / EBITDA	Growth 3y	% Margen
Grc International Group	63	-2	61	16	3,9	1	80,2	84%	5%
Loopup Group	177	9	186	24	7,8	5	34,5	39%	23%
Kainos Group	534	-39	495	134	3,7	17	28,5	20%	13%
Ideagen	321	-1	320	36	8,9	9	35,1	50%	25%
Elecosoft	60	-3	57	20	2,8	4	13,6	30%	21%
Gresham Technologies	63	-7	56	22	2,6	4	15,9	23%	16%
Oxford Metrics	106	-12	93	63	1,5	10	9,8	8%	15%
Sopheon	125	-15	110	32	3,4	8	13,4	19%	26%
Tracsis	180	-22	158	80	2,0	9	16,8	23%	12%
Netcall	47	1	47	22	2,2	5	8,7	9%	25%
IMImobile	145	9	154	134	1,1	15	10,0	43%	11%
Castleton Technology	72	5	76	26	3,0	6	12,7	95%	23%
RM	205	23	229	190	1,2	16	14,3	-3%	8%
Redcentric	103	23	126	95	1,3	1	179,3	2%	1%
Tribal Group	142	-9	132	84	1,6	10	13,0	-10%	12%

He seleccionado las compañías con crecimiento y márgenes similares. El múltiplo promedio de EV/Ventas es de 3,9x, y el EV/EBITDA de 20,2x. Adept, con un crecimiento y margen superiores a la media, cotiza a un EV/Ventas de 2,4x y a un EV/EBITDA de 11,3x.

Company IT Sector	Market Cap	Deuda Neta	EV	Ventas	EV / Ventas	EBITDA	EV / EBITDA	Growth 3y	% Margen
Loopup Group	177	9	186	24	7,8	5	34,5	39%	23%
Elecosoft	125	-15	110	32	3,4	8	13,4	19%	26%
Ideagen	63	-7	56	22	2,6	4	15,9	23%	16%
Sopheon	180	-22	158	80	2,0	9	16,8	23%	12%
PROMEDIO	136				3,9		20,2	26%	19%
ADEPT TECHNOLOGY	79	31	111	46	2,4	10	11,3	37%	21%

Con esto queda patente que la compañía cotiza a un precio irracional. ¿Cuál es el motivo? Podríamos decir que ópticamente está cara (PER 25x), que tiene algo de deuda (1,5x EBITDA), que cotiza en el AIM, que sólo la cubren 2 analistas locales, que es una *microcap*, el Brexit... Pero la conclusión a la que he llegado es que el mercado todavía mantiene la percepción que la compañía sigue siendo un operador tradicional de llamadas, cuando los ingresos derivados de este segmento apenas representan ya una parte residual del negocio.

Como catalizadores, a medida que la compañía continúe su transición hacia una compañía de servicios IT (Fase 3), se producirá un *re-rating* progresivo. Además, cuando siga ganando tamaño por nuevas adquisiciones, se producirán nuevas sinergias que seguirán elevando los márgenes del grupo.

En cuanto a los riesgos, podríamos hablar del Brexit, pero la realidad es que todo esto ha originado que el gobierno británico se instale en una política de proteccionismo de sus pymes locales, que beneficiará a las compañías británicas a medio plazo. Riesgo tecnológico. Más de una vez se lo han preguntado al CEO. Ian Fishwick, que lleva

25 años en el sector, siempre responde: "No existe riesgo de disrupción tecnológica, ya que nosotros operamos en el negocio B2B en el que no hay tanta moda como en el del pequeño cliente". Riesgo de personal. Muchas de las adquisiciones las realizan a través del pago de acciones, para que el nuevo equipo se sienta parte de la compañía y se impliquen en el proyecto. Sin duda, más preocupante es el riesgo de fuga de talento como ya está sucediendo en Francia, y que el Brexit podría acelerar. Es un factor a vigilar de cerca, pero de momento no afecta a la compañía. Riesgo de adquisiciones. Al hacer sólo 2 adquisiciones al año, si una de ellas saliese mal, supondría un duro golpe para la compañía. Sin embargo, al incluir como parte de la contraprestación pagos por objetivos, con esta estrategia minimizan el riesgo de cometer algún error.

En resumen, tenemos un *compounder* que cotiza con un descuento muy interesante, con un equipo gestor excepcional, y con un potencial por delante y un viento de cola como pocos para continuar haciendo adquisiciones. Como curiosidad, hasta noviembre de 2018, la compañía se denominaba Adept Telecom. Este cambio de nombre ha sido una de las medidas adoptadas para convencer al mercado de que ya ha dejado de ser un operador tradicional de llamadas.

Como siempre, os animo a hacer un análisis de la compañía por vosotros mismos y dejar aquí vuestras impresiones. Como suelo decir, el inversor particular debe salirse de lo ordinario para obtener rentabilidades extraordinarias. Espero que tengáis un buen día y mejores inversiones.