

SOLVENTIS EOS European Equity¹

Informe Febrero 2019

Este mes, Solventis EOS ha tenido una rentabilidad del 2,3% y el índice Eurostoxx 50 un 4,4% (un 4,6% si incluimos dividendos).

Desde su creación, en julio 2006, obtiene una rentabilidad superior en un 96,7% a la del índice o en un 56,2% si incluimos dividendos. A su vez, resaltaríamos positivamente su menor nivel de volatilidad, siendo históricamente y de forma constante, alrededor de un 30% inferior.



El valor en profundidad de este mes es:
LNA Santé

Año	Solventis EOS	Eurostoxx 50 TR [con divid.]	Dif.	Eurostoxx 50	Dif.
2019	11,2%	10,2%	1,1%	9,9%	1,3%
2018	-10,6%	-12,0%	1,4%	-14,3%	3,7%
2017	14,4%	9,2%	5,3%	6,5%	7,9%
2016	11,8%	3,7%	8,1%	0,7%	11,1%
2015	3,2%	6,4%	-3,2%	3,8%	-0,7%
2014	7,6%	4,0%	3,6%	1,2%	6,4%
2013	21,3%	21,5%	-0,3%	17,9%	3,3%
2012	10,8%	18,1%	-7,3%	13,8%	-3,0%
2011	-17,9%	-14,1%	-3,8%	-17,1%	-0,9%
2010	9,0%	-2,8%	11,8%	-5,8%	14,8%
2009	20,4%	25,7%	-5,3%	21,1%	-0,8%
2008	-25,8%	-42,4%	16,6%	-44,4%	18,6%
2007	0,2%	9,6%	-9,4%	6,8%	-6,6%
2006(jul)	23,1%	13,4%	9,7%	12,8%	10,3%
Rentabilidad acumulada	87,0%	30,8%	56,2%	-9,7%	96,7%
Rentabilidad anual (TAE)	5,1%	2,1%	2,9%	-0,8%	5,9%
Volatilidad (12 meses)	11,6%	13,8%	-2,2%	14,1%	-2,5%

¹ Disponible en formato SICAVy Fondo de Inversión

Antes de entrar en detalle en la explicación de la evolución del fondo, nos complace informar que la estrategia Solventis Eos, en su formato Fondo de Pensiones, fue premiada por Morningstar el pasado 7 de marzo. Este galardón reconoce la consistencia y rentabilidad de una filosofía que desarrollamos desde hace más de 12 años.

Comportamiento y movimientos de la cartera:

Si les preguntaran qué animal, entre el mosquito Anopheles y el gran tiburón blanco, es más peligroso para el ser humano, seguramente el último sería el más nombrado por todos. Según la Organización Mundial de la Salud (OMS) el insecto, con 725.000 muertes anuales a sus espaldas, es el claro vencedor, en cambio es el escualo, con tan solo 10 muertes anuales causadas, el que peor prensa tiene. No se preocupen si no acertaron.

Los ataques de tiburón a bañistas, aparte de sobrecogedores, son siempre noticia, pero el dengue, la fiebre amarilla o la malaria rara vez ocupan los telediarios. No es sorprendente que muchas personas tengan miedo a alejarse de la playa durante el baño veraniego, pero casi nadie teme contraer alguna de esas enfermedades cuando disfruta de sus vacaciones en un país tropical.

Es un hecho que las noticias más impactantes venden mejor y éstas suelen ser en su gran mayoría negativas, lo que hace que nos preguntemos ¿Es posible que la naturaleza y recurrencia de las noticias distorsione la visión que tenemos del mundo? Puede ser, ya que si un periódico apareciera una vez cada 50 años seguramente no informaría de medio siglo de crisis económicas, ni de escándalos políticos, sino sobre cambios globales trascendentales como el aumento récord de la esperanza de vida, la alfabetización, la erradicación de enfermedades o la disminución de la pobreza. Es cierto que puede haber dificultades a corto plazo, pero antes de dejarnos llevar por el pesimismo refugiémonos en los datos, analicémoslos y saquemos nuestras propias conclusiones.

Si dicho pesimismo desemboca en una huida masiva de un determinado sector o compañía, nosotros sentimos la necesidad de asomarnos, analizar el por qué escaparon y valorar si realmente todo está perdido.

De uno de estos análisis surgió nuestra última incorporación: Intertrust. Se trata de una compañía holandesa que ofrece servicios administrativos a empresas, vehículos de inversión y estructuras financieras, entre otros. Gran parte de dichos servicios están relacionados con aspectos burocráticos como la contabilidad, impuestos y otros temas regulatorios. Esto provoca que más del 65% de los ingresos de Intertrust estén vinculados a actividades de cumplimiento normativo y otros servicios de mantenimiento, que aportan mucha visibilidad a sus cuentas. Todo ello se traduce en un flujo de caja anualizado cercano al 10%, lo que supone una rentabilidad muy atractiva para un negocio tan recurrente. Por estos y otros motivos, hemos invertido un 1% de Solventis Eos en esta compañía.

Por contra, a veces la gente huye de un lugar con razón, y ese fue el caso de Fingerprint Cards. Nosotros llegamos a esta compañía hace dos años y lo hicimos atraídos por su posición de liderazgo en el mercado de huellas dactilares para smartphones, su solidez financiera y su deprimida valoración. Pues bien, las huellas dactilares pasaron de ser un producto premium a estándar, ya que cada vez más empresas podían suministrarlas y a precios muy competitivos. El balance financiero fue, trimestre a trimestre, perdiendo su vigor debido a la caja consumida por la compañía. Finalmente, la aparente infravaloración resultó ser una "trampa de valor". Las lecciones extraídas de esta fallida tesis de inversión van mucho más allá de la clásica disrupción tecnológica. Creemos que nuestro verdadero error fue no formularnos la pregunta: ¿Qué está viendo el mercado, que no estamos viendo nosotros?

Valor en Cartera: LNA Santé

Precio: 47,45€ (28 febrero 2019) *Precio adq.:* 47,6€
 Capitalización: 461 mill. €
 Deuda Neta ajustada: 57 mill. €
 PER ajustado: 12,7x

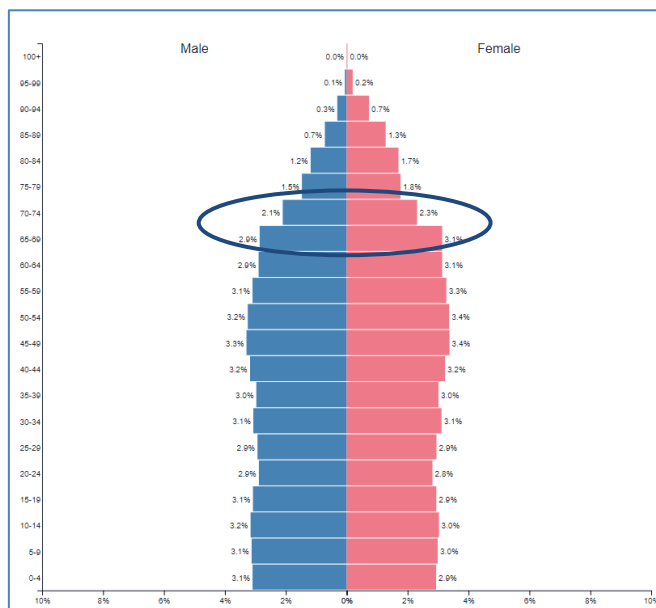
El escritor Paulo Coelho en su obra El Alquimista relataba: "Una búsqueda comienza siempre con la suerte del principiante y termina con la prueba del conquistador". Pues bien, siguiendo este proceso descubrimos LNA Santé, una pequeña compañía familiar francesa que opera principalmente residencias de ancianos y centros de rehabilitación en Francia y Bélgica.

Llegamos a este sector casi por casualidad, gracias a una reunión organizada por uno de nuestros brokers con el líder europeo llamado Orpéa. Durante la reunión nos dimos cuenta de las bondades de la tendencia del envejecimiento, así como de un modelo de negocio, el de Orpéa, asentado en la importancia de la localización de cada una de sus instalaciones y ser propietario de las mismas. Después de éstas y otras consideraciones, llegamos a la conclusión de que era una empresa buena, bonita, pero cara. Algo similar ocurrió tras reunirnos con la segunda más grande del sector: Korian. Esta última daba menos importancia a la localización y a la propiedad de las residencias, pero sus crecimientos y rentabilidades eran igualmente buenos. Tras realizar su valoración, vimos que al igual que Orpéa, estaba cara.

Justo en ese momento da comienzo lo que Coelho denominaba la prueba del conquistador. En esta coyuntura tan solo hay dos caminos: la huida o la perseverancia. Nosotros escogimos la segunda, esto no garantiza éxito inmediato encontrando valor, pero sirve para aprender e incorporar un nuevo sector a tu radar inversor. Finalmente, nosotros hallamos una pequeña joya llamada LNA Santé (o Le Noble Age). Esta compañía, a diferencia de Orpéa y Korian, no solo era buena y bonita, sino que también estaba barata.

Antes de desmenuzar LNA Santé, permítannos profundizar en el análisis de la tendencia del envejecimiento, y más concretamente en Francia, donde nuestra compañía logra más del 90% de sus ingresos.


Por un lado, estudiaremos la demanda o en este caso el número de personas que durante las próximas décadas serán susceptibles de acudir a una residencia para mayores. Para ello es necesario que nos fijemos en la pirámide poblacional francesa que mostramos a continuación:



Fuente: PopulationPyramid website

En la actualidad, nos encontramos ante una población que cada vez se hace más mayor y es más dependiente. A esto se le une el hecho de que la generación del baby-boom, es decir, aquellos nacidos después de la Segunda Guerra Mundial, comenzarán a necesitar cuidados adicionales y por ende, algunos de ellos ingresarán en una residencia de ancianos. Con todo ello, se espera que de aquí al año 2050 el número de personas francesas mayores de 80 años se doble, garantizando la demanda de este tipo de instalaciones.

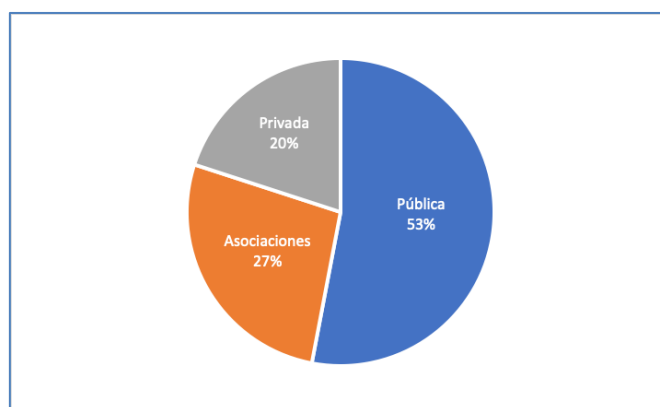
Por otro lado, analizaremos la oferta, esto es, si hay suficientes camas para todos los ancianos que van a llegar a estas residencias durante los próximos años.

	80+ between 2016 and 2050 ¹	Number of existing beds	Bed ratio (in % of 80+ population)	Estimated beds to be created
 FRANCE	+97% 8.1m in 2050	590,000	14%	25,000 by 2025 + 116,000 to rebuild

Fuente: Orpéa

Tal y como demuestra la imagen superior, la respuesta es un no rotundo. Para dar acogida a toda esta demanda, será necesario construir 25.000 camas nuevas hasta 2025 y reformar otras 116.000, ya que más de un tercio del parque francés de residencias tiene más de 45 años, lo que hace que no estén adaptadas a las necesidades actuales. Por ese motivo, la pregunta que nos formulamos es ¿quién va a acometer semejante inversión?

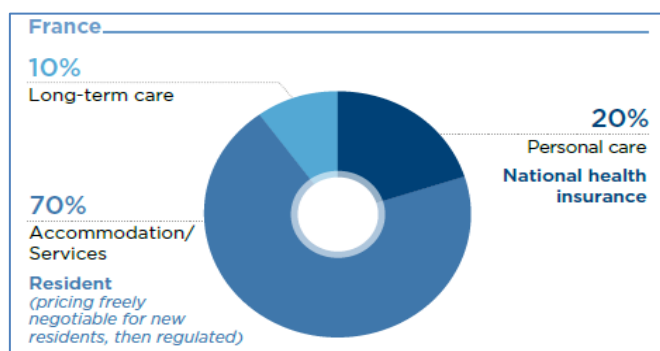
Pues bien, si atendemos al reparto actual de la propiedad de residencias de ancianos en Francia, la contestación parece sencilla ¿no?



Fuente: Bryan, Garnier & Co y Elaboración propia

En principio debería ser el sector público el que construyera más de la mitad de las camas que se necesitan. Sin embargo, todos somos conscientes de las restricciones presupuestarias que afrontan países como Francia debido a su elevada deuda y déficit, lo que complica que el Estado vaya a abordar dichas inversiones. Entonces, si el Estado no puede ¿será el sector privado quién se ponga manos a la obra?

Para responder a esta cuestión, primero debemos ver quién soporta el coste de estar una noche en una de estas instalaciones privadas.



Fuente: Orpéa

El gráfico superior nos muestra que, a pesar de ser una residencia privada, al menos un 20% de la tarifa diaria es subsidiada por la seguridad social francesa, causando que indirectamente el Estado asuma parte de la factura total. Por ello, las autoridades tampoco desean dar nuevas autorizaciones para la apertura de residencias privadas, ya que de un modo u otro siempre les toca pagar la cuenta.

Ante tal situación la reacción de Orpéa y Korian ha sido expandirse internacionalmente, en busca de nuevas oportunidades más allá de sus fronteras. Mientras que LNA Santé ha preferido centrarse en lo que ya conoce: Francia, diversificando su cartera de servicios y haciéndolos accesibles a más gente.

Prueba de ello es el lanzamiento de la nueva gama “confort” o “low-cost”. La tarifa diaria en una de estas residencias es 65€/noche, siendo sustancialmente inferior a lo que se abona en una de las normales (155€/noche). De esta manera, LNA Santé quiere llegar a todos los bolsillos e incentivar a las autoridades a conceder nuevas autorizaciones. Esto es así debido a que estas instalaciones permiten al Estado satisfacer la demanda de nuevas camas a un coste razonable, ya que en vez de pagar un 20% de 155€/noche, tan solo desembolsarían un 20% de 65€/noche. La cuestión que subyace es ¿cómo puede ser rentable este modelo? Gracias a diversos factores como el tamaño, residencias con más de 125 camas (vs media del sector: 80 camas) y la localización, no encontrándose en las zonas más céntricas de las ciudades. Con todo ello se logra que, a pesar de que el precio por cama sea bajo, los costes también lo sean, por lo que el margen es similar al de una residencia común.

Además, LNA Santé prosigue su estrategia de no solo centrarse en residencias de ancianos, sino también en centros de rehabilitación, geriátricos, psiquiátricos y atención médica a domicilio. La compañía ya tiene experiencia en todos estos segmentos y quiere ganar especial peso en el último de ellos, dado que el gobierno está fomentando esa vía de atención para limitar el gasto hospitalario que el Estado soporta año tras año.

Sin embargo, no todas las residencias ni todos los geriátricos se encuentran en las mejores condiciones, ya que como anteriormente mencionábamos algunas de estas instalaciones están particularmente obsoletas, por lo que es necesario reformarlas y adaptarlas. Este proceso de remodelación favorece una mejora en los márgenes obtenidos por la compañía, dado que una vez reformadas consiguen mejores márgenes que las viejas.

Tanto estas reformas como la edificación de nuevas instalaciones las lleva a cabo la propia constructora de la compañía, que tan solo trabaja para ellos, lo que aporta más flexibilidad a la hora de acometer estas remodelaciones. Por el contrario, la estrategia de LNA Santé es no ser el propietario de las instalaciones que opera. Éstas son vendidas a inversores institucionales a través de su socio Fidexi, con quien tiene una relación de más de 25 años, y luego éstos le hacen un lease-back o subarrendamiento a la compañía. Todo ello permite que LNA Santé no soporte el riesgo inmobiliario y por tanto tenga un balance financiero mucho más sólido y liberado para acometer nuevas inversiones.

Una vez hemos estudiado las claves del sector y las peculiaridades de nuestra compañía, llega el momento de valorar si realmente está barata. Para ello, efectuaremos dos valoraciones, la primera de ella en función de algunos de los objetivos establecidos por LNA Santé para 2022 y la segunda de acuerdo a los múltiplos a los que recientemente se han transaccionado activos como éstos.

Capitalización LNA Santé (MME)	461	47,45€
Objetivo 2022		
Número de camas	10.850	
Estándar	8.913	
Otras establecimientos	1.937	
Precio diario por cama		
Estándar	177	
Otras establecimientos	172	
Ventas anuales totales (millones)	686	
EBITDA	77	
Estándar	13%	
Otras establecimientos	3%	
EBIT	62	
-Intereses e impuestos	-	26
Beneficio Neto		36
x18 PE	648	
Valor de la compañía	648	66,7 €
Margen de seguridad	41%	

Valoración Alternativa	
EV 2022	547
EBITDA 2022	77
EV/EBITDA 2022	7,1
EV/EBITDA MKT	12
Margen de seguridad	69%

Fuente: Elaboración propia

Tras completar exitosamente el plan estratégico 2013-2017, la directiva lanzó unos nuevos objetivos para el año 2022. Nosotros tomamos como referencia el número de camas estándar (gamas elegance y confort, centros de rehabilitación, geriátricos...) y la cifra de otros establecimientos (o pendientes de reformar). El crecimiento del primer tipo vendrá principalmente por la reforma de instalaciones antiguas y un mayor peso de la gama confort, mientras que el segundo tipo serán aquellas que todavía queden pendientes de renovar a partir de 2022. Todo este crecimiento es fácilmente conseguible dado que la mitad es orgánico (remodelación de instalaciones ya existentes) y la otra mitad inorgánico (adquisiciones y consecución de nuevas autorizaciones en la gama confort).

El precio medio tanto de las instalaciones ya remodeladas como las pendientes de reformar está a día de hoy en torno a 155€/noche. A esta tarifa le aplicamos un crecimiento del 2% anual en base a la historia reciente, la regulación, nuestras conversaciones con la compañía y la competencia. La gran diferencia no se encuentra en el precio sino en los márgenes. Para entenderlo más fácilmente, imaginemos dos taxistas, uno con el coche nuevo y otro con el coche viejo. Ambos cobran la misma tarifa por su servicio, pero el segundo tiene unos costes (mantenimiento, reparaciones...) mucho mayores al primero, lo que hace que su margen por carrera sea sustancialmente inferior.

Tras deducir la depreciación, intereses e impuestos llegamos a un beneficio neto normalizado de 36 millones de €. Esta cifra casualmente es similar al objetivo de flujo de caja libre que establece LNA Santé en un 5% de sus ingresos ($5\% \cdot 686 = 34,3\text{M€}$), ratificando que nuestras asunciones se sitúan en línea con lo que propia compañía ha estimado. Este beneficio normalizado de 36M€ lo multiplicamos por un PER de 18 veces, inferior a las 20-25 veces que el mercado paga por sus comparables, obteniendo así un valor de 648 millones de €, lo que se traduce en un potencial del 41%.

En la valoración alternativa, hemos acudido directamente a examinar los múltiplos que han desembolsado fondos de capital riesgo por este tipo de instalaciones, el resultado es unas 12 veces EBITDA. Pues bien, nosotros hemos ido hasta el año 2022 y estimado cual será el EBITDA y Enterprise Value de LNA Santé. El primero de ellos ya lo hemos tasado en la valoración anterior, mientras que en el segundo hemos asumido la actual capitalización bursátil y deuda y hemos añadido la deuda adicional que será necesaria para alcanzar los objetivos de camas marcados en el plan. Con todo ello obtenemos que el EV/EBITDA de LNA Santé en 2022 será 7,1 veces, cuando el mercado está pagando 12 veces, esto nos daría un margen de seguridad de casi el 70%.

Sea cual sea el método que utilicemos, podemos afirmar que LNA Santé es un pequeño tesoro que probablemente haya pasado inadvertido por su tamaño, iliquidez y estar fuera de los focos. Este es un caldo de cultivo magnífico para encontrar buenas empresas con un gran descuento.

Valoración de la cartera:

Mantenemos una distribución amplia de valores que consideramos atractivos en base a su margen de seguridad. La cartera la componen empresas que presentan claras ventajas competitivas, sostenibles en el tiempo, con bajos niveles de deuda, generadoras de caja y con un equipo de gestores que tienen presente también al accionista.

SOLVENTIS EOS:		Principales posiciones	
P-book	1,19x	SBM Offshore NV	5,54%
PER (2019)	11,7x	Greenalia, S.A.	4,91%
PER (2020)	9,2x	Renault SA	4,83%
EV/EBITDA (2019)	5,6x	Bollore SA	4,38%
P/Cash Flow (2018)	7,05x	Atalaya Mining PLC	3,78%
Net Debt /Ebitda	2,2x	Grifols SA Serie B	3,53%
Debt / Assets	32%	Akka Technologies	3,24%
ROE	10,8%	Dixons Carphone PLC	3,14%
ROCE	34,8%	BW LPG Ltd	2,94%
Div. Yield	1,99%	Danone SA	2,71%

Fuente: Bloomberg

Aprovechamos, como siempre, para agradecerles su confianza, que es nuestra mejor inversión.

Atentamente,

Equipo de Gestión

Nota: este informe no es una recomendación de compra o de venta. De forma directa o indirecta los gestores tienen posición en los activos aquí mencionados. Los comentarios aquí escritos son a título personal de los gestores.