

SMS: Qué entendemos por calidad.

SMS, nuestra mayor posición con un 6% del fondo, ha anunciado hoy una operación de venta de una parte de sus contadores eléctricos, a una valoración de 16,4x ventas. Creemos que la naturaleza estable y predecible de sus contratos justifica esta valoración y por eso pensamos que es extrapolable al resto de su cartera de contadores. Aplicando esta valoración a sus contadores actuales, SMS vale un 87% más que a cierre de ayer. Si esperáramos 3 años a que complete el despliegue de contadores, con los múltiplos pagados hoy, SMS valdría un 141% más. Hoy sube un 23% con el mercado cayendo un 10-12%.

Un inversor privado ha pagado 16,4x ingresos recurrentes por una parte del negocio de SMS.

Hace unas semanas enviamos una nota con la que pretendíamos transmitir nuestra tranquilidad con la cartera de Equam, una cartera que hemos ido construyendo a lo largo de los años aplicando criterios de minimización de riesgos. Insistíamos en la idea de que nuestra cartera, compuesta por valores poco endeudados y con buena visibilidad de los cash flows futuros, era un buen sitio para mantener la inversión, especialmente en tiempos de incertidumbre como el actual. Las cotizaciones fluctuarán, pero nuestras empresas seguirán generando caja.

Contratos a 15 años referenciados a la inflación.

Hoy hemos recibido una buena noticia que confirma nuestra visión sobre la calidad de nuestras inversiones y la conveniencia de nuestra cartera para inversores a largo plazo.

SMS plc, nuestra primera posición de la cartera, en la que tenemos algo más de un 6% del fondo, ha anunciado hoy la venta de una parte minoritaria de su negocio a Equitix, un fondo de inversión, a un múltiplo de 16,4x ingresos recurrentes, equivalente a 17,7x ebitda. Después del anuncio de la operación, la cotización sube un 18% con el mercado cayendo un 8%.

Como hemos comentado en el pasado, SMS plc está desplegando un parque de contadores de electricidad y gas en el Reino Unido. Estos contadores son alquilados a las empresas comercializadoras de electricidad por unos 15 años y con un alquiler creciente, referenciado a la inflación. El retorno anual que obtiene SMS en este alquiler es del 11% (más inflación) respecto a su coste de inversión. En consecuencia, SMS tiene una fuente de ingresos estable, predecible, referenciada a la inflación. Si el cliente decide dejar de usar el contador, debe pagar una indemnización a SMS, que recupera su inversión. Esto es lo que entendemos por calidad y visibilidad de ingresos.

Sin embargo, el mercado no ve las cosas como nosotros y no está reconociendo el valor intrínseco de este negocio. Como SMS está instalando 2 millones de contadores nuevos en el Reino Unido, está incurriendo en gastos que consumen parte de los beneficios generados por el alquiler de contadores. Estos gastos son inversiones de futuro, pero creemos que el mercado los ve como gastos corrientes y entiende que el negocio tiene una baja rentabilidad.

Transacción privada que muestra el valor del negocio.

La operación anunciada entre SMS y Equitix asciende a 291 m£. Esta operación, realizada con un inversor que ha podido analizar en detalle el negocio de SMS, demuestra que nuestra forma de entender esta empresa es compartida por otros inversores cuando tienen la oportunidad de analizar el negocio en profundidad.

Para poner en contexto la relevancia de la operación, resaltamos lo siguiente.

- SMS tenía unos ingresos anuales de 90 m£ antes de la operación. En la operación ha vendido contadores que representan unos ingresos anuales de algo menos de

18 m£¹, con lo que retiene unos ingresos anuales 72 m£.

Si aplicamos la valoración de esta operación al resto de contadores de SMS, su valor es un 87% superior a la actual cotización.

Si esperamos a que se complete el despliegue, el potencial de subida es del 141%.

- El precio de la operación representa un múltiplo de 16,5x ingresos recurrentes.
- A cierre de ayer, SMS tenía una capitalización de 520m£ y una deuda neta de 220m£. Después de la operación va a quedar en una posición neta de tesorería de 62 m£. Esta sólida posición financiera asegura que el despliegue de los 2 millones de contadores nuevos que ya tiene contratados con otras comercializadoras de electricidad se hará con un endeudamiento limitado.
- Si aplicáramos la valoración que ha pagado Equitix en la operación a los contadores que SMS mantiene hoy en su cartera después de esta venta y haciendo algunos ajustes a la baja por la necesidad de cambiar algunos contadores antiguos, SMS tendría un valor de unos 1.050 m£. Un 87% más que su valor actual.
- Si aplicamos esta misma valoración a los contadores que tendrá dentro de tres años, una vez terminado el despliegue contratado con las comercializadoras, y teniendo en cuenta el endeudamiento necesario para ello, SMS tendría un valor de unos 1.350 m, con un potencial de revalorización del 141%.

En definitiva, pensamos que es una buena operación que refuerza la compañía y reconoce el valor que está creando esta sociedad.

Conclusiones.

Creemos que la cartera de Equam está compuesta de valores

1. ¹ Los contadores vendidos representan ingresos anuales de 18,4 m£, pero SMS retendrá 0,8 m£ en concepto de comisión de gestión. La vida media restante de los contratos vendidos era de 4,7 años.

Nota marzo 2020

sólidos que, tanto por su solidez financiera como por la naturaleza de sus negocios, resistirán cómodamente las tensiones que puedan derivarse de la situación actual.

Insistimos en la idea de que estos momentos son buenos para construir posiciones con la vista puesta en el largo plazo. Nuestra cartera ofrece un buen potencial de revalorización, acotando a la vez los riesgos operativos.

Nota marzo 2020

Apéndice 1. Valoración de SMS²

Valoración actual al múltiplo de la operación con Equitix.

Marzo 2020

En m£ salvo valores por acción, en £.

Capitalización actual	563,2		
Múltiplo de ingresos de la operación	16,5x		
		Ingresos	Múltiplo
			Valor
Ingresos recurrentes post transacción	54,2	16,5x	896,8
Ingresos de contadores antiguos a reponer	19,0	5,0x	<u>94,8</u>
Valor del negocio			991,6
Efectivo			<u>62,0</u>
Valor de los recursos propios			1.053,6
Valor por acción			9,4
Potencial de revalorización			87%

Valoración a tres años

Marzo 2023

		Ingresos	Múltiplo		Valor
Ingresos recurrentes post transacción	54,2				
Ingresos por nuevos contadores	40,0				
Valor del negocio	94,2	16,5x			1.558,2
Deuda neta					<u>-200,0</u>
Valor de los recursos propios					1.358,2
Valor por acción					12,1
Potencial de revalorización					141%

² Datos proporcionados por la compañía, salvo la estimación de endeudamiento en 2023 y la valoración de los contadores antiguos a reponer, ambos estimadas por Equam. Además de los 62 m£ en efectivo, la compañía dispone de una línea de crédito RCF de 300 m£ a Libor + 1,85% y 'covenants' de 5,75x ebitda con la que puede completar el despliegue sin problemas.