

Precio Actual: 31\$

23/05/2024

Valor Objetivo 2027: 71,8\$

Potencial: 132%



Las acciones de **Open Text** están atravesando una época de pesimismo en los mercados. En esta publicación voy a intentar describir las características principales del negocio y su situación actual que, a mi parecer, ofrecen una oportunidad de inversión única y hacen de esta compañía la primera posición del fondo **Inver Value Global Fund**.

Descripción

OTEX cotiza en la bolsa de Nueva York con un tamaño de 8.500M\$. Fundada en 1991, es el proveedor de servicios de software más grande de Canadá, especializada en el **procesamiento de información y gestión de documentos digitales**.

Lo primero que llama la atención es que **98 de las 100 mayores empresas del mundo son clientes suyos**, además de varias administraciones públicas, estimando la cifra total en unos 120.000 clientes finales. En las siguientes imágenes podemos ver algunos ejemplos de las soluciones que ofrece a nombres tan conocidos como **Merck, Man, Virgin, Philips, Bmw o FedEx**:

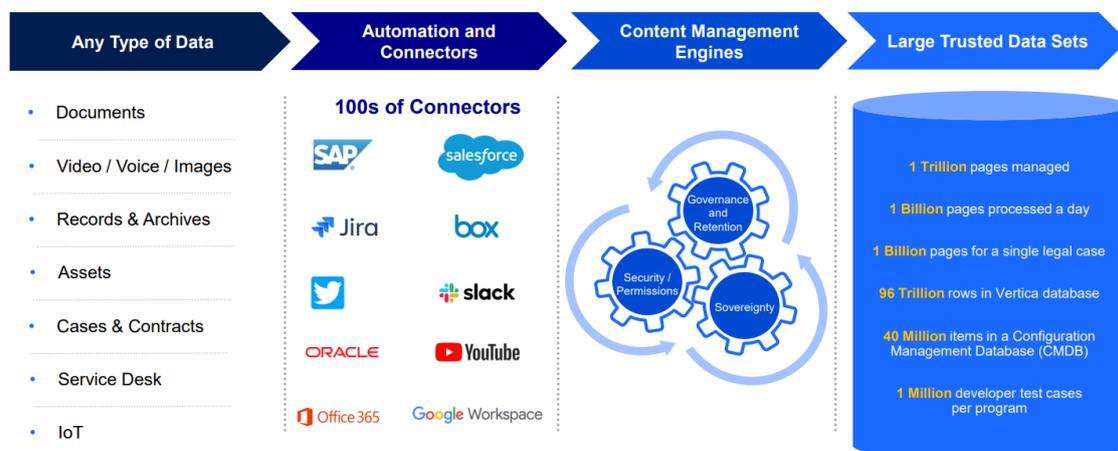
Analytics & AI	Application Automation	Application Automation	Content Management	Content Management	IT Operations Management
Insurance provider and subsidiary of South Korean conglomerate, Lotte Group	German multinational science and technology company	Advanced technology-led defense, aerospace and security solutions provider	German multinational producer of power plants, engines and machinery	Top 10 UK producing oil and gas company	UK-based managed service provider
Products					
Vertica Analytics	Application Lifecycle Management	Dimensions CM	Extended ECM for SAP	Extended ECM for Engineering	SMAX, Ops Bridge and NOM
Solution					
Enable advanced analytics to enhance performance, drive cost efficiency and empower data-driven decision making	Accelerates migration of SAP environment to Cloud through robust testing of ERP functions	Software change and configuration management for control and governance across design and development	Centralized solution for compliant document and records management	Single source of truth for project documentation integrated with key business applications, supporting operational efficiency	Streamlines operations and enhances mean time to repair while addressing sustainability concerns

						
Analytics & AI	Analytics & AI	Content Management	Cybersecurity	Cybersecurity	IT Operations Management	
Mobile virtual network operator in UAE, Saudi Arabia, Oman and Kuwait	Improves people's lives through meaningful innovation	German manufacturer of advanced optical systems and optoelectronics	Leading manufacturer of premium cars	Denmark's leading consumer goods retailer	Major American cargo airline delivering freight across six continents	
Products						
Vertica Analytics	Vertica Analytics Platform	Extended ECM for SAP, M365 and Salesforce Cloud Subscription on Google Cloud	Voltage Fusion	NetIQ Identity Governance and Administration	Operations Bridge	
Solution						
Data warehouse solution used to design and deploy numerous analytics use cases across multiple companies	Enables scheduled, predictable and non-intrusive service for medical imaging systems, minimizing costly downtime	Integrates business applications to streamline processes, drive efficiency, and meet regulatory requirements	Enables effective ROT Management and data governance for compliance	Modern IGA solution, minimizes manual work by using an automatic role-based access solution	Provides single view of operations data to monitor and automatically respond to potential issues	

La principal fortaleza de **Open Text** es la automatización de procesos digitales integrados en programas tan extendidos como los de **SAP, Salesforce u Oracle**, con multitud de aplicaciones diferentes dependiendo de las necesidades del usuario.

We Do What No Other Software Company Can

Information Automation and Content Management

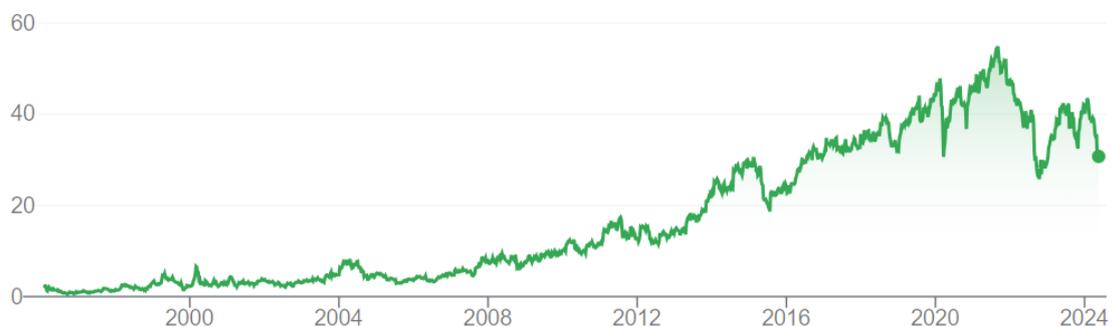


Lo siguiente que llama la atención, es que ostentan una **tasa de renovación del 92% para servicios de cloud y 95% fuera del cloud**, con unos **ingresos recurrentes de casi el 80% sobre el total de la facturación**. Estas cifras hablan de cuán crítico es para sus clientes. En este sentido, la gran mayoría de los ingresos proviene del cobro periódico de licencias, lo cual explica la alta recurrencia y predictibilidad de los ingresos.



En cuanto a los márgenes, **el margen EBITDA histórico ha sido superior al 30% y el margen neto del FCF respecto a ingresos del 25%**. De nuevo, tenemos unos datos que confirman la calidad del negocio, a lo que hay que sumar unas bajas necesidades de capital, como suele ser habitual en empresas con pocos activos tangibles. Concretamente, **el CAPEX de mantenimiento es normalmente una décima parte del flujo de caja libre**.

Dados los fundamentales, no sorprende el buen desempeño histórico de las acciones de la compañía, multiplicando por casi 24 veces su precio desde el año 2000 a los máximos de septiembre de 2021.



Sin embargo, desde dichos máximos la compañía ha descendido un 45% por una serie de razones que veremos a continuación.

Situación Actual

A parte del crecimiento orgánico del propio negocio, **la propuesta de valor de Open Text a lo largo de los años, se ha caracterizado por hacer innumerables adquisiciones de compañías más pequeñas que al integrarlas en su estructura, ganan en eficiencia y rentabilidad**. Para ejecutar este proceso con mayor celeridad, se ha recurrido a un alto

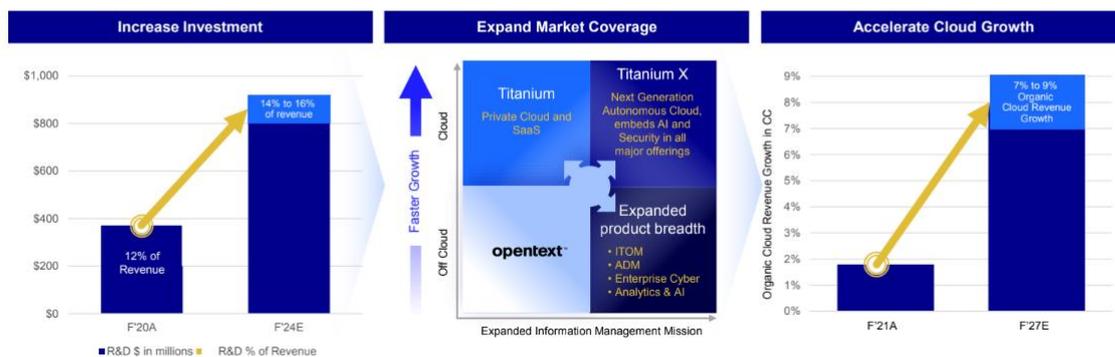
endeudamiento de forma habitual para realizar las inversiones. Conforme van avanzando las integraciones y generando caja, se devuelve la deuda, momento en el cual el ciclo vuelve a empezar.

Al ser un negocio de gran calidad, siempre le han permitido un nivel más alto de deuda que la media de compañías, algo que le ha propiciado un crecimiento muy elevado vía adquisiciones. Desde 2009 a 2022 se vivió una época de tipos de interés en mínimos históricos, con la subida desde el 0,25% en marzo de 2022 al 5,5% actual, este tipo de crecimiento inorgánico se ve afectado por el incremento en pago de intereses. A consecuencia, **el mercado ha penalizado al negocio con unas menores previsiones de generación de valor y una rebaja del múltiplo**. La combinación de las dos variables ha conllevado la mayor parte de la fuerte caída en bolsa de los últimos años.

Y es que, pese al encarecimiento de la deuda, **Open Text** ha estado inmersa en su proceso de compra más grande realizado nunca, comprando **Micro Focus** por 5.800M\$ a finales de 2022 frente a los 10.000M\$ que valía la propia **OTEX**. La compra pretende dar una mayor exposición al segmento del *cloud* (incluye inteligencia artificial), de mayor crecimiento orgánico, que tras la adquisición representa un 30% de los ingresos totales.

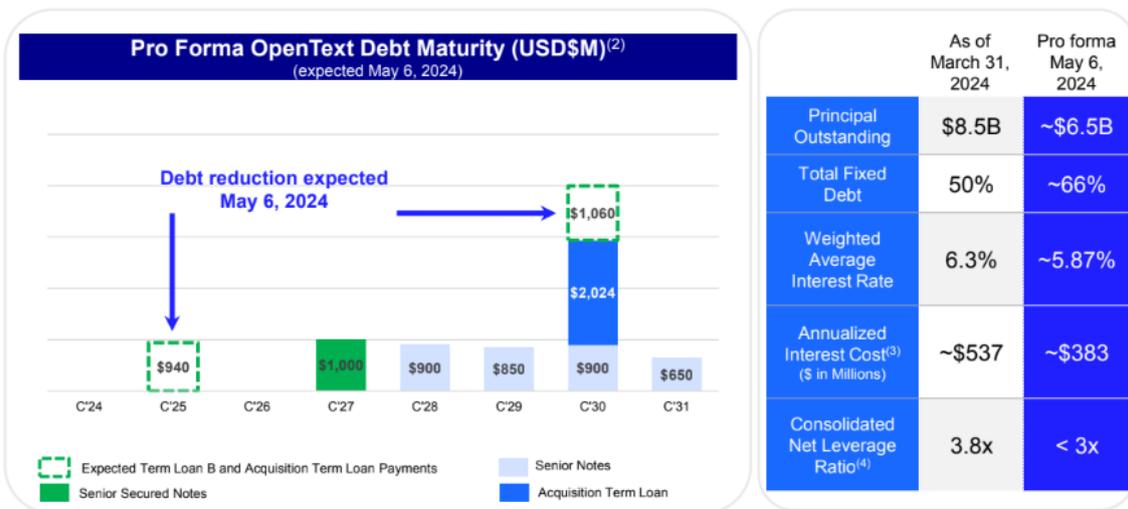
Accelerate Cloud Growth

Competitive Differentiation in Information Management



El precio pagado fue de 2,2 veces ventas, una valoración muy baja para el sector y la ratio más baja pagada nunca según el CEO **Mark Barrenechea**. Teniendo esto en cuenta, parece que han preferido aprovechar la oportunidad a costa de lo que pudiera sufrir la cotización, llevando la deuda neta hasta los 7.650M\$ y una ratio de 5,2x EBITDA al cierre del ejercicio fiscal de junio de 2023, con un tipo de interés medio del 6,3%.

En febrero de 2024 han compensado vendiendo su división *off-cloud* **AMC** (*License and costumer support*) por 2.000M\$ netos, unas 4 veces ventas y 8 veces EBITDA. Después de esta operación, han podido sanear el balance al destinar la totalidad a repagar deuda. Con una deuda neta de unos 5.500M\$, se estima que la **ratio deuda neta/EBITDA** esté en torno a 3 veces en 2024 y 2025, bajando el tipo medio al 5,9% y ahorrándose 150M\$ anuales en intereses.



Al haber realizado operaciones corporativas importantes, cuesta tener una imagen fiel de los fundamentales de la compañía, sobre todo en términos anuales... otro de los motivos por los que puede estar sufriendo en bolsa. **Las cifras actuales de endeudamiento y rentabilidad que es capaz de producir el negocio podrán verse reflejadas en la contabilidad a partir de julio**, cuando se presente el 4Q2024.

Para terminar de complicarlo, el equipo gestor, que apenas tiene participación en el capital, ha disparado la emisión de acciones como complemento salarial. Tras la compra de **Micro Focus** han pasado de 70M\$ anuales a unos 150M\$. Por supuesto, es entendible que el aumento suscite dudas sobre la adquisición pero supone una dilución anual del 1,8% de la capitalización y el retorno al accionista va a ser con creces mucho mayor. Por ejemplo, han anunciado un programa de recompra de acciones anual de 250M\$ y de entre 200M\$ y 250M\$ en dividendos.

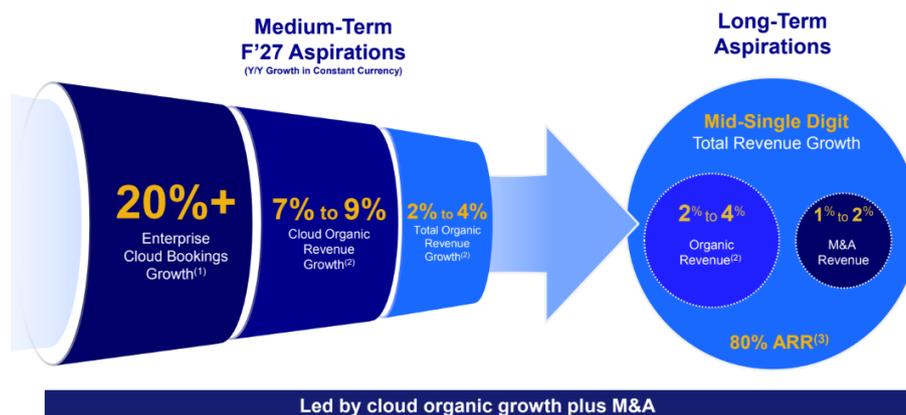
Previsiones y Valoración

Según dicen, la integración de **Micro Focus** va por encima de las previsiones, han incrementado su tasa de renovación de clientes del 80% a casi el 90% y prevén que siga creciendo. Tras la fusión, los márgenes netos de **Open Text** han caído hasta el 13% desde el 25%, algo que con el proceso de optimización pretenden devolver al 20% para junio de 2027.

En total, las dos operaciones corporativas han supuesto un desembolso neto de 3.800M\$, aportando un aumento en los ingresos de 2.200M\$, 800M\$ de EBITDA y más de 300M\$ de FCF desde 2022 a 2027. Es decir, de cumplirse las expectativas, después de sinergias habrían comprado a unas 1,7 veces ventas, 4,75 veces EBITDA y entre 9,5 y 12,7 veces flujo de caja libre.

More than Double the Total Addressable Market (TAM)			
TAM ⁽¹⁾	\$92B	→	\$200B+
OpenText	Prior to Micro Focus June 30, 2022	→	F'27 Aspirations (in CC)
Cloud Organic Growth (in CC) ^{(2),(3)}	3.6%	Micro Focus Acquisition \$5.7B outlay (January 31, 2023)	7% to 9%
Total Revenue	\$3.5B	AMC Divestiture \$1.9B net inflow (after taxes and fees)	\$5.7B to \$5.9B
A-EBITDA ⁽⁴⁾	\$1.3B	\$3.8B Net investment	\$2.1B+
A-EBITDA Margin ⁽⁴⁾ (%)	36.2%		36% to 38%
Free Cash Flows ^{(4),(5)}	\$0.9B		\$1.2B to \$1.3B

Se espera un incremento anual orgánico del segmento *cloud* del 7% al 9% hasta 2027, que sumado a nuevas compras, llevarían a hacer crecer los ingresos de toda la compañía entre un 3% y un 6% anual. Mientras, mantienen previsiones de unos ingresos recurrentes del 80%.



La industria del software está atravesando por un periodo de menor crecimiento del que había sido habitual en los últimos años. Las incertidumbres macroeconómicas derivadas de la inflación y los más de 10 años seguidos de expansión económica en las principales economías desarrolladas (covid a parte), llevan a las empresas a ser cautas a la hora de aumentar en inversiones.

De todos modos, como hemos visto, pese a que no se vislumbre una gran aceleración de los ingresos, la calidad y recurrencia de **Open Text** invitan a pensar en que conforme se normalice la contabilidad y vaya avanzando la integración, cotice a unos múltiplos acordes a sus fundamentales.

Siendo conservador, para valorar voy a aplicar unas cifras algo inferiores a las que pronostica la propia empresa y usar un múltiplo sobre FCF de 15 veces. A su vez, considero la deuda actual sostenible en el tiempo y mantengo el mismo coste de intereses a 3 años.

JUNE	Year 2025	Year 2026	Year 2027
Revenues	5300	5580	5700
Growth	-	5,3%	2,2%
EBITDA	1730	1950	2000
% Mg EBITDA	32,6%	34,9%	35,1%
-CAPEX	(126)	(145)	(155)
Real EBIT	1.604	1.805	1.845
EBIT Margin	30,3%	32,3%	32,4%
-Interest	(390)	(390)	(390)
EBT	1214,0	1415,0	1455,0
-Tax	(219)	(255)	(262)
FCF	995	1.160	1.193
Net Margin	18,8%	20,8%	20,9%
Value Share			\$ 71,80
Return			132%
Current PER			7,2

Aplicando mi método de valoración a las métricas descritas, **el valor objetivo a junio de 2027 sería de 71,80\$, un potencial del 132% a 3 años y una tasa anual compuesta del 32,4%**. Suponiendo un FCF de unos 1.200M\$ en 2027, el múltiplo de cotización actual es de 7,2 veces, o una rentabilidad para el accionista de casi el 14%, algo muy poco habitual en un negocio de estas características. Como siempre, la monitorización del futuro será clave para ir actualizando la valoración.

Hay que añadir que si la **FED** bajara los tipos de interés, sería muy positivo para la compañía. Por un lado, un refinanciamiento a menores tipos aportaría una mayor rentabilidad al negocio, por otro, sería un catalizador para aumentar de nuevo el múltiplo que aplica el mercado al valor, teniendo el conjunto de las dos variables un efecto multiplicativo en la cotización.

Resumen

Open Text goza de recurrencia, altos márgenes, bajas necesidades de capital, escalabilidad y se beneficia del avance de la digitalización de la sociedad. Si bien no se espera un crecimiento fuerte en los próximos años, la robustez de sus ingresos es un seguro ante hipotéticas crisis macroeconómicas. Aunque con muy poco peso en el accionariado, otro punto a favor es que el *management* ha demostrado ser muy válido en su estrategia de compras a lo largo de los años.

El alto endeudamiento alcanzado, la falta de una imagen contable que justifique la gran adquisición y el aumento de las *stock options*, han cargado de pesimismo a los títulos en plena ola de subida de tipos. Bajo mi punto de vista, la valoración ya recoge el peor de los escenarios y, a poco que vean la luz los números actuales y vayan aflorando los beneficios de la integración, podría recuperar fuertemente.

Muchas gracias,

Jordan del Rio Novan (Twitter: @InverValueFund)

Analista en Blue Ocean Inversiones EAF,

Inversor y Asesor del Inver Value Global Fund (ISIN ES0131445142)

Nota: Este documento es informativo y basado en opiniones personales teóricas, no supone ningún tipo de asesoramiento financiero ni recomendación de compra