

EL NEGOCIO



Stride Inc es una empresa estadounidense fundada en el año 2000 y salida a bolsa en 2007 que ofrece soluciones de educación a distancia. Desde la enseñanza más elemental para alumnos de más de 75 colegios, hasta especializaciones y certificados profesionales con 40 cursos diferentes para adolescentes y adultos.

La empresa capitaliza unos 1.900M\$ y en 2023 (el año fiscal finaliza en junio) facturó 1.840M\$. En más de 20 años de historia ha asistido a 2 millones de alumnos y cuenta con una nómina de 180.000 inscritos en el programa elemental en la actualidad.

Strong customer relationships

Long-standing relationships built over 20+ year history with high retention rates and over 2 million students supported



La totalidad de sus ingresos proviene de EEUU y se dividen en dos actividades principales:

- **General Education o K12 (62%):** “K12” hace referencia al programa de educación básico de primaria y secundaria en el país, conformado por 12 cursos escolares que van desde los 4 años de edad hasta los 16. Hasta el año 2020, el nombre de la compañía era K12 Inc y esta rama suponía el 100% de los ingresos.

En Estados Unidos es relativamente frecuente no tener un domicilio fijo por cuestiones de trabajo y la educación presencial no es obligatoria, con lo que en muchos casos este proceso se desarrolla telemáticamente en el propio hogar. Stride llega a acuerdos de largo plazo con colegios para desarrollar sus programas en modo *online*.

En condiciones habituales, el K12 proporciona unos ingresos estables y recurrentes. En pandemia gozó de un crecimiento muy elevado y, pese al reciente retroceso, la tendencia de fondo sigue empujando hacia una digitalización de la enseñanza básica.

Increasing demand for virtual education

Secular Trends Driving Growth in Online Learning

- Growing mass acceptance of online learning
- Parents are now digital natives and are used to learning and getting information online
- School districts shifting from print to digital format at an accelerating rate
- Acceptance of online teacher professional development growing
- COVID-19 impact increased awareness and broader requirement for online education



- **Career Learning (38%):** Engloba las categorías *middle-high school* (32%) y *adult* (6%). Justo antes del Covid toman la decisión de expandir su oferta y añadir estudios superiores, ofreciendo cursos y certificaciones de postsecundaria y universitarios.

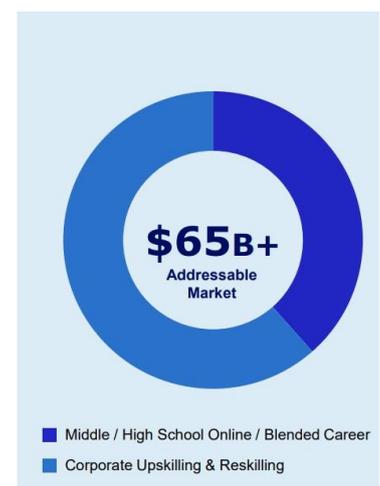
Se están centrando en dar soluciones en sectores de mucha demanda y valor añadido, comprando empresas de educación en el sector de las tecnologías de la información (Galvanize y Tech Elevator) y el campo de la salud (MedCerts). En total, en 2020 gastaron unos 275M\$ en estas 3 adquisiciones.

Esta división sigue experimentando un gran crecimiento y podría llevar a la compañía a un futuro de mucho crecimiento, con una tendencia estructural muy favorable y un gran TAM.

Large & expanding Career Learning market

Strong Secular Market Trends Driving Demand for Our Solutions

- Bi-partisan support for workforce development at middle / high school and adult levels
- Increasingly competitive global market
- Technology advancement driving need to reskill / upskill talent
- Economics require rethinking of college vs. skill attainment
- "New collar jobs" no longer require a 4-year college degree
- Amidst "Great Resignation", value of firms retaining and upskilling existing talent has been significantly reinforced



Complementan los programas de estudio con inversiones en varios fondos de *start ups* de educación para identificar buenas oportunidades y/o implementar nuevas metodologías de enseñanza. Además poseen el 46% del accionariado de la compañía Tallo, de orientación profesional a estudiantes.

Con lo cual, tenemos un negocio completamente integrado en cuanto a su oferta y complementario, con educación básica, educación post-obligatoria y servicio de orientación en el proceso de profesionalización y/o búsqueda de empleo.

Buena parte del negocio está fuertemente regulado y las relaciones con la administración son muy importantes, lo que le otorga cierto riesgo pero a la vez barreras de entrada. El posicionamiento de la empresa después de 23 años operando, le confiere un lugar de privilegio en el sector en cuanto a la experiencia y relaciones con administración, escuelas y mundo empresarial.

Deep political, regulatory & policy expertise

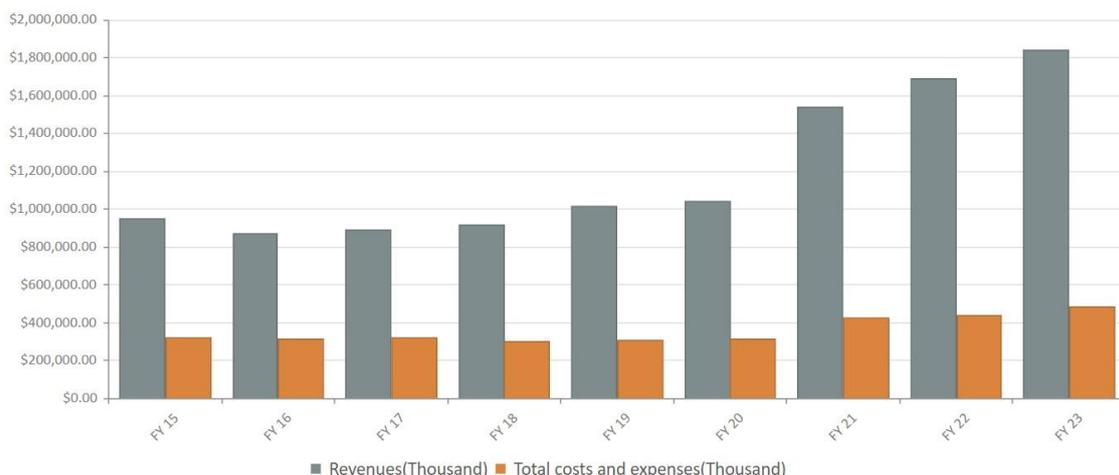
Successfully operating in a complex industry with vast knowledge and experience creating a difficult-to-replicate business model

- **Formidable national network** of professional state and federal lobbyists, consultants, and advisors in highly collaborative, multi-disciplinary, bipartisan approach
- **Extensive relationships** with key third parties including allies, policy influencers, and grassroots networks; develop and broaden coalitions to promote desired policy objectives
- **Deep experience** working with independent boards to open and operate schools

Stride

Leveraging over 20 years of experience with over 2 million students supported, and a scalable education services platform, **Stride provides online and blended lifelong learning solutions for public and private schools, school districts, charter boards, employers, government agencies and consumers**

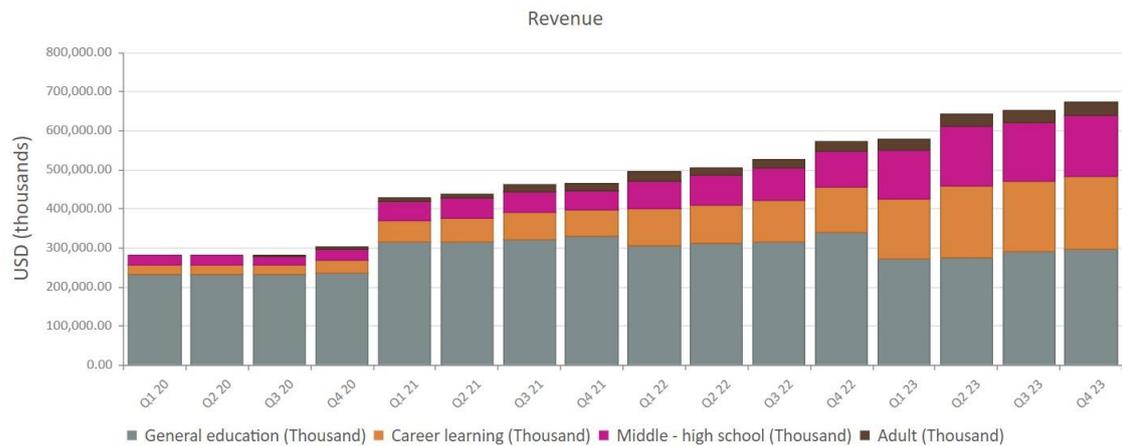
Stride tiene unas características de alta escalabilidad, puesto que los costes de infraestructura online, material de estudio y personal, aumentan menos que proporcionalmente al número de alumnos, y estos se diluyen aportando mayores márgenes de beneficio conforme aumentan los ingresos. El desarrollo de la IA puede ayudar aún más en ese sentido. Desde 2020 los márgenes se han disparado, el beneficio operativo ha pasado de un 4,7% al 9%.



La empresa sigue una estrategia clara de crecimiento tanto orgánico como inorgánico para ir capturando cada vez más cuota de mercado. El desarrollo del *Career Learning* en los últimos años abre las puertas a una mayor complementariedad y altos márgenes, siguiendo la

megatendencia de la digitalización de la educación superior. Además, le confiere una mayor seguridad en el sentido de no depender tanto de renovar los acuerdos con los colegios de educación básica y más dependientes de regulaciones políticas. Según *Statista* la facturación de la educación online a nivel mundial aumentará a tasas del 9,5% compuesto entre 2023 y 2027.

A continuación se muestra la evolución por segmentos desde la implementación de la estrategia de expansión.



Ofrecer cada vez un mayor abanico de oferta formativa profesional (trabajar en más verticales) sería clave para seguir desplegando el modelo de negocio y la creación de valor. Con una facturación de 1.840M\$, se estima un TAM (*total adressable market*) en EEUU de +100B\$, lo que le confiere un enorme potencial de crecimiento.

Stride busca una combinación de crecimiento orgánico e inorgánico para retornar valor a los accionistas en el largo plazo. En el apartado orgánico, hacen hincapié en una alta calidad académica y buena experiencia del alumno para retenerlos y generar recurrencia. En cuanto a las adquisiciones, se centran en mercados de alto crecimiento y márgenes, con apalancamiento operativo que genere sinergias con los mercados ya existentes.

Disciplined capital allocation

Prioritizing free cash flow sustainability, educational platform development, and synergistic M&A

Organic growth

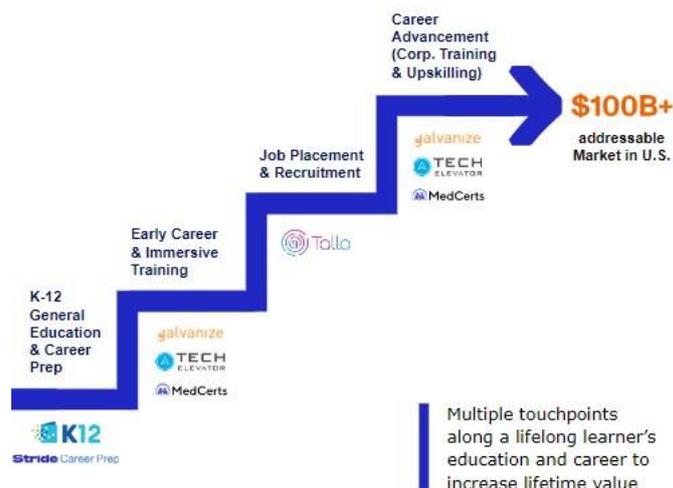
- Invest in academic quality & student/customer experience to support outcomes & retention
- Implement innovative products across portfolio

Strategic acquisitions

- Leverage platform across markets/verticals
- High-growth, high-margin targets providing synergies

Capital return

- Evaluate approaches to return cash to shareholders over the long-term



EL MANAGEMENT

Por lo que respecta al *management*, aunque no cuentan con un peso muy relevante en el accionariado, sí tienen política de obligación de mantener un mínimo de acciones de la compañía. También cuentan con unos incentivos salariales ligados al buen desarrollo del negocio a largo plazo, en concreto sobre el comportamiento de las ventas y el EBITDA.

El porcentaje del salario total que reciben de forma variable y ligada a los objetivos en 2022 fue del 60% en el caso del CEO, 52% en el resto de directivos y del 33% en el caso del Presidente.

What We Do	What We Don't Do
<p>✓ Pay for Performance. A significant portion of our executive officers' target total compensation is not guaranteed but is linked to our financial and operational performance. In the case of our CEO, 60% of his potential compensation is performance-based, while 40% is retention-oriented. As for our other NEOs, on average, 52% of their potential compensation is performance-based, while 48% is retention-oriented.</p>	<p>✗ No Guaranteed Bonuses or Equity Awards. We do not pay guaranteed bonuses and have no guaranteed equity-based awards. This ensures that we are able to base all compensation awards (other than retention-based equity awards) on measurable performance factors and operational results.</p>
<p>✓ Align Compensation to Growth in Stockholder Value. A portion of our multi-year performance-based compensation program is tied to growth in our stock price which directly aligns to stockholder interests.</p>	<p>✗ No Excessive Executive Perquisites. We provide nominal perquisites to our executive officers, which are limited to supplemental long-term disability and life insurance premiums, the opportunity to receive a Company-paid physical examination, and, from time to time, reimbursement of relocation expenses and temporary housing expenses.</p>
<p>✓ Establish Performance Goals Aligned to Business Strategy. Our Executive Bonus Plan and long-term equity incentive program utilize performance-based goals that the Committee believes are rigorous and challenging.</p>	<p>✗ No Tax Reimbursements or Gross-Ups. We do not provide income tax gross-ups for personal or broad-based benefits nor excise tax gross-ups for change in control payments or benefits.</p>

El CEO fue designado en el cargo en 2021, lleva en la empresa desde 2013 y tiene un 1,3% de las acciones, el peso total de los directivos es del 5% del capital. Reciben una parte importante del salario en acciones, pese a ello, el número total de las mismas ha aumentado solamente un 8,5% en 4 años, mientras que los EPS han aumentado un 226%.

Name	Fiscal Year	Base Salary (\$)	Bonus (\$)	Stock Awards (\$) ⁽¹⁾	Nonequity Incentive Plan Compensation (\$) ⁽²⁾	All Other Compensation (\$) ⁽³⁾	Total (\$)
James J. Rhyu Chief Executive Officer	2022	\$784,615	—	\$ 5,056,893	\$1,834,683	\$15,803	\$ 7,691,994
	2021	628,404	—	2,499,642	1,575,123	12,941	4,716,110
	2020	572,692	—	1,999,974	817,029	9,546	3,399,241
Nathaniel A. Davis Former Executive Chair	2022	\$500,000	—	\$ 999,853	\$1,146,677	\$13,696	\$ 2,660,226
	2021	769,365	—	2,999,828	2,236,521	11,843	6,017,557
	2020	927,308	—	12,999,976	1,992,841	12,555	15,932,680
Timothy J. Medina Former Chief Financial Officer	2022	\$475,000	—	\$ 1,415,900	\$ 580,983	\$13,223	\$ 2,485,106
	2021	475,000	—	699,626	760,000	11,225	1,945,851
	2020	82,212	—	1,640,985	—	137	1,723,334
Vincent W. Mathis Executive Vice President, General Counsel and Secretary	2022	\$466,154	—	\$ 1,263,865	\$ 574,867	\$14,698	\$ 2,319,584
	2021	443,846	—	799,638	712,000	11,538	1,967,022
	2020	414,615	—	699,982	383,293	43,787	1,541,677
Les Ottolenghi Chief Information and	2022	\$420,000	\$37,500	\$ 758,389	\$ 385,283	\$ 7,128	\$ 1,608,300

Es cierto que los salarios se pueden considerar generosos para el tamaño de la empresa, sobre todo el del CEO, pero hay que tener en cuenta que la mayoría provienen del buen desempeño en la gestión.

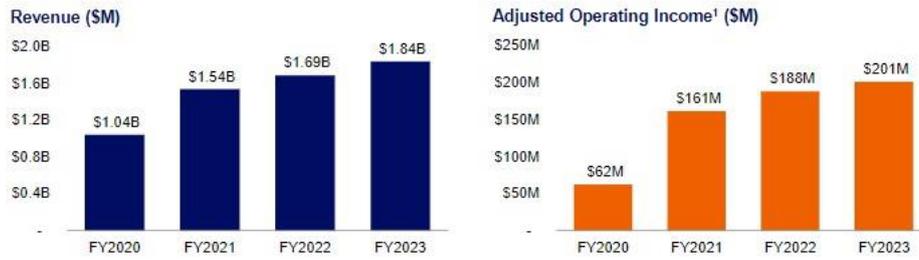
LOS NÚMEROS

Como veíamos antes, la parte financiera ha ido muy bien desde la implementación de la nueva estrategia y el cambio de CEO. Las ventas se están incrementando al 9% orgánicamente los dos últimos años después de la inversión en *Career Learning* a pesar que la parte de K12 va corrigiendo el boom del 2020-2021.

	Year Ended June 30,		
	2023	2022	Change
Revenue (\$M)			
General Education	1,131.4	1,273.8 ↓	(11.2%)
Career Learning			
Middle – High School	586.8	321.4 ↑	82.6%
Adult	119.2	91.5 ↑	30.3%
Total Career Learning	706.0	412.9 ↑	71.0%
Total Revenues	1,837.4	1,686.7 ↑	8.9%

El *Career Learning* ha crecido orgánicamente un 61% en 2022 y un 70% en 2023, algo que nos da una idea de la gran oportunidad que tiene delante esta compañía. Aunque el crecimiento de este segmento se vaya relanzando, conforme tenga un mayor peso en el mix de ventas puede hacer que el total de los ingresos crezca a un ritmo superior del que lo hace actualmente.

También han aumentado a gran velocidad el EBITDA y el EBIT, fruto del apalancamiento operativo del negocio. Como vemos, los márgenes se han expandido a casi el doble desde 2019.



	016 FY	2017 FY	2018 FY	2019 FY	2020 FY	2021 FY	2022 FY	2023 FY
EBIT Margin (%)	2.5%	2.1%	3.0%	4.7%	3.3%	7.2%	9.3%	9.0%
EBITDA Margin (%)	4.7%	4.1%	5.0%	6.8%	5.8%	10.2%	12.3%	12.0%

La parte baja de los objetivos que se marcan a 2025 (junio) parece que van a cumplirse con facilidad, pudiendo buscar alguna adquisición para llegar a cifras más altas.



De hecho, con una caja de 411M\$ y una deuda total de 413M\$, la situación puede ser muy propicia a nuevas compras. La gran salud financiera también podría ser aprovechada para lanzar programas de recompra de acciones y reducción de la deuda, con lo que disminuiría el pago de intereses y aumentaría la caja generada.

En cuanto a la valoración del negocio, con unas ventas previstas creciendo alrededor del 8% en 2024, 2025 y 2026, la compañía estaría haciendo un FCF de unos 150M\$, 170M\$ y 215M\$, respectivamente. A un múltiplo de unas 15 veces ajustado a la calidad del negocio, se llegaría a una valoración por acción de 90\$ y un potencial del 100% o 26% CAGR.

Pese a haber subido en bolsa un 150% en 5 años y un 30% en 2023, el mercado puede no haber incorporado al precio la nueva dinámica de crecimiento y vientos de cola duraderos. También hay que tener en cuenta que las amortizaciones son superiores al CAPEX, lo que conduce a unos márgenes operativos reales más altos de lo que dice el P&L y a una generación de caja superior al beneficio neto, que pueden pasar por alto algunos agentes del mercado.

CONCLUSIÓN

En conclusión, Stride Inc es un modelo de negocio de futuro, escalable y con potencial. El equipo directivo está alineado con los objetivos, es conocedor del sector y ha tomado buenas decisiones en el pasado reciente. El desarrollo del *Career Learning* y la buena posición financiera dan flexibilidad a la hora de aportar valor al accionista de varias maneras, además, nos encontramos con una valoración muy atractiva que da mucho margen de seguridad.

Muchas gracias,

Jordan del Rio Nova,

Analista en Blue Ocean Inversiones EAF,

Asesor del Inver Value Global Fund ES0131445142

Nota: Este documento es informativo y basado en opiniones personales teóricas, no supone ningún tipo de asesoramiento financiero ni recomendación de compra. GB VIII Inver Value Global Fund FI posee acciones de la compañía