

El Modelo de Negocio de Facebook

NOTA DEL EDITOR: La siguiente idea de inversión es obtenida de una carta trimestral de los fondos de Bestinver.

* * *

Ya que mencionamos empresas de medios de comunicación, les queremos hablar de **Facebook [FB]**. Una compañía que hemos ido incorporando a nuestra cartera en los últimos meses y cuyo análisis de modelo de negocio es muy interesante.

Hace años (2012), cuando Facebook era una empresa que acababa de salir a bolsa, leímos la opinión de uno de sus accionistas, un tipo mayor (no recordamos su nombre) que no parecía el perfil de inversor interesado en una compañía aparentemente tecnológica. Todavía recordamos su corta pero potente tesis: “a la mitad de la población le encanta el exhibicionismo y el otro 50% disfruta con el voyerismo. Es seguro que va a ser un éxito global”. Vaya si lo ha sido.

Decimos “aparentemente tecnológica” porque realmente no lo es tanto. Facebook tiene **un modelo de negocio** muy parecido al de otros medios de comunicación tradicionales como son las radios o las televisiones. Genera contenido para atraer una audiencia y vende esa audiencia a los anunciantes que buscan adquirir clientes. El modelo es prácticamente idéntico, pero presenta cuatro particularidades que lo hacen mucho más atractivo.

Cuatro Particularidades del Modelo de Negocios de Facebook

En primer lugar, Facebook **no necesita generar contenido** para atraer a su audiencia. Son los propios usuarios los que al subir fotos, videos y noticias lo generan. No se nos ocurre una reinversión menos inflacionaria que esta “no inversión”.

En segundo lugar, **la escala y el alcance global de su plataforma no tiene parangón**. Cada día hay 2.600 millones de personas que utilizan alguna de las aplicaciones de Facebook. Esto quiere decir que un 70% de la población mundial con acceso a Internet (excluyendo China) usa su plataforma a diario. Esta escala global es muy difícil de replicar para cualquier medio de comunicación tradicional (y no tradicional).

En tercer lugar, **Facebook posee multitud de datos sobre sus usuarios** como pueden ser el género, la fecha de nacimiento, la ubicación desde la que se ha subido determinada foto, etc. Esta información le permite segmentar su base de usuarios de manera que los anunciantes pueden, no solo elegir el público objetivo al que dirigir sus campañas, sino el nivel de inversión inicial que quieren realizar. En función de los resultados que observan, pueden aumentar el presupuesto, reducirlo o cambiar los parámetros de selección de clientes que habían decidido. Facebook ofrece a sus clientes flexibilidad y altos retornos sobre su inversión en publicidad.

En cuarto y último lugar, **el modelo de negocio de Facebook presenta efectos de red muy potentes**. Cuanto mayor número de usuarios hay en la plataforma, más útil es ésta para los usuarios existentes. Ese efecto red no se da en radios o televisiones. Un nuevo oyente no hace más valioso un programa de radio para los oyentes existentes. En Facebook, un nuevo usuario con el que interactuar (que añade contenido a la plataforma), aumenta el valor de ésta para los usuarios que ya la utilizaban.

Estas cuatro particularidades del **modelo de negocios de Facebook** que acabamos de describir incrementan sustancialmente el atractivo de esta compañía (su ventaja competitiva) frente a un sector, el de la publicidad, que de por sí tiene unos fundamentales muy interesantes en un entorno inflacionista.

Y es que, excluyendo la inversión en contenido (inversión que Facebook no tiene que hacer), una gran proporción de sus costes operativos son fijos. Una vez que éstos se cubren, la rentabilidad de las ventas incrementales es muy elevada (es todo jamón), pudiendo proteger y expandir sus márgenes en un entorno en el que otros sectores, con costes variables, no son capaces de hacerlo. Y no debemos olvidar su durabilidad. La publicidad es la herramienta de la que disponen los anunciantes para dar a conocer o incrementar el consumo de su producto. Mientras haya consumo, habrá lucha por la atención de los consumidores y, por tanto, publicidad. Más o menos cíclica, cierto, pero relativamente inmortal.

Como ven, pocos sectores podemos encontrar con una combinación de “chispa y activo” más atractiva que la que acabamos de describir.

El Modelo de Negocios de Facebook y su Inversión en Activos Intangibles

Si la inversión de Facebook en mantenimiento es cuasi cero, no lo es la de crecimiento o no lo ha sido hasta ahora. Facebook ha invertido ingentes cantidades de recursos en mejorar la ciberseguridad de sus aplicaciones a raíz del escándalo de Cambridge Analytica hace unos años. La mayor parte de esta inversión incremental está hecha. En cuanto a su inversión en activos tangibles -lo que se conoce como Capex- Facebook invierte unos \$16.000mn anuales en la construcción y ampliación de su propia infraestructura de red, servidores y centros de datos. Este nivel de inversión es más del doble de la depreciación reportada.

A diferencia de otras compañías tecnológicas de gran tamaño, que utilizan proveedores de infraestructura en la nube externos, Facebook ha decidido invertir y desarrollar la suya propia. Es un camino más costoso (inicialmente) que le blindo del oligopolio que, de facto, están construyendo Amazon, Google y Microsoft en una de las infraestructuras más críticas de este siglo.

Por último, no tenemos que hacer cábalas complicadas para proyectar un crecimiento notable de sus ingresos en los próximos años. Ingresos que hoy en día están creciendo al 25-30%. Facebook opera en el mercado de la publicidad “online”. Un segmento que en 2019 representaba un 45% del mercado publicitario total y que en los próximos años va a seguir creciendo de manera importante (la publicidad total va a crecer y “online” va a hacerlo más que “offline”). Facebook tiene hoy una cuota de mercado en torno al 20% que puede mantener e incluso incrementar en el futuro (el año pasado en EE.UU. creció del 23 al 25%).

Valoración de Facebook

En cuanto a su valoración, comprenderán que un negocio de esta calidad no puede cotizar con múltiplos muy deprimidos. Pero no son, en ningún caso, exigentes. Tratamos de normalizar márgenes, niveles de inversión y proyectamos el crecimiento esperado de la publicidad online y creemos que Facebook va a estar generando alrededor de \$50.000mn anuales en dos o tres años (el consenso de mercado está más cerca de US\$60.000mn). A los precios de cotización actuales, después de haber subido casi un 30% desde mediados de enero, Facebook cotiza a 15,5x su FCF normalizado (una rentabilidad del 6,5%) o 19x sus beneficios del año que viene si ajustamos su valor en bolsa por la caja que posee en balance (\$60.000mn).

Una compañía fabulosa para navegar los vientos operativos de la inflación. Con márgenes brutos de más del 80% y márgenes operativos cercanos al 40%. Con unos retornos normalizados sobre su capital superiores al 35%, capaz de aguantar los vientos de mercado, que tiene caja, que va a crecer por encima del 20% durante unos cuantos años y que, además, ofrece una gran opcionalidad.

La Opcionalidad del Negocio de Facebook

Una opcionalidad inmensa. Piensen en WeChat (Tencent) y la super app global en que puede convertirse Whatsapp. Piensen en la oportunidad de Instagram en *social commerce* o en las infinitas posibilidades de interacción que ofrece la realidad virtual. Una opcionalidad que nos hemos aventurado a cuantificar (podría representar su actual valor en bolsa), por la que no pagamos nada y para la que no requiere prácticamente capital adicional.