

Catenon y el arte de innovar en un sector maduro



Hoy quiero hablaros de Catenon, una compañía de búsqueda de profesionales que cotiza en el MAB.

Lo primero de todo, quería agradecer a su presidente y consejero delegado, D. Javier Ruíz de Azcárate, la invitación que me hizo para hablarme de la compañía y comentarme su modelo de negocio. Su charla y presentación de la empresa para mí es sin duda de gran valor para poder hacer un mejor análisis y valoración de la empresa. También está claro que se me escapan muchos datos y bastantes puntos importantes para analizar una empresa como Catenon. De todas formas, voy a intentar hacer una valoración de la compañía, o cuánto menos una aproximación de lo que puede valer hoy, y ver si sus acciones cotizan a un buen precio para comprarlas o no según mi criterio y con las limitaciones que tiene no ser un experto del sector.

En el documento informativo de incorporación al MAB (con más de 380 páginas), tenemos una muy buena descripción de la compañía, de su visión del negocio y del sector en el que opera. Voy a intentar resumirlo y destacar los puntos más importantes.

Descripción de la compañía

Catenon nace en el año 2000. Es una multinacional tecnológica española de búsqueda global de profesionales, que opera bajo el modelo web². Su visión: trabajar como una única oficina a nivel mundial para buscar, evaluar y presentar candidatos de cualquier parte del mundo a sus clientes, basados en cualquier otro punto del planeta, en 20 días, de manera objetiva, en un soporte multimedia vía web con entrevistas técnicas filmadas.

Una nueva filosofía, una nueva manera de entender la selección de personal

Catenon quiere ser diferente. No quiere trabajar como se hacía hasta hace poco tiempo en este tipo de empresas de selección de personal. Quiere hacer otra “cosa”. Sabe que si quiere competir y si quiere sobrevivir en un sector maduro como es el que engloba a las empresas de búsqueda de profesionales, tiene que distinguirse. Pero distinguirse de verdad. Y esto se traduce es ser una empresa diferente a las

que hoy existen. No quieren hacer algo un poco mejor que otras. Quieren hacer otra “cosa” aunque el fin sea el mismo, buscar el mejor profesional para su cliente.

Esto tiene mucho mérito porque saben que es una apuesta a medio - largo plazo. Es una apuesta en el momento de creación de la empresa que no verá los frutos hasta pasados bastantes años. Cambiar completamente los conceptos, los roles establecidos, la manera de trabajar de las empresas de un sector y sobre todo la “mentalidad” y “filosofía de trabajo”, no se hace en dos días ni en dos años. Se necesitan muchos años y mucho dinero para conseguirlo. Además es que ser de los primeros en hacerlo tiene un problema añadido y es caminar por un camino por el que nadie lo ha hecho antes, en el que las sorpresas son frecuentes y en el que básicamente se hace camino al andar. Es decir, aprendes día a día y te tienes que ir adaptando a este nuevo mundo elegido aprendiendo con tu propia experiencia ya que nadie te podrá enseñar lo que te puedes encontrar.

Sin duda una aventura de mucho riesgo pero una aventura con la que si se tiene éxito, la recompensa será muy elevada.

“Proceso producción industrial”

Definen la búsqueda de personal dentro de una cadena de valor en la que se distinguen 3 puntos:

- Asignación Global
- Producción Global
- Facturación Global

Todo el proceso busca ser global desde el inicio al final. Buscan establecer su trabajo bajo el concepto de la “arquitectura del conocimiento”, por la que se comparte el conocimiento adquirido por la organización en tiempo real y que crece exponencialmente. Esto consiste básicamente en que el conocimiento necesario para ejecutar una búsqueda con el mayor estándar de calidad no dependa del conocimiento del consultor sino del conocimiento de la compañía en conjunto.

Filman las entrevistas de los candidatos a un determinado puesto. Esta sin duda es una diferenciación con la mayoría de las empresas de selección de personal. Estas entrevistas filmadas, además están abiertas a todos los trabajadores de Catenon.

Filmar las entrevistas les proporciona muchas ventajas a Catenon. Entre otras están:

- Poder enseñar a las empresas cómo actúan, responden y se expresan los candidatos elegidos para el puesto de trabajo a cubrir.
- Crear una videoteca de gran valor para los profesionales que trabajan en Catenon. Poder consultar las preguntas y respuestas ayuda a la formación continúa de los trabajadores de Catenon.
- Una entrevista filmada en Tokio, llega al instante a Nueva York. Es decir, el valor añadido que proporciona entrevistar a una persona en un país y poder evaluarlo en otro en el mismo día es muy importante.

Cómo trabaja el sector

El mercado tradicional en el que se encuentra Catenon, tiene unas pautas y una manera de trabajar muy establecida. Se suele trabajar de manera local.

Por norma general, una empresa en España solicita a otra de búsqueda de profesionales instalada también en España, candidatos para un determinado puesto. La empresa de selección de personal los buscará y entrevistará en España y todo se realizará de manera muy presencial en el lugar o ciudad en cuestión. Estas barreras son las que intentan saltarse Catenon entendiendo la búsqueda de profesionales a nivel global. Tú me pides un candidato y yo no tengo por qué buscarlo en la ciudad en la que esté instalada tu empresa o mi centro de trabajo.

Por otro lado, las empresas de selección de profesionales instaladas en varios países tienen bastantes conflictos de intereses cuando el mandato de búsqueda de un profesional se hace en un país distinto del país donde se está buscando un determinado puesto de trabajo. Los empleados de la empresa de selección de personal en Londres si tienen que buscar a candidatos en España, pedirán a sus compañeros en España que les manden informes de candidatos para su cliente.

Pero el trabajador en España verá poca “recompensa” en dicha selección de personal. Le quitará tiempo y además no se le facturará el 100% de los honorarios de un trabajo que bien hecho le ocuparía el mismo tiempo que las demandas de empleo que surjan en su país (las cuales sí que se le facturará de manera completa). Esta es otra barrera del mercado tradicional que quiere saltarse Catenon con una asignación más eficiente de estos honorarios.

Muchas empresas de selección de personal ponen como factor diferenciador la gran base de datos que poseen. Hoy en día, con internet, con redes sociales del estilo a LinkedIn, las bases de datos no son ni mucho menos un factor diferenciador de nadie y se podría decir que han dejado de tener valor por sí mismas. Lo importante es el tratamiento de la inmensa cantidad de candidatos que a día de hoy tienen las empresas a su alcance. Un buen tratamiento y un buen filtro de las bases de datos sin duda que es el centro del éxito de este tipo de compañías.

La expansión de las empresas del sector, tradicionalmente se realiza instalándose en un nuevo país y empezar casi desde cero. Tendrán el nombre, su prestigio y poco más. Deberán contratar a varios profesionales y tendrán que empezar a formar sus famosas bases de datos, hacer entrevistas, etc. Catenon quiere quitarse de en medio también estas barreras a la hora de expandir su negocio. Con una pequeña oficina de representación y con las entrevistas filmadas podrán llegar a instalarse en un determinado país con unos costes mucho más bajos de los que se tenían al hacerlo de la manera tradicional. La clave está en tener candidatos, profesionales dentro de la empresa y una filosofía de trabajo “global”. Mirar el mundo de manera global y trabajar de manera global de principio a fin.

La expansión de Catenon

Dada la visión de la compañía, “trabajar como una única oficina a nivel mundial”, Catenon quiere saltarse casi todas las barreras que tenían impuestas las empresas de búsqueda de profesionales. Por tanto, el proceso de expansión en Catenon se fundamenta en los siguientes puntos:

- Descentralizado
- Separar y distinguir el proceso de “venta” (candidatos) de la “producción” (entrevistas). De ahí que un “ventas” pueda vender más fácilmente en Catenon las entrevistas hechas en la compañía.
- Quien facture más de un millón de euros pasa a la categoría de Director General y podrá abrir oficina donde quiera. Da una flexibilidad total a la compañía.

Modelo de negocio

Por lo tanto, con lo visto hasta aquí vemos que el modelo de negocio de Catenon es muy diferente al de otras empresas de su sector. Las grandes empresas de su sector nacieron por los años 70 u 80 y diseñaron sus modelos de negocio para la búsqueda en el mercado local de profesionales. Cambiar estos modelos de negocio y esta mentalidad en este tipo de empresas les será muy complicado si es que lo quieren hacer algún día.

La clave en Catenon es nacer con una visión de oficina global. Trabajar desde el principio de manera global es lo que le diferencia. Quiere con esta “mentalidad” y forma de trabajar saltarse unas barreras que se habían impuesto las compañías de búsqueda de personal que les hacían ser ineficientes. Reducir los tiempos y los costes de producción es una seña de identidad de Catenon. Para ello basa su trabajo en la tecnología y en su visión de empresa global.

La separación del proceso de ventas (de candidatos) y el de producción (filmación de entrevistas) es clave para ganar tiempo, reducir costes, aumentar la rentabilidad tradicional de las empresas de este sector además de salvar muchos conflictos de intereses creados dentro de una misma compañía instalada en varios países.

La asignación más eficiente de la facturación entre países es otro punto a destacar del modelo de negocio de Catenon.

La carga de trabajo del personal de Catenon suele distribuirse de manera equitativa. Todos deben tener la misma carga de trabajo aproximadamente. De ahí que la gestión de los horarios sea del propio trabajador. Los horarios flexibles y la evaluación del trabajo basada en los resultados obtenidos por tanto es otra de las características diferenciadoras de Catenon. Intentan evitar que el que mejor y más rápido trabaja tenga más trabajo. No se quiere premiar al que mejor lo hace con más trabajo si no con la posibilidad de tener el horario que mejor le convenga y en definitiva con más tiempo libre. Por otro lado, el que no llegue a los objetivos marcados o sea ineficiente en su trabajo, al final no se sentirá a gusto, trabajará muchas horas y al final buscará irse de la empresa. Con esta filosofía Catenon busca retener a su personal eficiente y mejor cualificado.

Finalmente Catenon se compromete contractualmente con las empresas a presentar los candidatos finales en 20 días hábiles (plazo más reducido que el tradicional) y haciéndolo además en formato multimedia vía web (cuando tradicionalmente se presentan informes escritos).

Todo este modelo de negocio parece muy bonito pero tiene dos grandes inconvenientes. El principal creo que es que para ser eficiente necesita de una masa crítica la cual le va a costar conseguir. Lleva ya más de 10 años trabajando y todavía debe crecer mucho para conseguir una masa crítica (candidatos y empresas) que le permita ser una gran empresa global, con altos márgenes y con una evolución de beneficios positiva. Por otro lado necesitará además de una fuerte inversión en tecnología, mucho mayor a la de sus competidores tradicionales, para beneficiarse de todo lo expuesto anteriormente (mayores márgenes, reducción de tiempos, costes, etc).

Desarrollo software propio

Como hemos comentado, la inversión en tecnología es básica para que Catenon pueda ser la empresa que quiere ser.

Todo el proceso de producción industrial del que he hablado antes y todo el trabajo que hace Catenon se hace a través de un software propio como no podía

ser de otro modo. Cuando nacieron querían hacer algo que nadie había hecho hasta el momento. Querían ser una compañía diferente y por lo tanto debían empezar de cero con su herramienta de trabajo (software). Tras más de 10 años han conseguido tener un software muy potente y adaptado tanto a las necesidades de Catenon, como a las necesidades de sus clientes. Poder ofrecer informe exclusivos de candidatos vía web parece sencillo pero sin duda que es un hecho diferenciador que tiene Catenon y que será muy difícil de conseguir sin un trabajo previo como el realizado por la compañía hasta el día de hoy.

Además es que pueden haber encontrado una línea de negocio muy importante dado el potencial de su software y de alguna de las herramientas internas del mismo. Vender parte de este software, comercializar módulos como programas de formación interna para empresas, tratamiento de datos para departamentos de RRHH de empresas, etc, puede ser una línea a explotar por Catenon y que ya están estudiando.

Y los números qué dicen

Ahora toca ver las cuentas de Catenon. Todo lo anterior está muy bien. Pero como toda empresa con ánimo de lucro y con unos accionistas que buscan rentabilizar sus inversiones, hay que ver cómo van evolucionando sus cuentas (PyG y Balance). Además si esta compañía cotiza en Bolsa (concretamente en el MAB) podemos intentar ver si la cotización de sus acciones están a niveles atractivos para invertir o por el contrario para desinvertir.

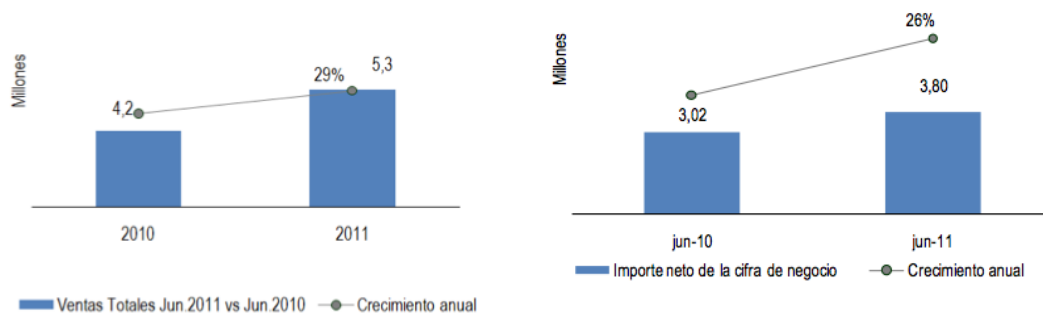
Cada empresa es un mundo y la rentabilidad de las inversiones que hacemos en ellas no tenemos por qué verlas a los pocos años. Catenon es un “jugador” de largo plazo. Quiere hacer algo muy importante pero muy difícil de conseguir y que lleva aparejado mucho riesgo a nivel inversor. Por otro lado, si lo consigue, la recompensa será muy elevada.

Los números y las cuentas de las empresas por si solas suelen ser muy “frías” y no deben confundirnos. Cada etapa es diferente y no podemos comparar cuentas a lo

“bruto”. Con todo esto de fondo, intentaré entender las cuentas de Catenon a día de hoy.

Resultados del primer semestre de 2011

Catenon ha presentado sus resultados correspondientes al primer semestre del año. Es importante observar el crecimiento de sus ventas y del importe neto de la cifra de negocio.

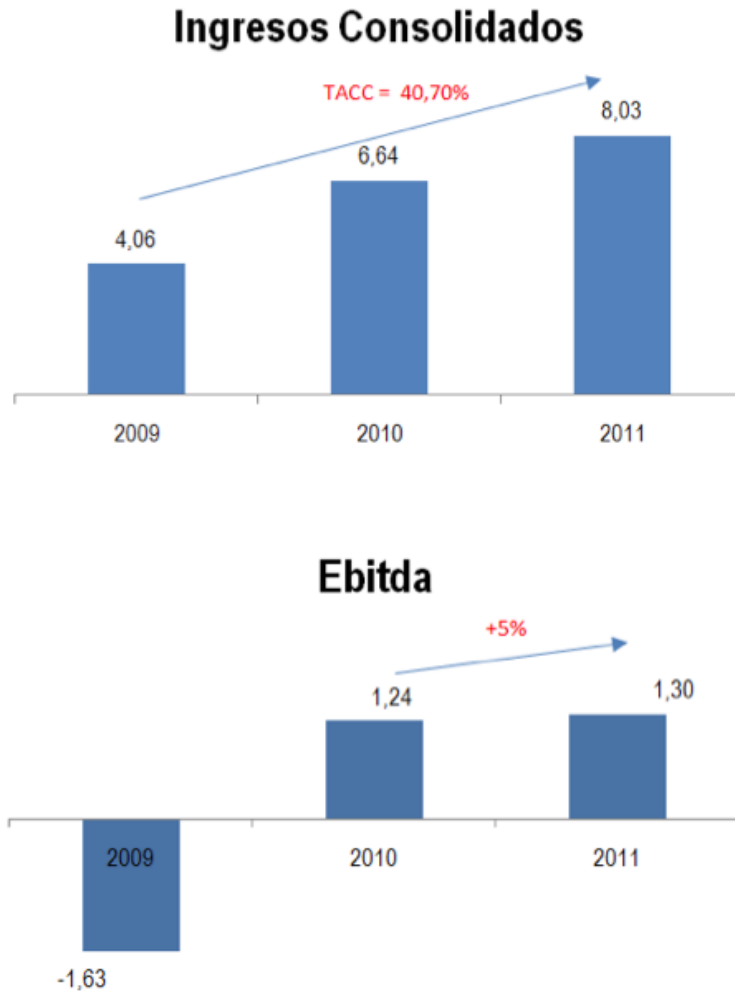


Además es una empresa que prevé terminar 2011 con una presencia internacional importante, con 19 oficinas propias repartidas por 15 países y dando cobertura a operaciones basadas en más de 70 países de los 5 continentes.

El EBITDA alcanzado por Catenon es de 154.000 euros. Lo bueno es que estamos con un EBITDA positivo aunque todavía bastante bajo. Lo que también tenemos que tener en cuenta es que se están introduciendo unos mayores costes de producción debido principalmente al proceso de expansión de la compañía. Es importante por otro lado, conocer que dada las características de los clientes de Catenon, el segundo semestre suele aportar mucho más EBITDA que el primero. De septiembre-octubre a diciembre, suelen ser momentos más importantes para las contrataciones de personal.

La evolución y las previsiones para este año creo que son buenas. Los ingresos desde 2009 están registrando un alto ritmo de crecimiento. A su vez, el EBITDA pasó de ser negativo (-1,63 millones de euros) a positivo en el 2010 (1,24 millones). Para 2011 la compañía prevé mantener un crecimiento mucho más

moderado (1,3 millones de euros, +5%) debido principalmente al freno que le está suponiendo en términos de EBITDA su expansión internacional.



De todas formas, algo hay que reprochar sobre estas cifras. Y es que se desvían bastante de lo presentado en el Documento de Incorporación al MAB. El EBITDA esperado para 2011 era de 3 millones de euros. Aunque podamos tomar cifras “ajustadas” y mejorar los 1,3 millones de euros que ahora se esperan y aunque el proceso de expansión es normal que frene en cierto modo el EBITDA de hoy, la cifra dista bastante de lo que se estimaba hace unos meses. Éste sin duda que será uno de los motivos por los que la acción ha caído bastante desde su debut en Bolsa. El precio de salida al MAB de las acciones de Catenon fue de 3,64 euros. A cierre del 4 de noviembre la acción cerró en los 2,29 euros (descenso del 37%).

En cuanto la nivel de endeudamiento, la deuda neta estaría en torno a los 5,5 millones de euros. Si lo comparamos con el EBITDA esperado para 2011, nos sale un ratio algo elevado (superior a 4 veces).

De todas formas, sacar ratios de este año para Catenon creo distorsiona un poco la valoración de la compañía. Este tipo de empresas deben ser empresas de crecimiento, y por tanto deben registrar crecimientos importantes de sus ventas y de sus beneficios durante los próximos años. Si lo consiguen, los ratios de hoy nos sirven de poco, o por lo menos nunca nos van a dar unos "buenos" ratios. Tampoco creo que sea bueno irse a dentro de cuatro o cinco años. Pero fijarnos en lo que puede conseguir una compañía dentro de un año o año y medio, creo que puede ser una buena referencia.

Así que voy a estimar ahora que en 2012 van a conseguir las cifras esperadas antes de salir a Bolsa para este año 2011. Es decir, que con un año de retraso pero tomaré el EBITDA de 3 millones de euros para 2012. Es un crecimiento fuerte pero que dada la evolución de la compañía y dado el paso tan importante hecho en 2010 pasando de un EBITDA negativo de 1,63 millones a uno positivo de 1,24 millones de euros (+2,87 millones de EBITDA), creo que es factible.

CATENON	
Precio Acción (4 nov 11)	2,29
Nº Acciones (mill.)	13,19
Capitalización (mill.)	30,22
Deuda Neta (mill.)	5,50
Valor Empresa (VE) (mill.)	35,72
EBITDA 2011e (mill.)	1,30
EBITDA 2012e (mill.)	3,00
VE / EBITDA 2011e	27,47
Deuda Neta / EBITDA11e	4,23
VE / EBITDA 2012e	11,91
Deuda Neta / EBITDA12e	1,83

Por lo tanto, los ratios esperados para 2012 ya serían unos ratios más razonables. El Valor Empresa (VE) estaría por el entorno de 12 veces el EBITDA y el endeudamiento si lo mantiene por lo niveles de 5,5 millones de euros sería inferior a dos veces el EBITDA.

Madrid, 4 de noviembre de 2011

Por lo tanto, a día de hoy, sin más datos y con lo visto en sus cuentas, creo que la cotización de Catenon es una cotización ajustada a la realidad que vive la compañía. Sinceramente no creo que sea un chollo comprar acciones a 2,29 euros pero tampoco creo que estén “caras”. Entiendo con estos números que a día de hoy no sería una inversión atractiva ya que todavía para un inversor “estándar” existe mucho riesgo. No habrá confirmación de haber conseguido unos EBITDAs buenos para la cotización que hoy marca la compañía hasta por lo menos un año y medio. Con lo que el famoso “margen de maniobra” para las inversiones en Bolsa pienso que no lo tenemos. Pero lo que pasa siempre es que si esperamos mucho, la cotización se nos podrá ir y cuando la compañía consiga un EBITDA de cuatro o cinco millones de euros, la cotización ya se nos habrá escapado.

En definitiva, creo que Catenon es una empresa muy interesante, que puede conseguir algo muy importante y que podrá ser una gran empresa global con unos elevados beneficios en unos años pero en la que a día de hoy y dada su cotización no invertiría por todo el riesgo que lleva aparejada esta inversión. De todas formas, es una empresa que seguiré y que como dispare sus resultados en poco tiempo y la acción no suba con fuerza, seguro que será un buen momento para invertir en ella.