

El Modelo de Negocio de Google

Este artículo fue escrito por Sean Stannard-Stockton, presidente y CEO de Ensemble Capital.

Voy a hablar sobre nuestra inversión en **Alphabet [GOOGL]**, el holding que controla Google. Si bien la compañía se ha movido a muchas áreas fuera de los anuncios de búsqueda, 20 años después de su fundación, la base de la máquina de beneficios de Google sigue siendo su **negocio publicitario, esa es la base del modelo de negocio de Google**. Como dijo Larry Ellison por primera vez en 2006, Google es «un pony de un solo truco, pero es un truco increíble».

Cómo hacer el seguimiento del modelo de negocio de Google

Lo sorprendente es lo constante que ha sido el crecimiento del negocio publicitario de Google incluso frente a los cambios masivos en Internet, y lo más importante, el cambio a la informática móvil. Creemos que la métrica clave para que los inversores realicen un seguimiento del negocio publicitario de Google es observar la tasa de crecimiento de los ingresos publicitarios netos en relación con la moneda neta de los costes de adquisición de tráfico. Esta es básicamente la cantidad de dinero que Google recauda de todos sus productos publicitarios después de restar la cantidad que pagan para adquirir tráfico en sus sitios.

Por ejemplo, cuando busca algo en tu iPhone, los resultados que obtienes son los resultados de Google. Esto se debe a que Google le paga a Apple para que los convierta en el motor de búsqueda predeterminado en los iPhones. Sorprendentemente, desde 2016, la compañía ha reportado un crecimiento promedio en esta métrica clave del 20% y cada informe trimestral muestra un crecimiento de entre el 17% y el 23%. De hecho, más de la mitad de todos los informes trimestrales han visto esta métrica aumentar en un 1% por encima o por debajo del promedio del 20%.

¿Es el modelo de negocio de Google sostenible en el tiempo?

No se supone que las empresas de alto crecimiento exhiban este tipo de estabilidad. Pero piensa en lo que impulsa el crecimiento de Google. El factor de demanda más importante es el tiempo que las personas pasan conectadas *online*. Si bien muchas compañías tecnológicas ofrecen productos discretivos que ven una demanda variable y pueden ver caídas abruptas cuando la economía se debilita, postularíamos que el tiempo que pasan *online* es más un comportamiento del tipo básico del consumidor. En las buenas y en las malas, las personas de todo el mundo recurren a los productos de Google para responder a sus preguntas. La naturaleza persistente de este alto nivel de crecimiento es notable y ha sido fundamental para incrementar el valor intrínseco de Alphabet.

Cómo YouTube aporta al negocio de Google

Ese crecimiento está siendo empujado en parte por **YouTube**. Con más de 5 mil millones de videos de YouTube vistos todos los días y creciendo, la oportunidad publicitaria es enorme y

una gran adición **al modelo de negocio de Google**. Dependiendo de tu propio uso de YouTube, es posible que no aprecies completamente el poder de esta plataforma.

Si bien es famoso por los videos virales de gatos y similares, YouTube es efectivamente la plataforma de video global predeterminada para contenido que no es de TV. Con más y más tiempo dedicado a consumir videos *online*, YouTube está en la primera posición para beneficiarse. Si bien los productos de suscripción pagada como Netflix pueden ser un mejor modelo comercial para contenido de calidad curada como televisión y películas, el formato de YouTube con publicidad es muy superior para contenido no narrativo de formato corto.

Curiosamente, Google no desglosa las finanzas independientes de YouTube, dejando que la comunidad inversora adivine qué tan rentable es actualmente. Muchos inversores creen que YouTube es actualmente menos rentable que Google en general y, sin embargo, a medida que crecen, se volverán más rentables, lo que llevará a un crecimiento de los beneficios más prolongado y rápido de lo que podría parecer a primera vista.

Si bien somos algo ambivalentes acerca de la validez de esta tesis, principalmente porque creemos que el crecimiento de los beneficios impulsado por YouTube es necesario para compensar la desaceleración de otras partes del negocio de Google y, por lo tanto, no es estrictamente aditivo para el crecimiento corporativo, creemos que la ruptura de las finanzas de YouTube va a ocurrir en poco tiempo y puede tener un impacto positivo dramático en la comprensión de los inversores de las perspectivas a largo plazo de Google.

Google y Other Bets

YouTube no es la única parte de Alphabet que puede tener más valor de lo que generalmente se aprecia. Cuando formaron Alphabet, crearon dos subsegmentos, Google y lo que denominan "*Other Bets*". El grupo *Other Bets* contiene lo que Google llamó históricamente *Moonshots*, como Waymo, su negocio de vehículos autónomos; Fiber y Loon, sus negocios de acceso a Internet; y Verily, su negocio de ciencias de la salud. Hoy, el segmento de *Other Bets* está perdiendo aproximadamente US\$4 mil millones al año. Pero cuando digo "perder" me refiero a que están quemando esta cantidad de efectivo mientras buscan construir negocios rentables. Hoy, la existencia de *Other Bets* dentro de Alphabet reduce los beneficios reportados de la compañía en aproximadamente un 10%.

Por lo tanto, dado su actual modelo de negocio, Alphabet podría incrementar los beneficios actuales en un 10% simplemente cerrando *Other Bets*. Por supuesto, eso sería un error. Cualquier inversor razonable sabe que Waymo en particular, pero también las otras partes de *Other Bets*, tienen un valor significativo. Entonces, al pensar en el valor de Alphabet, debes eliminar el segmento de *Other Bets* que actualmente pierde dinero, valorar a Google como un negocio independiente sin las pérdidas de *Other Bets* y luego agregar a eso lo que creas que es el valor de *Other Bets*.

Por supuesto, el valor de *Other Bets* es muy incierto. Hemos visto a algunos inversores hablar sobre el valor de Alphabet en relación con un múltiplo de PER al que debería cotizar. Pero dados los beneficios negativos de *Other Bets*, esta metodología valora implícitamente *Other Bets* como un pasivo.

Créame, hay una amplia gama de capitalistas de riesgo que felizmente tomarían posesión de *Other Bets* y, por lo tanto, claramente no es una responsabilidad. También hemos visto que algunos analistas atribuyen hasta US\$100 mil millones de valor solo a Waymo. Si bien Waymo es muy valioso, en nuestra opinión, sobre una base probabilística, US\$100 mil

millones es una estimación demasiado alta. Podría valer tanto, pero podría valer mucho menos. De hecho, Waymo incluso podría terminar fracasando sin obtener ni un dólar de beneficio.

El futuro de Alphabet

Nosotros calculamos que después de eliminar las pérdidas de *Other Bets* y eliminar el exceso de caja que Google tiene en su balance general (no todo su efectivo, solo esa cantidad que creemos que no es necesaria para gestionar la empresa), Alphabet se cotiza a alrededor de 20x lo que esperamos que ganen en 2019. Dada la tasa de crecimiento de la compañía y sus fuertes rendimientos sobre el capital invertido, creemos que las acciones tendrán un buen desempeño desde estos niveles.

Dicho esto, tenemos dos preocupaciones sobre la directiva de la empresa. En general, evaluamos la gestión empresarial principalmente en función de su capacidad para crear valor y su capacidad para asignar el exceso de flujo de caja. En la primera pregunta, Google sobresale. Es sorprendente que con **su modelo de negocio, Google** se haya convertido en una de las empresas más valiosas que el mundo haya visto hasta 20 años después de su fundación. Como mencioné anteriormente, sus servicios se han convertido en una parte necesaria de la vida moderna, casi una forma de oxígeno para las poblaciones conectadas a Internet.

Google y la asignación de capital excedente

Pero al asignar su capital excedente hemos sido menos entusiastas. Si bien Google ha sido criticado en el pasado por las fusiones y adquisiciones en las que participan, YouTube y DoubleClick son dos adquisiciones enormemente exitosas con YouTube clasificada como una de las adquisiciones más inteligentes en la era de Internet. Pero Google ahora ha construido fondos de financiación de efectivo que claramente tienen más de lo que necesitarán, y creemos que los accionistas estarían mejor atendidos si la compañía comenzara a pagar un dividendo, recomprasen acciones y usaran más deuda en su estructura de capital para financiar más su retorno sobre el capital. Esperábamos que Ruth Porat, la directora financiera que trajeron de Morgan Stanley, fuera fundamental para mejorar la asignación de capital. Pero después de algunas señales positivas iniciales, parece que, por alguna razón, Porat ya no se enfoca en hacer que esto suceda.

Google y su directiva

El otro problema de la directiva que estamos dando seguimiento son las relaciones de la compañía con su base de empleados. Durante casi toda su historia, Google ha sido considerado uno de los mejores lugares para trabajar. Han sido pioneros en gran parte de lo que consideramos la cultura corporativa moderna de Silicon Valley con una base de empleados que han estado entusiasmados con la empresa. Pero el año pasado, las preocupaciones de los empleados sobre el trabajo de la empresa con el ejército y las cuestiones de igualdad de género y acoso sexual se convirtieron en focos de tensión entre la dirección y los empleados. De particular interés para nosotros fueron los diversos informes sobre la empresa pagando grandes indemnizaciones por despido a empleados clave de alto nivel que fueron expulsados después de las acusaciones de acoso sexual.

En nuestra opinión, el manejo de estos casos por parte de la directiva de Google no ha sido bueno. Creemos que, por la salud a corto plazo de su cultura corporativa y su capacidad a

largo plazo para atraer a los mejores y más brillantes empleados, deben hacerlo mejor. Por “hacerlo mejor” nos referimos a comportarse de una manera que satisfaga a su base de empleados y mantenga la creencia de que Google es uno de los mejores lugares para trabajar para las personas más inteligentes y con más conocimientos técnicos del mundo. En la medida en que la empresa no sea capaz de gestionar las relaciones con los empleados de forma constructiva, nuestra confianza en el éxito a largo plazo del negocio se deterioraría y si decidiéramos vender nuestra posición, algo que actualmente no estamos contemplando, sería debido a nuestra valoración de la salud a largo plazo de la compañía, que depende en gran medida de que la empresa mantenga una cultura corporativa positiva.