

Resumen BIE 2022: Thor Industries

NOTA DEL EDITOR: *Este es un resumen de la tesis de inversión que será presentada en Best Ideas en Español 2022.*

* * *



Tesis de inversión

Thor Industries [NYSE: THO] es una empresa estadounidense dedicada a la fabricación de vehículos de recreo (RVs), tanto tráileres como autocaravanas. Tras una década en la que la empresa ha ejecutado una política de adquisiciones muy bien ejecutada con el fin de consolidar el sector, Thor es el líder indisputable por cuota de mercado y amplitud de

producto. La industria de fabricación de RVs presenta características atractivas para inversores con un horizonte temporal a largo plazo. Además, el equipo directivo (junto con el Presidente Emérito de la compañía) está alineado con los accionistas y cuenta con una gran experiencia en el sector.

Los principales puntos de la tesis de inversión son:

- Aunque es una industria cíclica, el sector de los vehículos recreativos es un nicho de mercado con una estructura oligopolística estable, un largo y constante historial de sólida creación de valor para los accionistas y prácticamente ninguna competencia por parte de productores extranjeros. Estas características han hecho que Thor no haya presentado un año con pérdidas en las últimas tres décadas.
- Thor ocupa posiciones de liderazgo tanto en el segmento de vehículos remolcables como en el de vehículos motorizados, con cuotas de mercado en 2022 del 41% y el 48%, respectivamente. Aunque el proceso de fabricación de vehículos recreativos no está muy automatizado, por lo que las economías de escala derivadas de los mayores niveles de producción son, en el mejor de los casos, modestas, el tamaño ayuda a la hora de tratar con los distribuidores y proveedores y establecer las mejores prácticas. Thor también ocupa una posición de liderazgo en el mercado europeo gracias a la adquisición de Erwin Hymer Group (EHG) en 2019. El mercado europeo está mucho más fragmentado que el estadounidense, y podría ser una fuente de crecimiento futuro para Thor.
- Thor cuenta con un sólido balance y un atractivo programa de remuneración al accionista, compuesto por un dividendo creciente y una autorización de recompra de acciones de 250 millones de dólares (aproximadamente el 6% de la capitalización bursátil actual).
- La valoración de las acciones de Thor descuenta escenarios muy pesimistas a futuro. A 76 dólares por acción, la empresa tiene un EV de aproximadamente 5.400 millones de dólares, lo que implica unos múltiplos EV/NOA'22 y EV/NOI'22 de 1,1x y 5,6x, respectivamente. En términos apalancados, Thor cotiza a un P/BV de 1,1x y un P/E'22 de 4,4x. Teniendo en cuenta que la rentabilidad media de los activos netos de explotación (RNOA) de Thor se ha situado en torno al 20% durante la última década (ROE del 19%), y que los beneficios residuales han crecido a buen ritmo, el nivel de descuento al que cotizan las acciones es excesivo. Suponiendo una tasa de descuento del 8% (EV), una tasa de crecimiento del 2% en los beneficios residuales y unos RNOA futuros mucho más bajos (14%), arrojaría un precio objetivo de 160\$, lo que implicaría una rentabilidad de los fondos propios del 15,6% a perpetuidad.

Riesgos a la baja

- La demanda a largo plazo en EEUU se estabiliza por debajo de las 350k. unidades, bien sea por falta de interés o porque la desaceleración económica es más larga de lo prevista.
- La industria de componentes para RVs se ha consolidado mucho en la última década (LCI Industries, Patrick Industries), y aunque la relación es buena, consolidación adicional podría erosionar el poder negociador de Thor.
- Aunque la industria de distribución de RVs está muy atomizada actualmente, está habiendo una oleada de consolidaciones por parte de algunos participantes (RV Retailer, Camping World) que podría debilitar el poder negociador de Thor a largo plazo.
- A largo plazo, la introducción de RVs autónomos puede despertar el interés de OEMs de autos de participar en la industria de RVs aumentando la competencia.

Riesgos al alza

- Recompras de acciones a estos niveles o por debajo.
- Thor sigue adquiriendo empresas europeas a valoraciones razonables para consolidar el sector.
- Adquisiciones adicionales upstream (componentes) a valoraciones razonables.