Ideas y Valor

Tesis de inversión: Finlogic SpA

Jarg89 (26/09/2018) 4 comentarios

Finlogic SpA (BIT:FNL)

- Empresa italiana que capitaliza unos 40 millones de euros. Se dedica al sector *labeling*, ofreciéndote desde el sistema de etiquetas, pasando

Autor del blog

Jarg89

Ingeniero industrial y MBA. Inversor value.

Envía tu consulta

- Empresa defensiva y que se ha comportado de manera excelente en el pasado. No paró de crecer ni en los peores momentos de la crisis y no entró en pérdidas en ningún año.
- Su producto representa muy poco del producto final del cliente, pero es clave en su proceso. Esto le permite tener unos beneficios muy recurrentes y evita que el cliente busque alternativas.
- Retorno anual en un escenario base conservador de entre 14 y 16%, incluyendo dividendo.

Resumen de las cifras (ajustadas)				
EV/FCF 2018e	EV/EBITDA 2018e	ROE	ROCE	Margen EBIT
12,5	7,8	14%	29%	15%

Introducción:

Origen de la idea:

Después de analizar Tecnoinvestimenti, decidí seguir con el mercado italiano para ver qué joyas podía encontrar en un país estigmatizado por sus cambios de gobierno y su alta deuda, pero con una zona industrial muy fuerte en el norte y en la que confiaba encontrar algo que me gustase, siguiendo un poco el ejemplo de Magallanes con su fondo de *microcaps*, donde han estado encontrando buenas joyas en este país.

Entre todas las empresas de este país, encontré una empresa de alta calidad, con un producto que representa un precio ínfimo respecto al producto final de cualquier empresa, pero que es clave en cualquier proceso. Al ver esta empresa me vino a la mente empresas de alta calidad como Fusch Petrolub o WD-40 (el 3 en 1 de USA), empresas con un producto clave, donde se busca calidad antes que precio, y donde no hay incentivos para cambiar de producto, ya que el ahorro que

Más recomendado

1 Tesis de Inversión: Tecnoinvestimenti

2 Tesis de Inversión: Creightons PLC

3 Tesis de inversión: Finlogic SpA

Etiquetas en este blog

Análisis fundamental
buscando valor
Creightons PLC
Growth
microcap
tecnoinvestimenti (TECN)

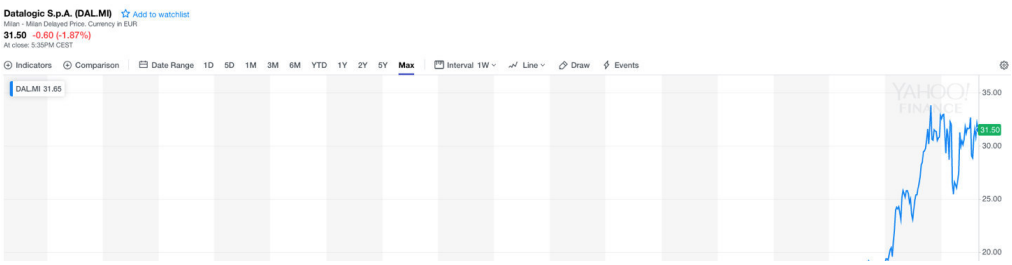
podcast #44 sobre distribuidores, recomendable si queréis ver el potencia de esta web y qué rápido vio su utilidad Vicenzo).

La empresa a lo largo de los años ha conseguido varios premios, como por ejemplo en 2008 recibiendo el “Packaging Oscar” o clasificándose entre las mejores PYME en 2012.

En 2014 empezó su andadura en el mundo de las adquisiciones comprando IDlog SrL y diversificando el negocio hacia el mundo del hardware, ofreciendo productos de lectura de códigos de barras y etiquetas. La siguiente adquisición sería en 2016, comprando Primetec que le introdujo en el mundo de los sistemas de impresión digital para etiquetas.

La IPO tuvo lugar en el 2017. Durante la cual la familia Volta a través de su holding Hydra SpA adquirió el 10,25% de las acciones para apoyar el crecimiento e internacionalización de Finlogic SpA.

La familia Volta es dueña de Datalogic, que es una empresa de captura de datos (en algunos puntos compite con Finlogic) y de automatización de procesos. Cotiza en bolsa y podemos ver lo bien que lo ha hecho en el pasado:



1 Con las prisas de la mañana se me olvidó felicitarte por la idea y "lo cu...

Lualobus Hoy a las 16:56

2 Hola, Primero, agradecerte el comentario y que resaltes los puntos que menos

Jarg89 Hoy a las 13:40

3 Tiene buena pinta. Veo cosas muy buenas : no la sigue casi nadie, familia...

Lualobus Hoy a las 08:48

4 Gran análisis, muy completo, enhorabuena

Sector y negocio

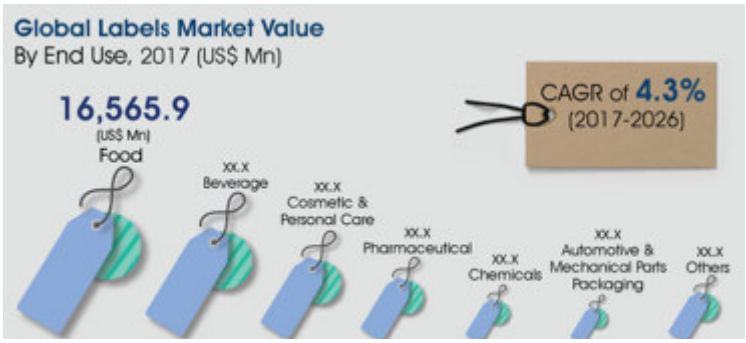
¿Qué podemos esperar de los sectores donde trabaja Finlogic?

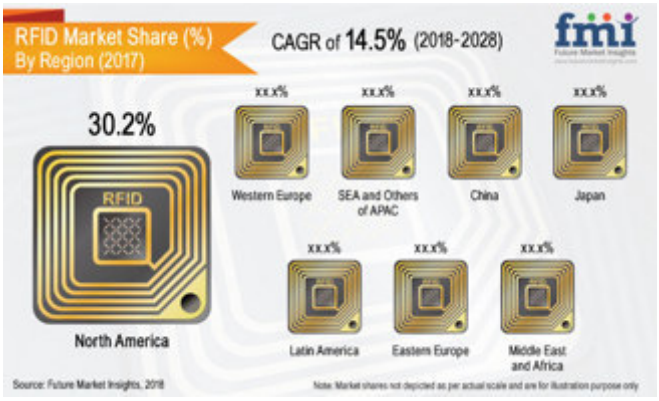
Las perspectivas del sector son buenas, y se espera un gran crecimiento en los próximos años.

En el sector de etiquetas (casi 2/3 de las ventas de Finlogic), se espera que siga creciendo de manera estable. Enumeraré las fuentes que he encontrado en internet sobre el crecimiento del sector:

- FINAT espera un crecimiento en la industria europea de al menos 5% anual entre 2019 y 2020.
- Smithers Pira cree que el crecimiento será del 5,4% anual entre 2016 y 2021.
- Future Markets Insights que prevé un crecimiento del 4,3% desde 2017 a 2026.
- Research and markets prevén un crecimiento anual del 6,4% entre 2016 y 2023. Siendo el sector más importante el alimentario, seguido del farmacéutico.

Me gustaría destacar lo restrictivos que se están volviendo muchos países sobre el contenido de los alimentos (información obtenido de los anteriores papers y del resarch de Gulfood), siendo el etiquetado un factor determinante.





Destacan sobre todo el sector salud/farmacéutico, donde la identificación es clave para no equivocarse con los pacientes y los medicamentos, aunque como hablaremos más adelante, se puede usar para más sectores.

Por otro lado, se espera que el sector de identificación automática y captura de datos (entre un cuarto y un tercio de las ventas de Finlogic) crezca en torno al 11% CAGR entre 2017 y 2022, alcanzando un total de 71,7 B$. Este crecimiento viene de tres factores.

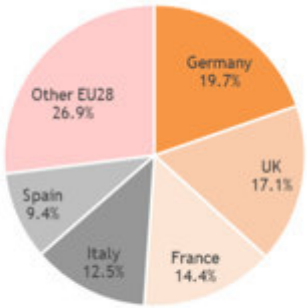
- Necesidad de eliminar la captura manual de datos.
- Impulso legislativo para usar esta clase de sistemas.
- Crecimiento del *e-commerce*.

¿Y Finlogic qué hace?

Hablemos del negocio de Finlogic. Es un *holding* de varias empresas donde al negocio original de etiquetas se han añadido complementos para poder ofrecer al cliente una oferta lo más holística posible. El negocio original se basa en la impresión de etiquetas y distribución a los clientes para, una vez en su poder, imprimir la información final (fecha de caducidad, lote, trazabilidad, etc.). Aquí un resumen del proceso de Finlogic:

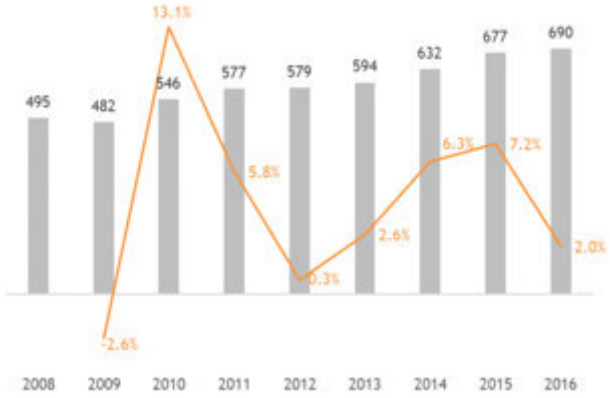
tener un control total sobre todo el proceso, ofreciendo un servicio integral, tanto del software como del hardware.

En cuanto a los productos tecnológicos (impresoras, lectores, etc.), destacar que están aliados con varias marcas importantes que les permite distribuir productos de primera calidad. Como ejemplo, el acuerdo con SATO se inició en 2010 y se volvió a renovar en 2017, algo que hace pensar que las dos partes están contentas y cabe esperar que suceda lo mismo con el resto de proveedores.



Source: Assografici on Eurostat data

El mercado en Italia ha crecido así en los últimos años:



Creciendo Finlogic por encima de la media, ganando cuota de mercado e incrementando su ventaja sobre los competidores. Aquí podemos ver que el CAGR de las ventas del sector entre 2008 y 2016 ha sido del 4,2%.

Dati rilevati dal mercato

Intero Campione Conto economico	2008 €/mln	%	2012 €/mln	%	2013 €/mln	%	2014 €/mln	%	2015 €/mln	%	2016 €/mln	%	CAGR '16-'08
Ricavi netti	495,5		578,9		594,1		631,6		676,8		690,1		4,2%
Variaz. % anno prec.					*2,6%*		*6,3%*		*7,2%*		*2,0%*		
Valore aggiunto	141,4	28,5%	169,6	29,3%	178,0	30,0%	191,5	30,3%	209,2	30,9%	212,1	30,7%	5,2%
Variaz. % anno prec.					*4,9%*		*7,6%*		*9,2%*		*1,4%*		
Margine operativo lordo (Ebitda)	49,0	9,9%	58,3	10,1%	64,2	10,8%	71,8	11,4%	84,9	12,6%	85,3	12,4%	7,2%
Variaz. % anno prec.													

Finlogic se sitúa entre las principales compañías por tamaño del sector en Italia:

Class (€mn of turnover)	# of Companies	%	Turnover by class (€mn)	%
> 10	17	18%	344	50%
5 - 10	31	33%	225	33%
2.5 - 10	24	26%	94	14%
< 2.5	21	23%	27	4%
Total	93	100%	690	100%

Sus principales competidores son los siguientes (información ofrecida por la compañía):

Company	Business	Employees (2015)	Turnover (2015)
Nuceria Adesivi S.r.l.	• Self-adhesive labels • Packaging solutions	250	€58.6mn
Open Data S.r.l.	• Labels and accessories • Bar codes, printers, pricing machines	56	€22.5mn
Aro S.p.A.	• Labels and special labels (Ink-Jet, Screen printing)	46	€9.3mn
Ario S.r.l.	• Labels, sleeve and ribbon for thermal transfer printing	27	€8.9mn
Pilot Italia S.p.A.	• Combined printing	110	€23.0mn
Industria Grafica Eurostampa S.p.A.	• Labels for Food and Beverage and Cosmetics	800+	€131.0mn

Hay dos empresas que destacan por tamaño respecto a las demás, pero ninguna está tan integrada en el proceso y tan diversificada en sectores y clientes como puede estar Finlogic. Es una pena que ninguna cotice en bolsa para poder compararlas.

Es un sector muy atomizado y abierto a la consolidación, del cual se está aprovechando Finlogic para poder hacer adquisiciones a buen precio.

cualquier empresa no está dispuesta a ahorrar una minucia y correr el riesgo de que la etiqueta nueva no funcione, se deteriore y no puede leerse, etc. Me recuerdo a los casos como comenté anterior de Fusch Petrolub, WD-40 o el Loctite de Henkel.

Si somos académicos, este foso defensivo se puede llamar **switching costs**, resaltando dos sub-tipos:

Brand-specific training: hay una fase de aprendizaje tanto para las máquinas (impresoras, lectores, etc.) como para el software que se utiliza, que actúa como barrera de entrada de los competidores.

Search costs: viendo el punto anterior, señalar que la compañía está muy integrada en todo el proceso del cliente, haciendo que sea muy difícil plantearse el cambio. El coste de buscar una alternativa y comprobar que son de calidad, actúa como gran *moat* de la compañía. ¿Para qué arriesgarse a buscar otro producto que apenas genere ahorro de costes y correr el riesgo de que algo salga mal (que se despegue la etiqueta, que se borre algún dato importante, etc.)? Esto se nota a la hora de robar cuota de mercado.

Junto a este primero foso, me gustaría destacar una ventaja que ayuda a la compañía a mantener, e incluso ganar, *market share*: la **reputación**. Como ejemplo, a la hora de entrar en grandes compañías como Coca-Cola, Finlogic está empezando a fabricar ciertas etiquetas para Coca-Cola Suiza, entrando poco a poco y robando así cuota de mercado. También ayuda el poder hacer una oferta integral, que es algo que en estos momentos ningún competidor ofrece. Relacionado con esto, la empresa se compromete a tener un plazo de entrega de 8-10 días, cumpliéndolo en todos los casos y evitando a su vez, que empresas geográficamente 'lejanas' puedan entrar en su territorio.

Para terminar, tampoco podemos despreciar el otro foso de la empresa,

Azionista	Numero azioni	%
BF Capital Srl	4.400.000	63,22%
Hydra SpA	713.400	10,25%
Italcode Srl	200.000	2,87%
Altri azionisti < 5%	1.646.320	23,65%
TOTALE	**6.959.720**	**100,00%**

Italcode Srl y BF Capital Srl están controlados por la familia Battista, fundadora de Finlogic. Esto representa un 66,09% de las acciones.

Junto a la familia Battista, podemos encontrar a la familia Volta a través del holding Hydra SpA. La familia Volta es la dueña de Datalogic, empresa que capitaliza unos 1,8B € y que lo ha hecho muy bien en bolsa en el pasado. Que esta familia se fije en Finlogic e invierta en ella es una gran señal, y una demostración de que también han visto valor.

Los directivos también tienen algo de acciones. Tanto Costantino Natale (CEO) como Rossana Battista (miembro de la junta) adquirieron poco después de la IPO 6.000 acciones cada uno. He podido hablar personalmente con Costantino y me ha parecido una persona que sabe lo que hace. No han dudado en darme las ventas, EBITDA, EBIT y resultados netos desde 2006, lo que me ha permitido hacerme una mejor idea de cómo se puede comportar la empresa en una posible recesión. También me ha respondido todas las preguntas que les he hecho y podían responder. No es una directiva con mucho *skin in the game*, pero sí que tienen algo de acciones y es probable que puedan ampliarlas en el futuro.

Además de lo anterior, he podido hablar con un empleado de la compañía, y pese a que no tiene acciones porque financieramente no estaba en sus mejores momentos, sí que se plantea comprarlas en cuanto esté en una mejor situación. He podido comprobar que están contentos con su situación y el ambiente laboral; y hay muchas personas que llevan varios años trabajando, demostrando una baja

Me gustaría hablar de las adquisiciones: su objetivo es comprar empresas en un rango de entre 3,5 y 4 veces EBITDA, buscando compañías que les permita explorar otras divisiones y aumentar el *cross-selling*. Sí que he podido ver que estos múltiplos se están cumpliendo, incluso alguna empresa pequeña como Reditalia se ha pagado a prácticamente 3 veces EBITDA o Tecmark Srl comprada a 3,2 veces EBITDA 2017. He visto que son empresas aparentemente de calidad y con ventas crecientes, que aportan un valor añadido a la empresa. El ROCE (sin tener en cuenta el goodwill) en 2017 era del 33%, y teniendo en cuenta el goodwill de un 29%. De acuerdo a lo que me ha dicho el CEO, el objetivo es invertir unos 9 millones de € en adquisiciones y capex en los próximos 3 años.

Una de las cosas que me gustan de las adquisiciones es que incluyen *earn-outs*, alineando a la actual directiva y cubriéndose las espaldas, además de que en algunas casos han conseguir una alineación superior al convencer al propietario de la empresa adquirida a comprar acciones de Finlogic, como es el caso de Marco Roz (Tecmark y Multitek) que invirtió 250.000€ en acciones.

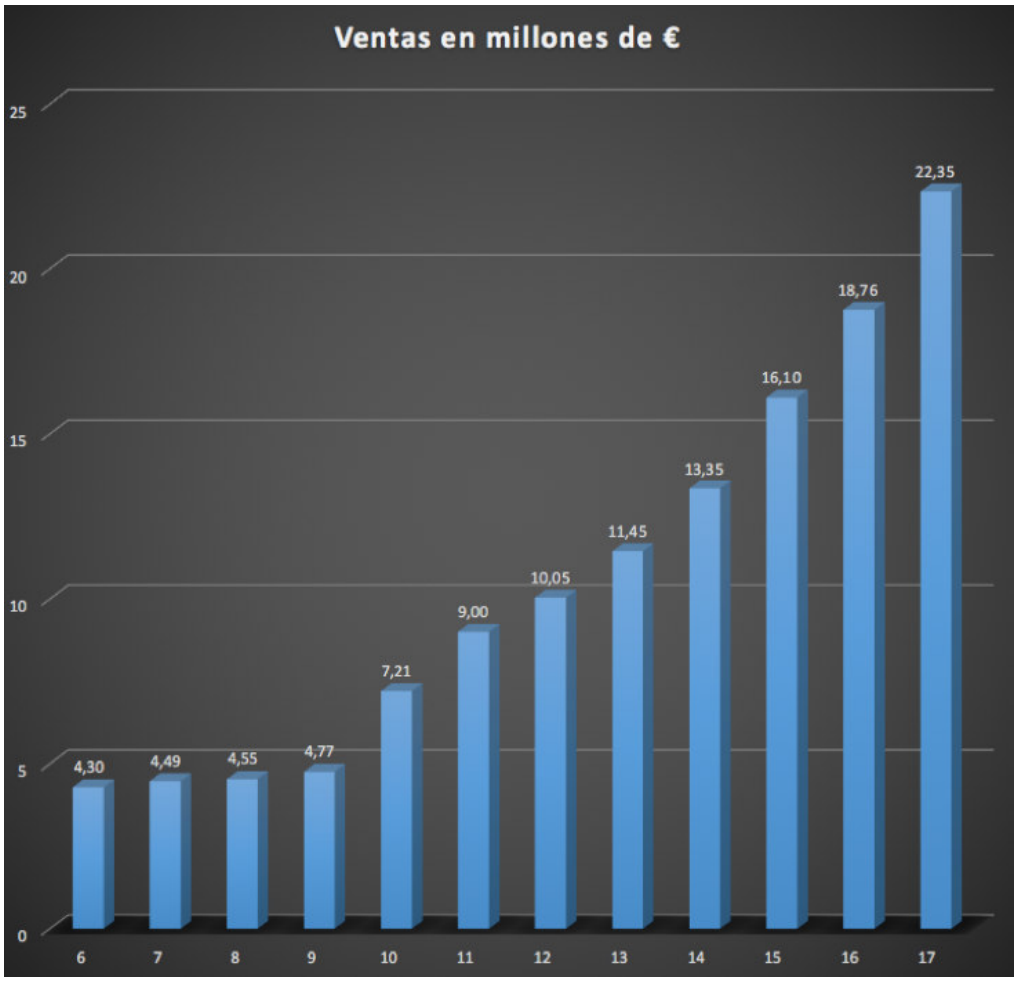
El free-float es (aparentemente) del 23.65%, pero en realidad es algo menor, debido a pequeños accionistas como el CEO, otros miembros de junta, ex propietarios de empresas adquiridas, etc.

Lo que menos me ha gustado es la política de pago de dividendo, pero es un mal menor ya que la empresa es generadora de caja, no tiene deuda y se lo puede permitir. La recompra de acciones no entra en sus planes de momento debido al escaso *free-float* y la iliquidez de la empresa, pero esperan poder implementarlo en años venideros.

¿Quién audita?

Para terminar con este apartado me gustaría destacar que está

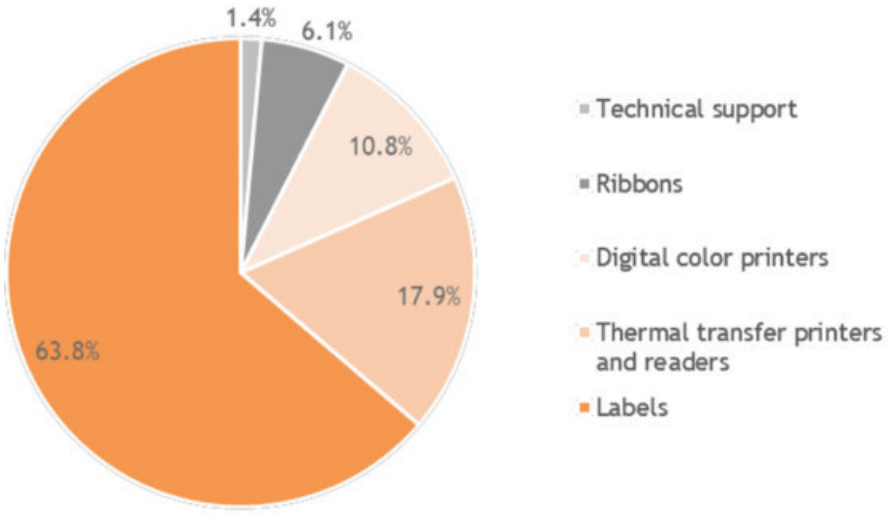
Los datos desde 2006, como he dicho antes, me los han facilitado desde el departamento de *investor relations*:



Son simplemente espectaculares. En la siguiente tabla os hago un resumen del CAGR en los últimos, 10, 5 y 3 años:

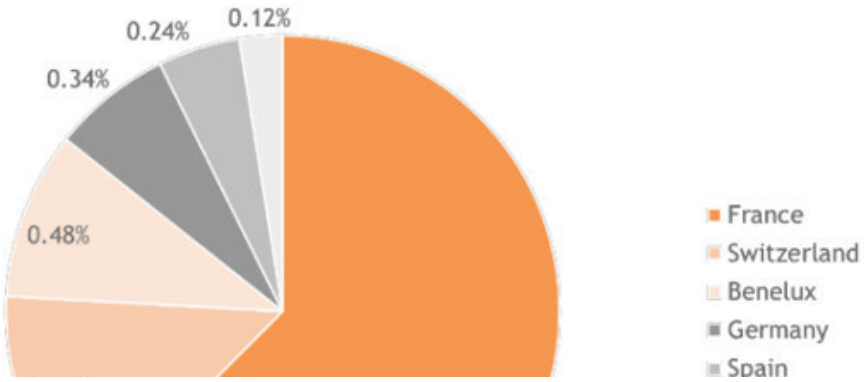
CAGR 10 yrs	**17,42%**
CAGR 5 yrs	**17,34%**
CAGR 3 yrs	**18,73%**

Dos puntos clave a destacar:



Siendo todavía muy importante la parte de etiquetas y consumibles (69,9%), se está diversificando también en dispositivos (28,7%). Esta última línea de negocio que nombro, quizás no sea tan recurrente como la parte de etiquetas, pero sí que aporta un control integral del proceso y ofrece unas buenas perspectivas de futuro.

En cuanto a la distribución geográfica, en 2017 Italia representaba el 94,9% de las mismas y el resto en países europeos siguiendo la siguiente distribución:



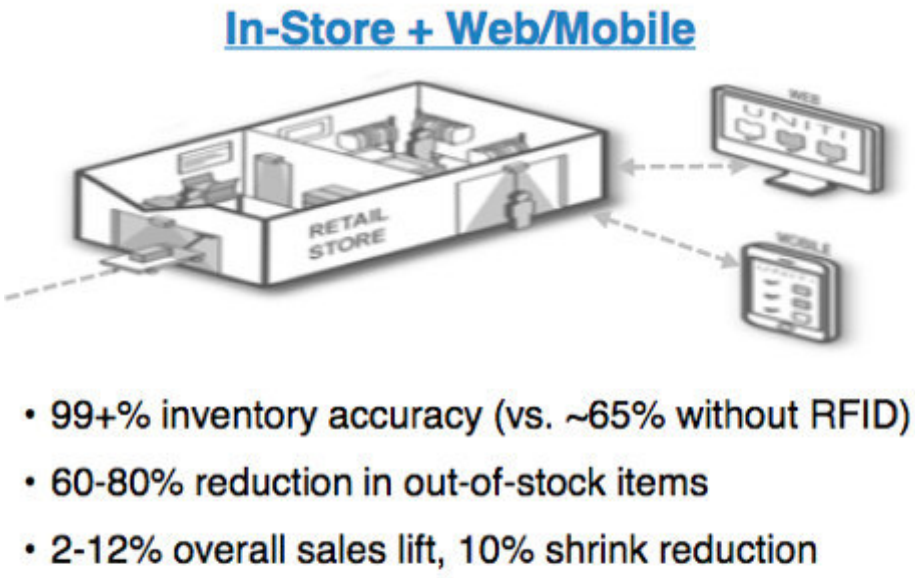
Los clientes os sonarán, y ninguno de ellos representa más del 3% de las ventas, por lo que en este sentido están muy bien diversificados:

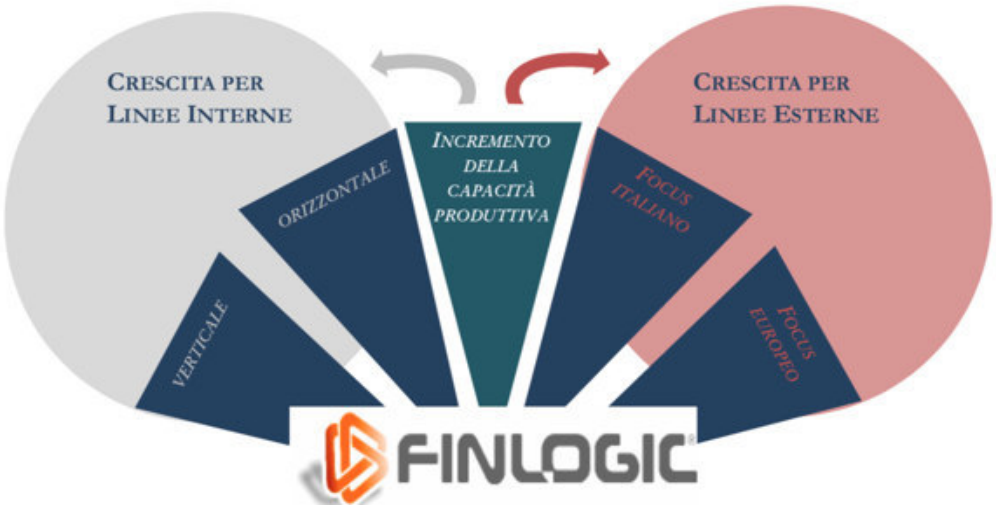
Además pertenecen a varios sectores como los siguientes:

- Sector alimentación: cárnico, hortofrutícola, sector lácteo (quesos), etc. Es muy estable y resistente en las crisis.

- Sector seguridad: etiqueta para asegurar que no se ha abierto el paquete. Puede estar muy relacionado con la venta online o con ciertos productos que requieran un certificado especial de seguridad.

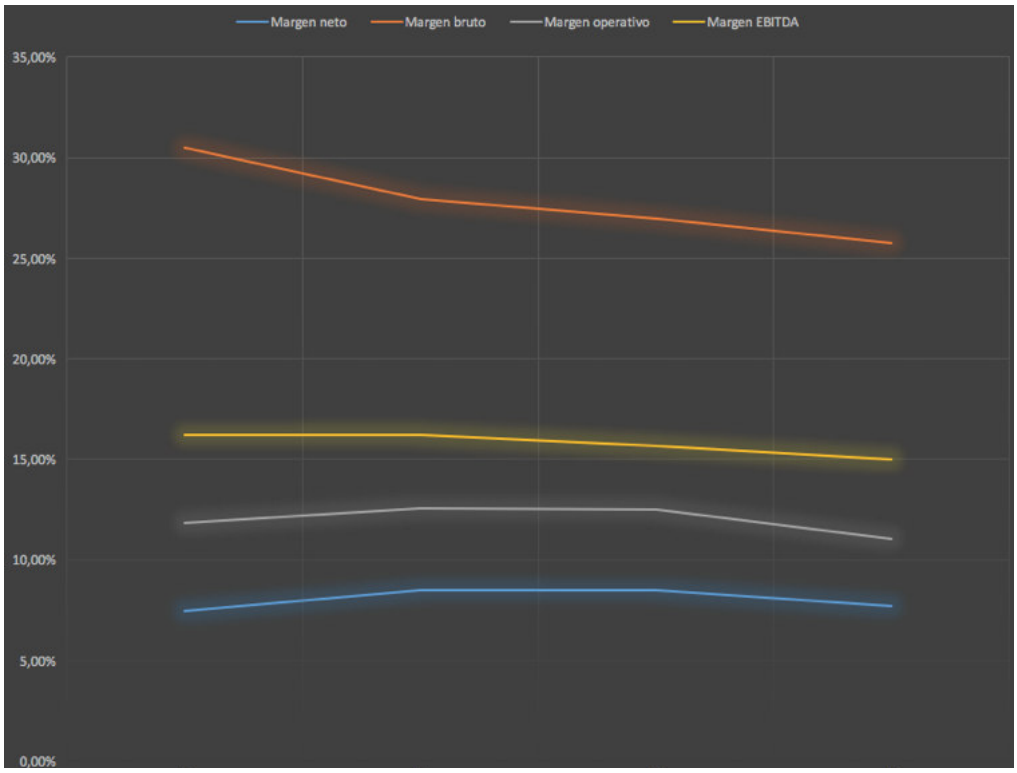
- Sector viveros.
- Etiquetas inteligentes: en este apartado pueden tener bastantes vientos de cola de la tecnología RFID (Radio Frecuency IDentification), no solo se da información cuantitativa si no también cualitativa. Aplicación que se está desarrollando mucho en el sector salud, tanto para los productos como para los pacientes. Se está empezando a exigir como un estándar. También con posibilidades de aplicación en otros sectores, como por ejemplo en parques de atracciones o cualquier local recreativo o de acceso restringido para socios. Adjunto un esquema de cómo puede mejorar la logística un sistema de etiqueta de RFID.



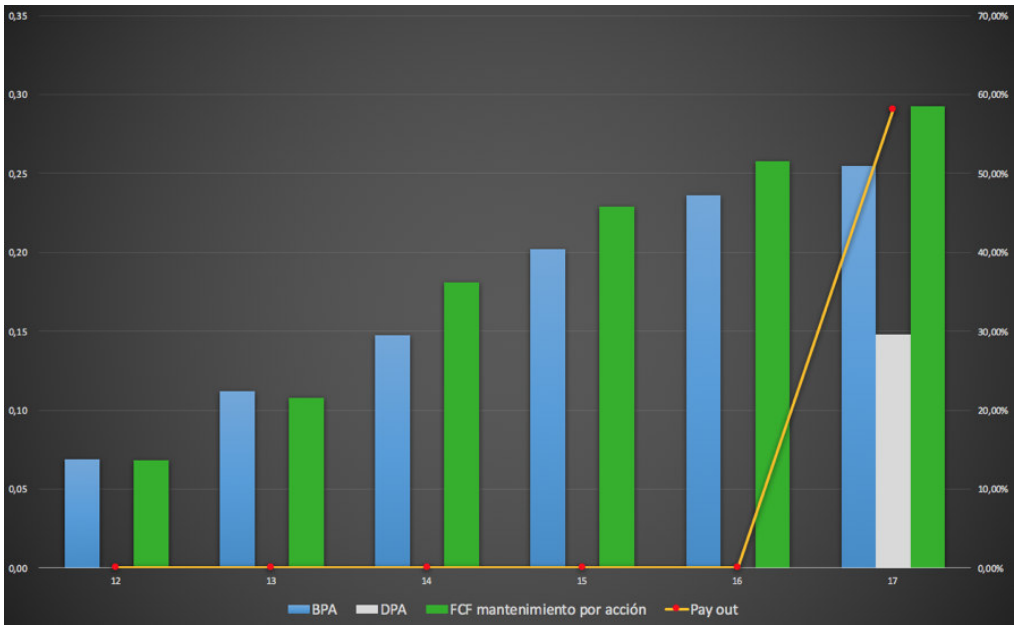


Márgenes:

Veamos la evolución de los márgenes en los últimos años:



Para terminar, me gustaría mostrar la evolución del BPA, DPA y FCF por acción:



El crecimiento del FCF per share y EPS es impresionante para un negocio "tan sencillo" como el de "hacer etiquetas". Aquí podemos ver el CAGR de los últimos 3-5 años tanto del FCF como del EPS:

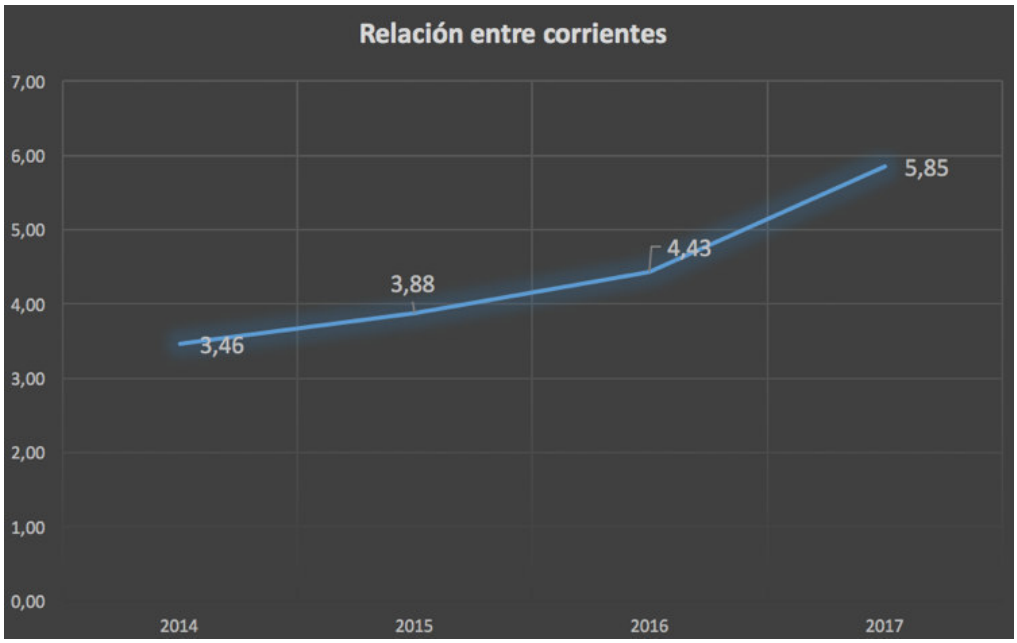
FCF per share:

CAGR 3 yrs	**17,38%**
CAGR 5 yrs	**33,73%**

EPS:

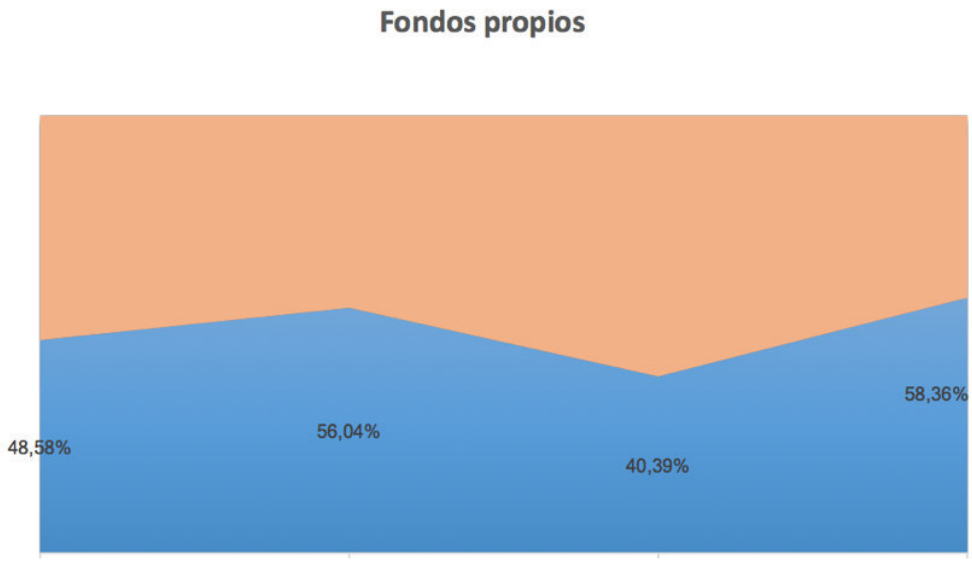
CAGR 3 yrs	**20,05%**
CAGR 5 yrs	**30,03%**

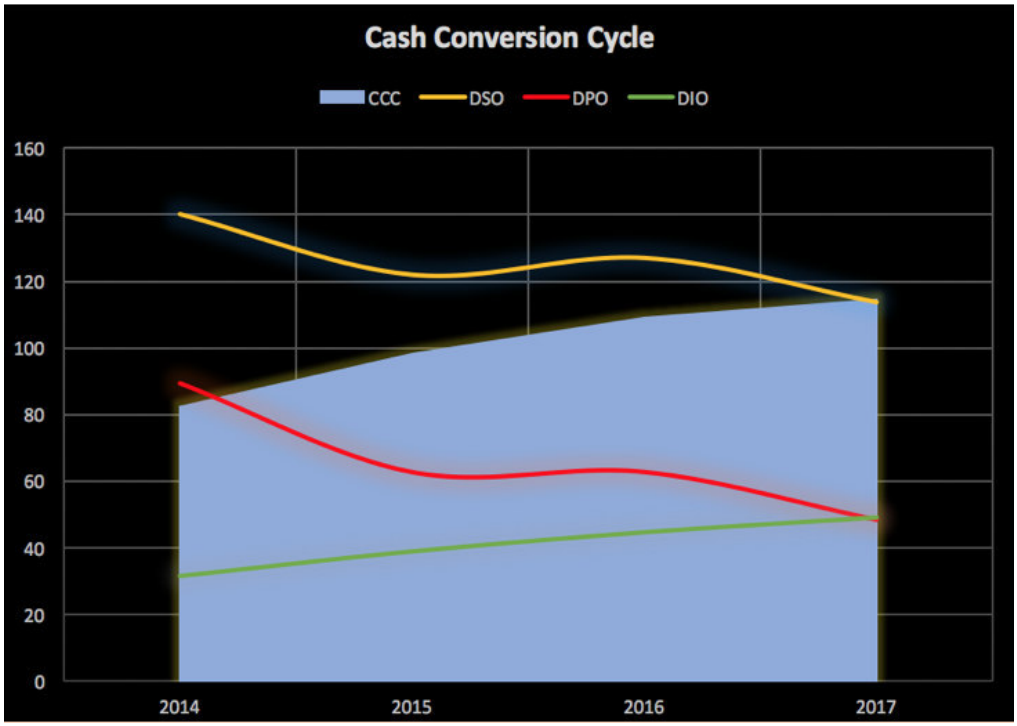
Balance:



Fondos propios:

Los fondos propios de la compañía también son muy estables y en unos rangos también muy conservadores, no veo problemas en este aspecto.



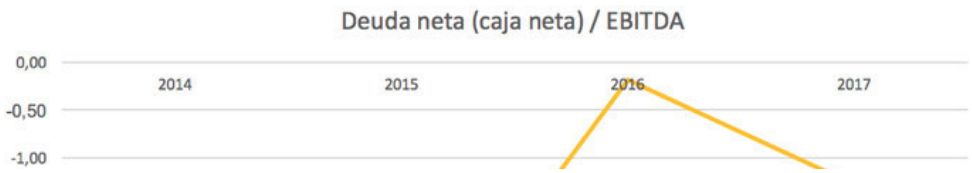


La tendencia está siendo a aumentar el CCC poco a poco, principalmente por un aumento de los inventarios, que de acuerdo al CEO, se debe al cambio del mix de productos. Pese a esta explicación, el inventario es un punto a vigilar y creo que hay margen de mejora en este aspecto.

Los DSO y DPO siguen una tendencia parecida y no he visto nada raro.

Deuda:

La deuda es totalmente inexistente ya que hay caja neta. Aquí una evolución de la caja neta respecto al EBITDA de los últimos años:



últimamente, podemos entender que no están sobrepagando por las compañías.

Medidas de rentabilidad:

El ROE se ha movido en un rango del 15-25%. Y el ROCE de este año es del 30%. Dos indicadores muy por encima de la media de la bolsa y que nos confirma las sospechas que ya teníamos: es una buena empresa.

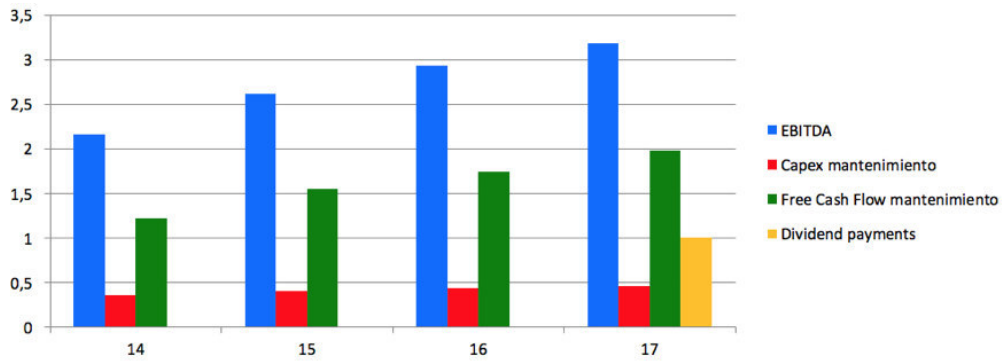
Warrants:

Para dar por cerrada esta sección, me gustaría destacar unos *warrants* que tienen emitidos la empresa, y que si todo va bien, se ejecutarán y provocarán una pequeña dilución que he tenido más tarde en cuenta en la valoración.

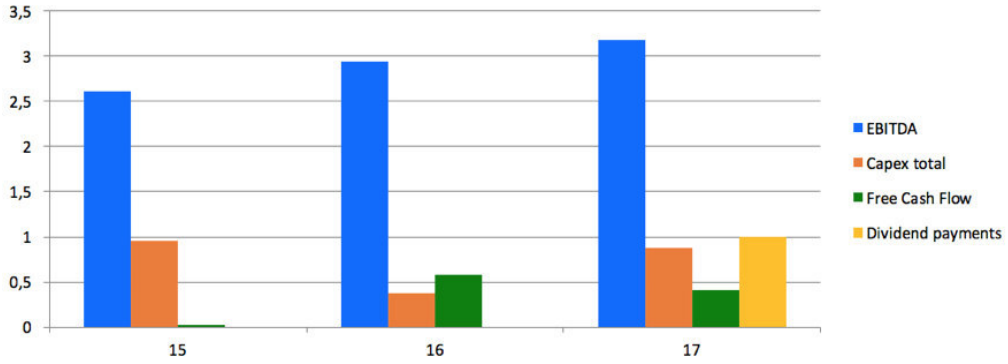
Flujos de caja:

Veamos la evolución de los flujos de caja de los últimos años:

Capex de mantenimiento:



Podemos ver el aumento saludable tanto del EBITDA como del FCF de mantenimiento con el paso de los años. Este año se ha empezado a repartir dividendo, y representan en torno al 50% del FCF. Veremos en el



Vemos que en los años anteriores sobró FCF tras la inversión del capex total. Este año ha sido el primero en repartir dividendo, y pese a que no se ha cubierto por completo el dividendo con el FCF, sí que se ha usado la caja neta que tiene la compañía para cumplir con todas las salidas de capital.

De momento no hay problema en repartir dividendo ya que hay mucha caja neta. Visto el plan de 9 millones de € en inversiones en 3 años, no creo que la compañía llegue al punto de plantearse el apalancamiento, pero llegado el momento, lo inteligente sería cortar el dividendo antes que pedir deuda.

Competencia:

Antes de pasar con la valoración, me gustaría hacer una comparativa con los distintos *peers* que me ha parecido adecuados y más representativos por cercanía y tipo de negocio, ya que entre los principales competidores que comenté en el apartado de "sector y negocio", ninguna cotiza en bolsa:

Ticker	Finlogic SpA	Nilörn Gruppen	Avery Dennison Corp	Datalogic S.p.A.	Fuji Seal international
Market cap (EUR millions)	38	90	8.200	1.856	1.790
Operating Margin	11,03%	12,01%	10,42%	13,77%	7,46%
Net Debt / EBITDA	-1,29	-0,09	1,83	-0,40	0,34
ROE	14,13%	44,60%	28,58%	17,85%	7,20%
ROCE	32,88%	47,30%	12,87%	11,13%	6,14%
CAGR - 10 yr (sales)	17,42%	12,22%	-0,16%	5,32%	6,69%
CAGR - 5 yr (sales)	17,34%	15,56%	2,44%	5,58%	9,24%

gusta mucho pero creo que Finlogic tiene un componente tecnológico más potente y más posibilidades de crecer. Nilörn ha tenido un Q1 duro, con decrecimiento de ventas y contracción de márgenes, pero parece que se ha vuelto a revertir en el Q2 mejorando márgenes y con un crecimiento de ventas del 8%. Empresa recomendada por si queréis otra buena idea de inversión.

- **Avery Dennison Corp:** empresa que también hace etiquetas (incluyendo RFID) pero con varias líneas de negocio distintas, como señales para autopistas, algo de packaging de alimentación, etiquetas para ropa, vinilos de colores para arquitectura, etc. Están girando el negocio hacia etiquetas de más valor añadido como Finlogic, y desarrollar también la tecnología RFID. Gracias a este giro en su estrategia, esperan un crecimiento orgánico de 4-5% y otro 4-5% mediante M&A; a la vez que esperan aumentar el margen operativo.
- **Datalogic S.p.A.:** empresa que italiana que tiene un 10,25% de Finlogic S.p.A. Empresa que lo ha hecho muy bien en bolsa y que se dedica a la lectura automática de datos y su tratamiento posterior. Empresa familiar con Hydra controlado el 64,7% de la compañía. Se dedica a sistema de tratamiento de datos y lectura automática. Pretenden seguir creciendo a un dígito, entre el 5-8%. Ventas muy internacionales.
- **Fuji Seal International:** es una empresa japonesa centrada en varios tipos de etiquetas (80,4% de las ventas) aunque también oferta packaging y maquinaria especializada. También hace etiquetas para botellas tipo Coca-Cola o las típicas de los champús, desodorantes, etc.

Mi conclusión al analizarlas a todas es que Finlogic es la empresa con mayor crecimiento futuro y cotiza con descuento respecto al grupo comparativo que he seleccionado. Salvo Nilörngruppen AB que cotiza también algo deprimida y a la que considero de peor calidad y con menor moat, el resto de peers cotizan con bastante prima debido a lo

Tampoco hay mucha información en páginas webs como morningstar, yahoo finance, 4-traders, etc.

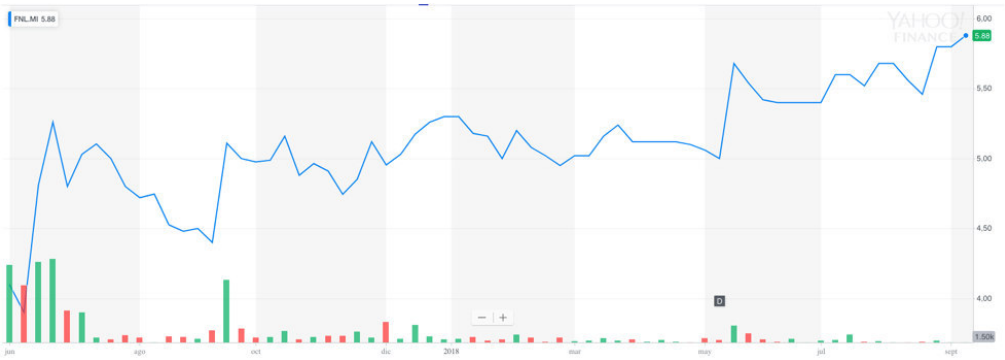
- **País:** Italia no es EEUU o Reino Unido. Está sufriendo un proceso político convulso como lo hemos tenido aquí en España o, de una manera más grave, en Grecia hace unos años. Me gustaría señalar que las empresas de calidad han prosperado tanto en España como en Grecia, y creo que así puede suceder en Italia y que esto está generando una buena oportunidad para pescar en río revuelto. No obstante, es importante estar al tanto de los movimientos del país. Resaltar que es una empresa del norte de Italia, zona con un gran entramado industrial y que se puede aprovechar de su situación para expandirse en los países de alrededor.
- **Negocio familiar**: pese al buen desempeño de esta clase de empresas, sobre todo cuanto más pequeñas es (de acuerdo al *research* 'The CS Family 1000 in 2018' de Credit Suisse) esta clase de negocio puede cotizar con descuento, ya que esta clase de empresas puede ser más reacia a que sea opada o tiende a ser más conservadora en el balance, algo mal visto por muchos actores del mercado, sobre todo los centrados en el corto plazo.

Riesgos:

- **Riesgo país**: como hemos comentado antes, es una de la razones por las que está barata, pero a su vez, un gran riesgo. Una situación como el Brexit en Italia podría ser devastadora, debido a su gran peso en ventas en ese país. No obstante, al vender a negocios muy estables, se mitiga relativamente este riesgo; además de buscar la expansión internacional.
- **Disrupción**: en torno a un cuarto de la compañía está basado en tecnología, que puede sufrir disrupciones. La empresa trabaja en ofrecer la nueva tecnología RFID, pero aunque no haya encontrado ningún producto disruptivo, sí que podría darse en el medio plazo una

Cotización y situación actual:

Respecto a la cotización, a fecha del análisis, la empresa está prácticamente en máximos históricos:



La valoración por los principales ratios con los resultados que he estimado para 2018 son los siguientes:

PER	13,7
EV/FCF	12,5
EV/EBITDA	7,8
EV/EBIT	9,3

Valoración:

Por último, para valorar la empresa, voy a exponer 3 escenarios. Antes de ponerme con ellos, me gustaría destacar que la empresa tiene emitidos un plan de warrants que termina en 2021 y que al 100% se ejecutarán. He tenido en cuenta la dilución en todos los casos.

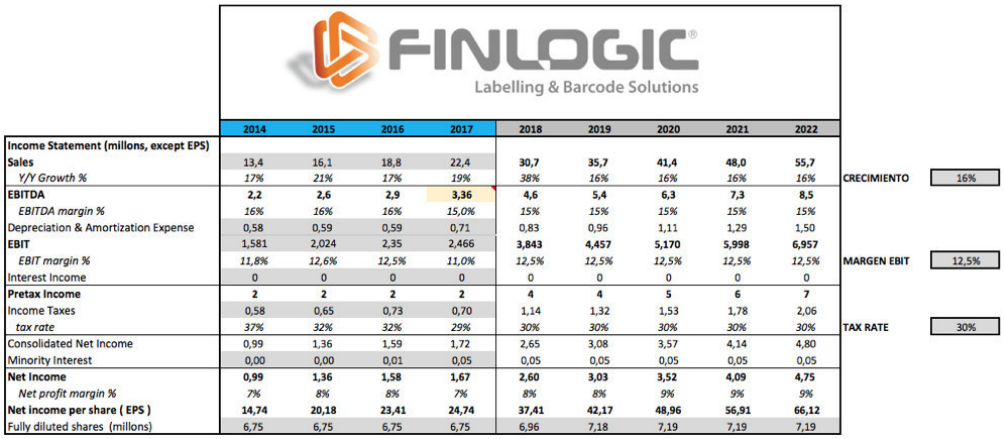
Caso 1: base

- Crecimiento y márgenes: me he basado en el plan estratégico que tiene la empresa para los próximos 3 años de invertir en crecimiento,

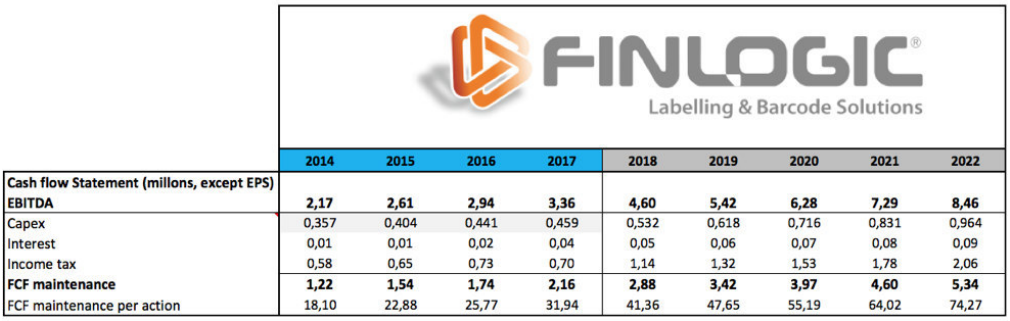
Puede llegar más crecimiento por M&A este mismo año, pero mejor ser conservador.

- Esperan aumentar los márgenes, pero estimo que se mantienen en un rango conservador.
- Pese a los ratios a los que cotiza la competencia y ser una empresa de alto crecimiento, le aplico unos múltiplos razonables como es EV/FCF de 14 y EV/EBITDA de 8,5.

Mi modelo queda como el siguiente:



Income Statement (millons, except EPS)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
Sales	13,4	16,1	18,8	22,4	**30,7**	**35,7**	**41,4**	**48,0**	**55,7**		
Y/Y Growth %	*17%*	*21%*	*17%*	*19%*	*38%*	*16%*	*16%*	*16%*	*16%*	CRECIMIENTO	16%
EBITDA	**2,2**	**2,6**	**2,9**	**3,36**	**4,6**	**5,4**	**6,3**	**7,3**	**8,5**		
EBITDA margin %	*16%*	*16%*	*16%*	*15,0%*	*15%*	*15%*	*15%*	*15%*	*15%*		
Depreciation & Amortization Expense	0,58	0,59	0,59	0,71	0,83	0,96	1,11	1,29	1,50		
EBIT	1,581	2,024	2,35	2,466	**3,843**	**4,457**	**5,170**	**5,998**	**6,957**		
EBIT margin %	*11,8%*	*12,6%*	*12,5%*	*11,0%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,5%*	MARGEN EBIT	12,5%
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Pretax Income	**2**	**2**	**2**	**2**	**4**	**4**	**5**	**6**	**7**		
Income Taxes	0,58	0,65	0,73	0,70	1,14	1,32	1,53	1,78	2,06		
tax rate	*37%*	*32%*	*32%*	*29%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	TAX RATE	30%
Consolidated Net Income	0,99	1,36	1,59	1,72	2,65	3,08	3,57	4,14	4,80		
Minority Interest	0,00	0,00	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05		
Net Income	**0,99**	**1,36**	**1,58**	**1,67**	**2,60**	**3,03**	**3,52**	**4,09**	**4,75**		
Net profit margin %	*7%*	*8%*	*8%*	*7%*	*8%*	*8%*	*9%*	*9%*	*9%*		
Net income per share (EPS)	**14,74**	**20,18**	**23,41**	**24,74**	**37,41**	**42,17**	**48,96**	**56,91**	**66,12**		
Fully diluted shares (millons)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,96	7,18	7,19	7,19	7,19		



Cash flow Statement (millons, except EPS)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	**2,17**	**2,61**	**2,94**	**3,36**	**4,60**	**5,42**	**6,28**	**7,29**	**8,46**
Capex	0,357	0,404	0,441	0,459	0,532	0,618	0,716	0,831	0,964
Interest	0,01	0,01	0,02	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09
Income tax	0,58	0,65	0,73	0,70	1,14	1,32	1,53	1,78	2,06
FCF maintenance	**1,22**	**1,54**	**1,74**	**2,16**	**2,88**	**3,42**	**3,97**	**4,60**	**5,34**
FCF maintenance per action	18,10	22,88	25,77	31,94	41,36	47,65	55,19	64,02	74,27

Valuation (millons, except EPS)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Market price:	5,7

hasta el 11%. Es un escenario en mi opinión poco probable, pero podría surgir una nueva tecnología de etiquetado que sustituyese a los productos de Finlogic y forzase los márgenes.

- Tasa impositiva del 30%.
- La empresa deja de invertir y decide guardar el dinero en caja.
- El mercado paga menos por la empresa, un P/FCF de 12 y un EV/EBITDA de 7,5.

Este es el modelo que obtengo:

FINLOGIC® Labelling & Barcode Solutions

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
Income Statement (millons, except EPS)											
Sales	13,4	16,1	18,8	22,4	**30,7**	**32,1**	**33,6**	**35,1**	**36,7**		
Y/Y Growth %	*17%*	*21%*	*17%*	*19%*	*38%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	**CRECIMIENTO**	4,5%
EBITDA	**2,2**	**2,6**	**2,9**	**3,36**	**4,6**	**4,3**	**4,5**	**4,7**	**4,9**		
EBITDA margin %	*16%*	*16%*	*16%*	*15,0%*	*15%*	*13%*	*13%*	*13%*	*13%*		
Depreciation & Amortization Expense	0,58	0,59	0,59	0,71	0,75	0,78	0,81	0,85	0,89		
EBIT	1,581	2,024	2,35	2,466	**3,843**	**3,534**	**3,693**	**3,859**	**4,032**		
EBIT margin %	*11,8%*	*12,6%*	*12,5%*	*11,0%*	*12,5%*	*11,0%*	*11,0%*	*11,0%*	*11,0%*	**MARGEN EBIT**	11,0%
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Pretax Income	**2**	**2**	**2**	**2**	**4**	**3**	**4**	**4**	**4**		
Income Taxes	0,58	0,65	0,73	0,70	1,14	1,05	1,09	1,14	1,19		
tax rate	*37%*	*32%*	*32%*	*29%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	**TAX RATE**	30%
Consolidated Net Income	0,99	1,36	1,59	1,72	2,66	2,44	2,55	2,66	2,78		
Minority Interest	0,00	0,00	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05		
Net Income	**0,99**	**1,36**	**1,58**	**1,67**	**2,61**	**2,39**	**2,50**	**2,61**	**2,73**		
Net profit margin %	*7%*	*8%*	*8%*	*7%*	*8%*	*7%*	*7%*	*7%*	*7%*		
Net income per share (EPS)	**14,74**	**20,18**	**23,41**	**24,74**	**37,46**	**33,28**	**34,76**	**36,35**	**38,02**		
Fully diluted shares (millons)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,96	7,18	7,19	7,19	7,19		

FINLOGIC® Labelling & Barcode Solutions

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cash flow Statement (millons, except EPS)									
EBITDA	**2,17**	**2,61**	**2,94**	**3,36**	**4,60**	**4,31**	**4,51**	**4,71**	**4,92**
Capex	0,357	0,404	0,441	0,459	0,480	0,501	0,524	0,547	0,572
Interest	0,01	0,01	0,02	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06
Income tax	0,58	0,65	0,73	0,70	1,14	1,05	1,09	1,14	1,19
FCF maintenance	**1,22**	**1,54**	**1,74**	**2,16**	**2,93**	**2,72**	**2,84**	**2,97**	**3,10**
FCF maintenance per action	18,10	22,88	25,77	31,94	42,17	37,85	39,50	41,28	43,13

FINLOGIC® Labelling & Barcode Solutions

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
Valuation (millons, except EPS)										**Market price:**	5,7

probabilidad de que la empresa no crezca o que incluso baje las ventas es reducida. No obstante, hace falta considerarlo, ninguna inversión es 100% segura.

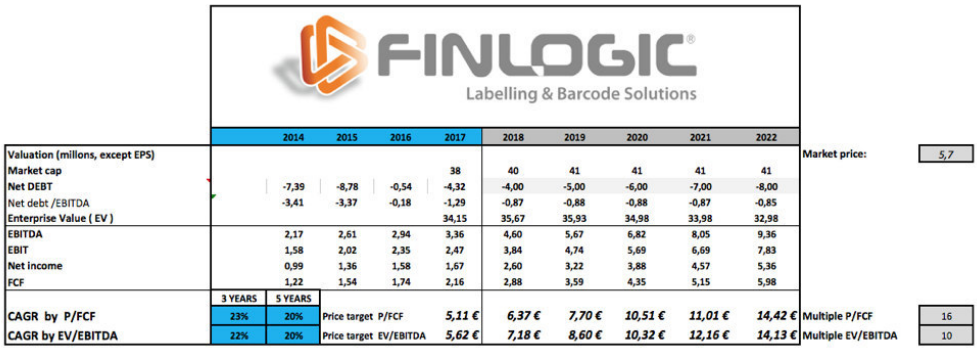
Caso 3: optimista

- Crecimiento y márgenes: estimo que la directiva cumple el plan y se invierten los 9 millones de € en los próximos 3 años comprando a empresas en el rango alto de 4 veces EBITDA. Tomo como crecimiento orgánico anual un 7%, bastante inferior a lo visto en el pasado y que se pueda esperar del futuro. Estimo que la empresa sigue invirtiendo en los siguientes años el flujo de caja libre generado. Proyecto que los márgenes se mantienen pese a que el objetivo es aumentarlos según aumente la escala y la venta cruzada.
- Tasa impositiva del 30%.
- El mercado se anima y paga un múltiplo de P/FCF de 16 veces y EV/EBITDA de 10 veces.
- La caja se reduce ligeramente por las inversiones y el pago de dividendo.

Así queda el modelo:

FINLOGIC
Labelling & Barcode Solutions

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
Income Statement (millons, except EPS)											
Sales	13,4	16,1	18,8	22,4	**30,7**	**37,9**	**45,5**	**53,5**	**62,6**		
Y/Y Growth %	*17%*	*21%*	*17%*	*19%*	*38%*	*23%*	*20%*	*18%*	*17%*		
EBITDA	**2,2**	**2,6**	**2,9**	**3,36**	**4,6**	**5,7**	**6,8**	**8,0**	**9,4**		
EBITDA margin %	*16%*	*16%*	*16%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*		
Depreciation & Amortization Expense	0,58	0,59	0,59	0,71	0,76	0,93	1,13	1,36	1,53		
EBIT	1,581	2,024	2,35	2,466	**3,843**	**4,738**	**5,688**	**6,688**	**7,825**		
EBIT margin %	*11,8%*	*12,6%*	*12,5%*	*11,0%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,5%*	*12,5%*	**MARGEN EBIT**	12,5%
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Pretax Income	**2**	**2**	**2**	**2**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**		
Income Taxes	0,58	0,65	0,73	0,70	1,14	1,40	1,69	1,98	2,32		
tax rate	*37%*	*32%*	*32%*	*29%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	**TAX RATE**	30%
Consolidated Net Income	0,99	1,36	1,59	1,72	2,65	3,27	3,93	4,62	5,41		
Minority Interest	0,00	0,00	0,01	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05		
Net Income	**0,99**	**1,36**	**1,58**	**1,67**	**2,60**	**3,22**	**3,88**	**4,57**	**5,36**		
Net profit margin %	*7%*	*8%*	*8%*	*7%*	*8%*	*9%*	*9%*	*9%*	*9%*		
Net income per share (EPS)	**14,74**	**20,18**	**23,41**	**24,74**	**37,41**	**44,90**	**53,99**	**63,62**	**74,57**		
Fully diluted shares (millons)	6,75	6,75	6,75	6,75	6,96	7,18	7,19	7,19	7,19		



		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Valuation (millons, except EPS)											Market price: 5,7
Market cap					38	40	41	41	41	41	
Net DEBT		-7,39	-8,78	-0,54	-4,32	-4,00	-5,00	-6,00	-7,00	-8,00	
Net debt /EBITDA		-3,41	-3,37	-0,18	-1,29	-0,87	-0,88	-0,88	-0,87	-0,85	
Enterprise Value (EV)					34,15	35,67	35,93	34,98	33,98	32,98	
EBITDA		2,17	2,61	2,94	3,36	4,60	5,67	6,82	8,05	9,36	
EBIT		1,58	2,02	2,35	2,47	3,84	4,74	5,69	6,69	7,83	
Net income		0,99	1,36	1,58	1,67	2,60	3,22	3,88	4,57	5,36	
FCF		1,22	1,54	1,74	2,16	2,88	3,59	4,35	5,15	5,98	
	3 YEARS	5 YEARS									
CAGR by P/FCF	23%	20%	Price target P/FCF		5,11 €	6,37 €	7,70 €	10,51 €	11,01 €	14,42 €	Multiple P/FCF 16
CAGR by EV/EBITDA	22%	20%	Price target EV/EBITDA		5,62 €	7,18 €	8,60 €	10,32 €	12,16 €	14,13 €	Multiple EV/EBITDA 10

Los retornos esperados son muy buenos, y podría ser mejores si la empresa crece orgánicamente y el gasto en inversión aumenta al acelerarse el flujo de caja libre, pero prefiero ser siempre bastante conservador e ir revisando mi modelo al alza si llega el caso. Es mi *bull case*, en el que me baso que la empresa cumple sus objetivos, algo razonable visto que han cumplido objetivos hasta ahora en el poco tiempo que llevan cotizando. También he querido ser conservador con los múltiplos que paga el mercado, debido a la iliquidez de la empresa y el país donde trabaja, pero podría llegarse a pagar bastante más según aumente el tamaño y el *free-float*.

Conclusión:

Finlogic es una *microcap* italiana que pasa bastante desapercibida y muy poco seguida. Es una empresa resistente a las crisis, con ingresos recurrentes y que crece a buen ritmo, tanto orgánicamente como mediante adquisiciones. Su plan de crecimiento es muy atractivo, adquiriendo nuevas líneas de negocio, haciendo *cross-selling* y expandiéndose internacionalmente.

La empresa sigue controlada por la familia fundadora (66%), y una empresa como Datalogic posee algo más del 10% de las acciones, algo que nos da bastante seguridad. La directiva es seria y capaz, y creo que están haciendo muy bien las adquisiciones, pagando buenos múltiplos

Los retornos en un escenario base conservador rondan el 13-16%. Creo que según crezca y aumente el *free-float* y la situación de Italia no esté demasiado agitada, el mercado se puede animar a pagar bastante más por esta empresa. Lo justo sería acercase a un PER de 20 veces y un EV/EBITDA de 15.

Gracias por haber leído hasta aquí, quedo a vuestra disposición para cualquier duda.

Growth buscando valor

Me gusta 9 Compartir 1

Recomendado por 9 usuarios Guardado por 3 usuarios

Los usuarios también visitaron

Tesis de inversión:
Creightons PLC

TECNOINVESTIMENTI

Tesis de inversión:
Tecnoinvestimenti