

Esprinet S.p.A

Septiembre 2017

Bernabe Morales
Andrés Pellicer



Hayok Capitalsm

INTRODUCCIÓN	3
1.1 ESTRUCTURA EMPRESARIAL	4
1.2 ESTRUCTURA ACCIONARIAL	5
SECTOR	7
VENTAS	9
3.1 INTRODUCCIÓN	9
3.2 DISTRIBUCIÓN DE LA FACTURACIÓN POR TIPO DE PRODUCTO.....	10
3.3 DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS VENTAS.....	12
3.4 RESUMEN	13
PRINCIPALES MAGNITUDES	15
4.2 ROCE	16
4.3 FCF.....	17
4.4 POSICIÓN FINANCIERA NETA	18
ANÁLISIS DAFO	19
5.1 FORTALEZAS	19
5.2 DEBILIDADES.....	19
5.3 OPORTUNIDADES	20
5.4 AMENAZAS.....	21
VALORACIÓN	22
DISCLAIMER	24

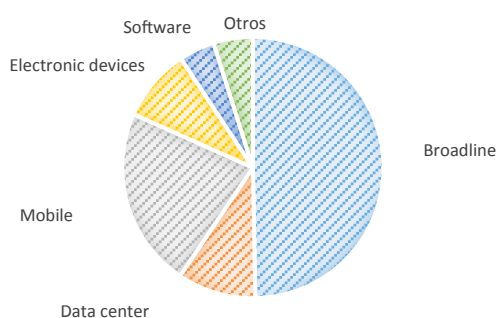
INTRODUCCIÓN

Esprinet es una **compañía italiana**, enfocada en la **distribución de productos y servicios tecnológicos**, en **Italia, y España**, y está empezando a entrar en Portugal.

Su negocio es muy sencillo, compran los productos a las grandes marcas fabricantes, y los venden al por mayor a sus clientes, que son los que entran en contacto con el cliente final. Son simples intermediarios (resellers).

Los productos que distribuyen se pueden clasificar de la siguiente manera:

- **Broad line: ordenadores portátiles, tabletas, ordenadores de mesa, impresoras, accesorios para la impresora, y componentes informáticos.**
- **Software: Virtualización, almacenamiento, seguridad, aplicaciones de escritorio, y sistemas operativos.**
- **Data center: Servidores, almacenamiento, y networking.**
- **Mobility: Telefonía móvil y accesorios.**
- **Consumer electronics: Televisiones, dispositivos digitales, dispositivos audio-visuales.**

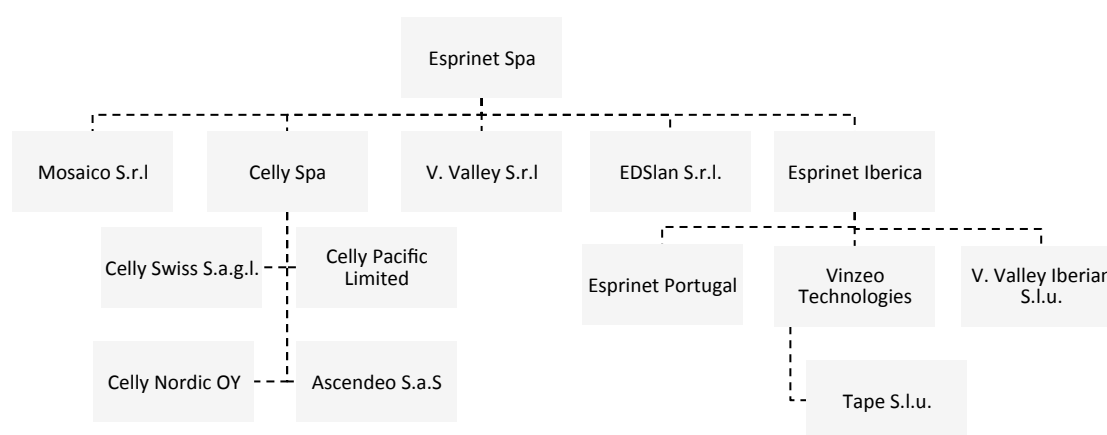


1. Distribución facturación por segmento de negocio

1.1 Estructura empresarial

El **origen** del grupo Esprinet se remonta al **año 2000**, cuando dos compañías, **Comprel y Celomax**, llevaron a cabo su **fusión**, comenzando a ejercer su actividad de distribución de forma conjunta.

Con el paso del tiempo, la compañía ha ido evolucionando hasta alcanzar la estructura empresarial actual, estructura que se muestra en la ilustración 1.1.



2. Estructura empresarial del grupo a cierre de ejercicio 2016

Esprinet Spa es la matriz, y la que junto a V. Valley S.r.l. ejercen la mayor parte de la actividad en Italia. V. Valley fue fundada en el año 2010 con el objetivo de gestionar la distribución de productos y servicios de alto valor añadido (almacenamiento, networking, software...).

Mosaico y EDslan han sido fundadas en 2016, con el objetivo de adquirir, respectivamente, los negocios de Itway Spa, enfocada en software, servers, y networking, y EDslan Spa, enfocada en soluciones tecnológicas complejas. Ambas con actividad únicamente en Italia.

Celly fue adquirida en 2014, y se dedica a la distribución de accesorios para móviles.

Finalmente, Esprinet ibérica, fundada en el año 2005 con el objetivo de englobar las compañías que adquirieron durante esa época en España, Memory Set, y UMD S.a.u; que incrementaron notablemente la presencia del grupo, hasta entonces prácticamente residual, en dicha región. Esprinet ibérica es la que

1.2 Estructura accionarial

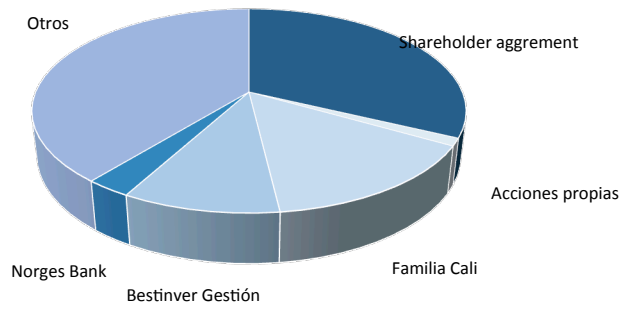
Esprinet es una compañía familiar, cuyos **accionistas de referencia son los propietarios de las empresas fusionadas** que dieron origen al nuevo grupo **en el año 2000**.

Entre los accionistas destaca Alessandro Cattani, con algo más del 1%. Alessandro es desde el año 2000 el CEO de la compañía.

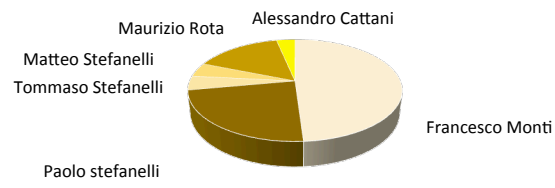
engloba todo el negocio del grupo en España.

Actualmente, sobre Esprinet ibérica cuelgan, V. Valley Iberian S.L.U; fundada en 2016 con el objetivo de adquirir el negocio de Itway en España. Vinzeo, adquirida también en 2016, tiene un negocio muy parecido, en líneas generales, al de su nuevo grupo empresarial, y Esprinet Portugal, con la que tienen intención de ir entrando progresivamente en el país.

De forma paralela, resaltar la presencia de Bestinver en el accionariado, la cual, podría resultar peligrosa en el momento en que se ejecute su salida, dado que podría conllevar un ligero descenso en el precio, al tener que deshacerse de un importante paquete de acciones.



3. Estructura accionarial del grupo

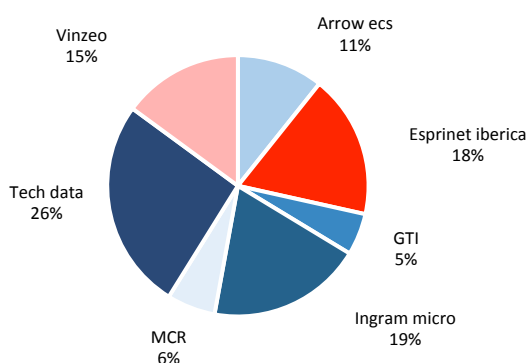


4. Estructura accionarial del shareholder agreement

Sector

Al analizar la facturación de cada una de las compañías de distribución de IT en Italia, y España, observamos como tres sobresalen por encima del resto. Estas son Esprinet, Tech data, e Ingram micro, todas ellas absolutamente comparables entre sí, al dedicarse más o menos a los mismos segmentos de negocio, expuestos en el apartado anterior.

En el caso de **España**, hasta el año 2015 **Esprinet** ocupaba la tercera posición del mercado por detrás de las otras dos, pero **tras la adquisición de Vinzeo**, cuarta clasificada por facturación, pasa a ser, si nada cambia, **líder del mercado**.

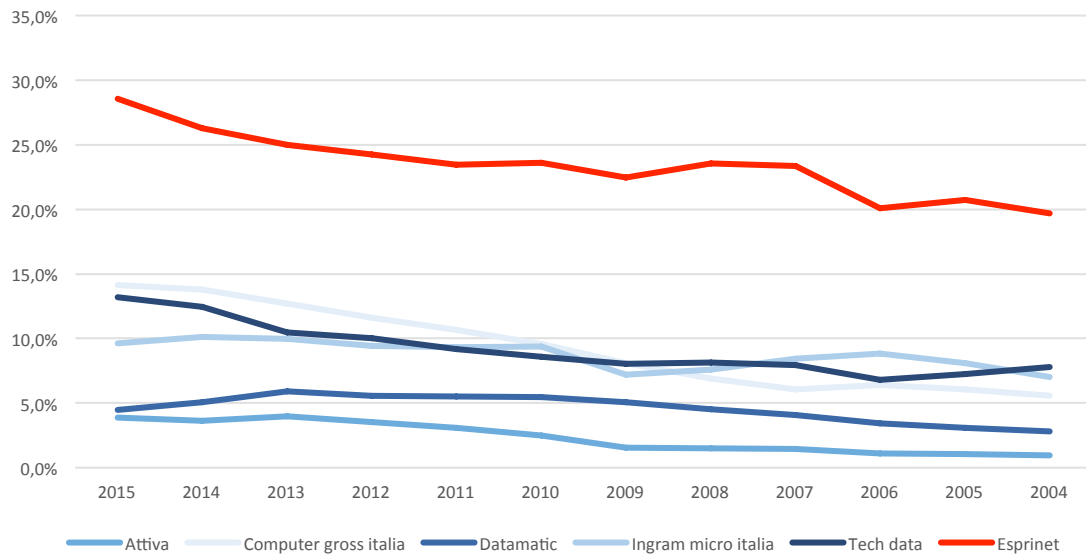


5. Cuota de mercado, por facturación, de los principales distribuidores de IT en España en 2015.

Lo que ocurre en **Italia**, es más o menos parecido, pero en este caso, la **posición de liderazgo** de Esprinet, frente a los otros dos es **mucho más fuerte**.

En Italia, de forma paralela a estas tres compañías, está computer gross, enfocado en productos "value - added" (servers, networking, storage...). Al

dedicarse únicamente a una rama de negocio, su facturación está bastante por debajo de Esprinet, y al nivel de Tech data e Ingram micro. Pero realmente, si comparamos la facturación de cada una de las cuatro compañías en esa rama, Computer gross es líder indiscutible por encima de las otras tres.



6. Evolución de la cuota de mercado, calculada a partir de la facturación, de los principales distribuidores de IT en Italia.

En líneas generales se trata de un **sector cíclico, de escaso valor añadido, de márgenes bajos, e intenso en capital**, al no poder financiar la compra de productos con la venta de los mismos, ya que el tiempo que se tarda en vender el inventario y cobrar las facturas, es superior al tiempo que se les exige para pagarlas.

Especialmente estos tres últimos factores, hacen que se trate de un sector en el que resulta difícil la entrada de nueva competencia,

salvo que acceda a través de un cambio disruptivo, que permita abrir la puerta a un nuevo nicho de mercado. Ya que, la manera de entrar sería a través de una reducción de precios en los productos, lo cual destruiría los ya de por sí bajos márgenes. Por todo ello, la manera de crecer de las compañías, es a través de adquisiciones, como el caso de Espirnet con Vinzeo, lo cual reduce la competencia, y la posible guerra entre ellos, con lo que esto implica a nivel de facturación y márgenes.

Ventas

3.1 Introducción

Existen dos formas diferentes de clasificar el crecimiento de una compañía. Por un lado, el crecimiento orgánico, que podríamos definirlo como crecimiento interno, y que está influido únicamente por factores coyunturales, y, por otro lado, el crecimiento inorgánico, que es aquel que se produce a través de la adquisición o fusión de otras compañías.

En lo que a **Esprinet** se refiere:

El **crecimiento orgánico**, está influido por **cuatro factores** que sobresalen por encima del resto:

- Los **avances en los productos tecnológicos** que ellos venden, ya que la aparición, desaparición, o transformación de algunos de ellos puede modificar la facturación.
- La **demanda de productos a distribuidores**, como Esprinet, **frente al consumo directo** a fabricantes.
- **Coyuntura económica**. Por el tipo de producto que vende, y por el tipo de cliente al que está dirigido, su comportamiento es completamente pro cíclico.
- **Cuota** o participación que tiene en los **mercados** en los que está presente.

El **crecimiento inorgánico**, durante la última década, está determinado por:

- **Vinzeo. Consolidada** desde **julio de 2016**. En el año 2016 aportó al grupo una facturación de 330 millones de €.
- **V. Valley Iberian S.L.U. consolidada** en **octubre de 2016**, esta empresa es fundada para adquirir parte del negocio de Itway en España. En el año 2016 aportó al grupo una facturación de 750.000 €.
- **EDSlan S.r.l. consolidada** en **abril de 2016**, esta empresa es fundada para adquirir el negocio de EDSlan S.p.a. En el año 2016 aportó al grupo una facturación de 55 millones de €.

- **Celly S.p.a.** El grupo Esprinet adquirió en **mayo de 2014**, el **60%** de la compañía, y en **julio de 2015**, un **20%** más. En el año 2016 aportó al grupo una facturación de 33 millones de €.
- **Mosaico S.r.l. consolidada** en **diciembre de 2016**, se fundó con el objetivo de adquirir parte del negocio de Itway en Italia.

En el caso de estas dos últimas compañías, al consolidarse, en 2013 y 2014, como activos disponibles para la venta, se observa claramente su beneficio neto, y el pequeño peso que tenían el grupo. Siendo dicho beneficio de 1,52 millones en 2013, cuando consolidan todo el año, y 1,13 millones en 2014, cuando

En el año 2016 aportó al grupo una facturación de 11 millones de €.

- **Monclick. Vendita** y desconsolidada en **febrero de 2014**.
- **Compres S.r.l. Vendita** y desconsolidada en **julio de 2014**.

consolidan solo el tiempo que permanecen en el grupo.

Es importante tener en cuenta para el ejercicio 2017 que las compañías que se consolidan en 2016, no lo hacen en enero, si no a lo largo del año, lo cual hace que en el ejercicio 2017, la facturación vaya a ser superior, si consiguen, al menos, mantener el nivel de facturación que venían teniendo.

3.2 Distribución de la facturación por tipo de producto

En la tabla siguiente se muestra la distribución de la facturación en función de los diferentes productos que vende el grupo. En ella **se pueden apreciar claramente dos de los factores que influyen** en el crecimiento orgánico de la compañía.

Por un lado, la **aparición, o transformación de productos**, en este caso las **tabletas electrónicas, y los teléfonos inteligentes**. En el año 2007, los teléfonos móviles suponían un 0,8% de la facturación del grupo, eran teléfonos mucho más rudimentarios y económicos, y las

tabletas electrónicas, prácticamente ni existían. Por el contrario, en el año 2016 suponen, un 22,3%, y 6% respectivamente.

Por otro lado, el **carácter pro cíclico**, que se observa perfectamente en la evolución de notebooks, los ordenadores de mesa o en los peripheral devices, que sufren un fuerte descenso a partir del año 2007-2008, tocando mínimos en 2012-2013, y recuperándose, poco a poco, desde entonces.

	2016	2015	2014	2013	2012	2012	2011	2010	2009	2008	2007
PC/notebooks	714,70	562,40	504,70	435,90	453,90	453,80	623,90	749,50	738,20	746,20	685,30
TLC	677,50	571,10	284,70	146,10	91,60	-	-	-	-	-	-
Mobiles	-	-	-	-	-	93,30	-	-	-	-	-
Phone devices	-	-	-	-	-	-	51,70	31,20	14,00	14,40	18,50
	677,50	571,10	284,70	146,10	91,60	93,30	51,70	31,20	14,00	14,40	18,50
PC/Desktops	268,70	264,00	245,50	196,20	195,40	161,70	226,10	253,90	208,30	240,70	239,10
Monitors	-	-	-	-	-	49,90	60,70	71,00	74,70	106,10	117,20
	268,70	264,00	245,50	196,20	195,40	211,60	286,80	324,90	283,00	346,80	356,30
Consumables	222,80	234,80	243,90	252,90	227,40	233,20	246,90	255,00	253,80	270,70	261,60
PC/Tablets	182,10	189,20	216,30	230,40	196,90	197,10	-	-	-	-	-
Handhelds/GPS	-	-	-	-	-	-	118,60	40,00	23,40	28,50	46,80
	182,10	189,20	216,30	230,40	196,90	197,10	118,60	40,00	23,40	28,50	46,80
Software	134,40	110,20	105,60	94,70	100,90	101,00	115,80	104,40	89,60	104,60	115,90
Peripheral device	123,80	121,80	117,00	101,30	110,80	118,10	131,40	145,70	164,50	218,40	259,00
Networking	104,90	58,00	41,40	40,50	51,80	51,10	54,40	58,50	56,10	67,40	70,80
Microelectronic	-	-	-	-	33,80	33,80	38,60	36,80	30,60	43,90	53,10
Storage	114,90	113,70	106,50	110,30	101,40	-	-	-	-	-	-
Cons. Electronics	274,50	264,00	235,60	219,20	199,90	-	-	-	-	-	-
Servers	52,40	47,30	37,10	41,20	40,50	105,90	97,70	95,90	129,40	166,80	175,00
Services	23,60	19,60	18,30	15,00	9,50	-	-	-	-	-	-
Digital	-	-	-	-	-	146,30	153,50	182,80	161,70	195,10	209,80
Accessories	-	-	-	-	-	122,80	131,50	141,60	130,70	124,00	165,50
Other	148,00	138,00	134,50	119,30	118,10	63,90	45,70	38,90	44,20	46,40	12,40
	613,40	582,60	532,00	505,00	469,40	438,90	428,40	459,20	466,00	532,30	562,70

7. Distribución ventas por área de negocio en millones de €

En el cuadro se observan varios productos clasificados de forma conjunta, para clarificar mucho mejor la distribución, ya que la compañía ha ido cambiando con los años la manera de clasificarlos. Es por eso por lo que el 2012, está por duplicado, ya que al ser el año en

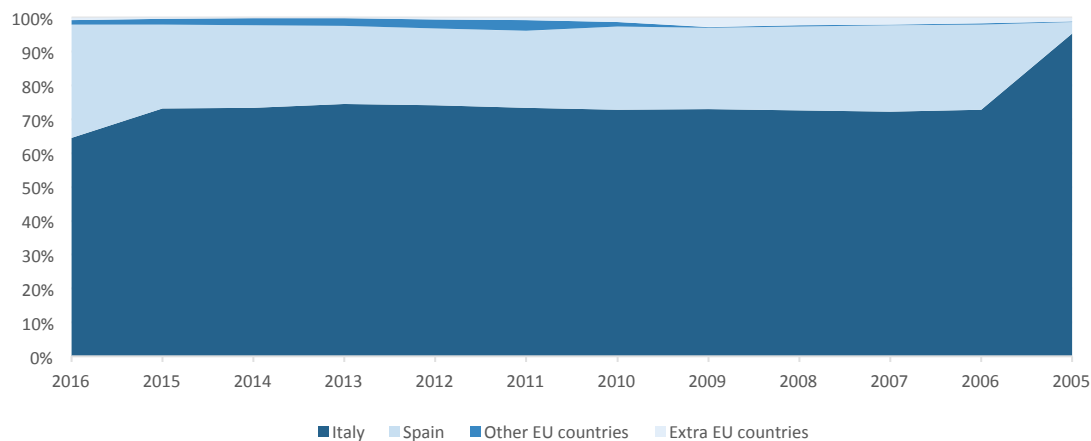
que más cambios se producen, verlo de las dos maneras, es mucho más clarificador para poder de clasificar los diferentes cambios.

Los microelectronic components dejan de comercializarse en el año 2014, cuando la compañía que los operaba (Comprel S.r.l.), es vendida.

3.3 Distribución geográfica de las ventas

En la tabla siguiente se muestra la distribución de la facturación en función de los países en los que opera la compañía. Estos son Italia, en primer lugar, y España en segundo. Cabe destacar como en el **año 2016**, la **facturación del grupo en España sube** notablemente, **debido a la compra de Vinzeo** que opera en dicho país, y contribuye por tanto al incremento. Con esta compra la posición del grupo Esprinet en el mercado español ha pasado del tercer puesto al primero.

A pesar de haber alcanzado una posición de liderazgo en España, lo que este país supone en la facturación respecto a Italia, todavía es bastante inferior, debido, por un lado, a que la cuota de mercado que tiene en España sigue siendo inferior al que tiene en Italia, y, por otro lado, a que el tamaño del mercado de distribución es inferior en España, donde la compra directa es más fuerte, que en Italia.



8. Distribución geográfica de la facturación en millones de €

Otros países incluyen Portugal, Francia, y Luxemburgo, y extra EU incluye andorra y San marino.

3.4 Resumen

A modo de resumen, se podría dividir la facturación en dos períodos.

En primer lugar, del **año 2006, al año 2015**. En este período, los **principales factores que han influido** han sido, el **cambio de ciclo en 2007-2008**, y la **aparición** ya comentada **de nuevos productos tecnológicos**, que han tenido un efecto positivo para la compañía. Sin la aparición de estos productos entre los años 2010 y 2012, la facturación en los años más duros (2012-2013), se hubiera visto reducida notablemente, respecto a los niveles alcanzados. Y la

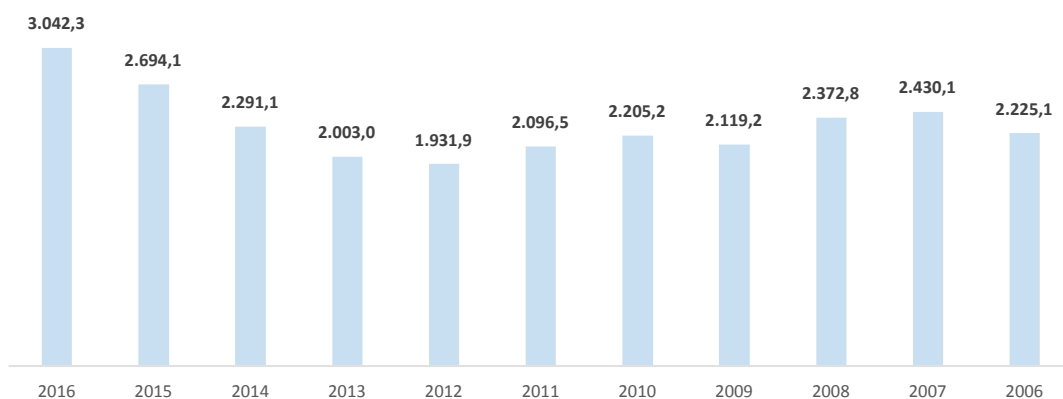
recuperación a partir de 2013, no hubiera sido tal, encontrándose, en 2015, alrededor de los niveles de 2009, si no todavía por debajo.

De forma paralela, la **adquisición o venta de compañías**, prácticamente **no ha tenido efecto** alguno, **debido al tamaño de las mismas**.

En segundo lugar, el **año 2016**, que lo podríamos tomar de forma independiente, ya que el factor principal que ha contribuido a incrementar la facturación, ha sido, al contrario que en los años anteriores, la **adquisición de diferentes compañías**, detalladas

en el punto 3.1. Y **especialmente** la adquisición de **Vinzeo**, que ha permitido al grupo Esprinet convertirse en el líder del mercado

español. Sin estas adquisiciones, la facturación en 2016 se hubiera situado ligeramente por debajo de la de 2015.



8. Evolución de la facturación en millones de €

De forma paralela, podríamos hablar de **otro factor que ha influido de forma favorable en la facturación**, aunque a simple vista no se note. Este **ha sido la evolución positiva** que se ha dado durante los últimos años **en el consumo de productos tecnológicos a través de resellers o distribuidores** como Esprinet, **frente a la compra directa a fabricantes**. En Italia, la cantidad de productos que se compraban a través de distribuidores, frente a la compra directa era, en 2011, de un

35%, frente a un 65%. En 2016, es de un 50%-50%. Mientras que en España era de un 30%-70%, en 2011, y actualmente está en un 45%-55%, favorable a la compra directa.

Finalmente, **la cuota de mercado, salvo por** los factores ya mencionados, **adquisición de compañías, y aparición de nuevas ramas de negocio** (telefonía móvil), antes inexistentes, **ha permanecido más o menos estable**, y por ello, no ha tenido ningún efecto sobre la facturación.

PRINCIPALES MAGNITUDES

4.1 Márgenes

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Gross	163,90	156,86	141,84	121,67	131,68	137,76	132,42	132,69	140,67	152,63	156,81	118,13	105,00
% Sales	5,39%	5,82%	6,19%	6,07%	6,82%	6,57%	6,00%	6,26%	5,93%	6,28%	7,05%	7,26%	7,00%
EBITD A	42,52	49,84	44,35	37,02	39,52	46,83	60,04	61,00	53,74	72,32	88,24	53,02	41,35
% Sales	1,40%	1,85%	1,94%	1,85%	2,05%	2,23%	2,72%	2,88%	2,26%	2,98%	3,97%	3,26%	2,76%
EBIT	38,57	46,50	41,09	34,28	36,56	23,63	55,83	55,66	48,05	67,17	84,18	53,02	41,35
% Sales	1,27%	1,73%	1,79%	1,71%	1,89%	1,13%	2,53%	2,63%	2,03%	2,76%	3,78%	3,26%	2,76%

9. Cifras expresadas en millones de €

Al tratarse de un negocio de simple intermediación, el **gross profit margin** es bastante **bajo**, lo que le confiere un cierto grado de **peligro** a la compañía, ya que un **descenso en las ventas** puede provocar que los **costes fijos**, a pesar de ser proporcionalmente muy inferiores a los variables, **lleven a un resultado negativo**.

Durante el período arriba mencionado, se observan dos momentos importantes de bajada de márgenes brutos, en 2007, y en 2016, ambos momentos coinciden con la adquisición de compañías en España, donde el grupo obtiene márgenes brutos y operativos, de media, inferiores a los que obtiene en Italia. La incógnita está en saber

si esta vez van a ser capaces de igualarlos, al alcanzar una posición de liderazgo en España, y con ello tener capacidad para obtener mejores condiciones de compra, o si por el contrario, la bajada de márgenes del último año, es posible que sea permanente.

De forma paralela, el margen bruto se ve influido por la venta de cuentas por cobrar con el objetivo de obtener financiación rápida para financiar compras de productos. La venta de cuentas por cobrar implica que se reduzca el margen bruto, por lo tanto, cuantas más se vendan en el año, más daño harán en los márgenes. Las ventas de los dos últimos años, han sido las más altas de la última década y han tenido, en

2016 y 2015, un efecto de 5,4 y 4,2

millones respectivamente.

4.2 ROCE

Por su modelo de negocio, **no tiene prácticamente activo fijo**, con lo que ello implica a nivel de capex, y a nivel de costes operativos. Por el contrario, **la mayor parte del capital está destinada a la inversión en working capital**. Uno de los factores determinantes de esta inversión es el diferencial entre la suma del tiempo que tiene el inventario en stock, y lo que tarda en cobrar las facturas, y el tiempo que tarda en pagarlas. Normalmente, el tiempo que tarda en pagarlas es inferior a la suma de los otros dos, por lo que es la propia compañía la que está continuamente financiando la compra de productos. El diferencial

ha oscilado durante los últimos 10 años entre 10 días (mínimo), y 27 días (máximo). El incremento en el diferencial provoca una necesidad de capital, mientras que su reducción induce a la devolución del capital invertido.

Tanto el crecimiento como el decrecimiento de la facturación, también influyen en la variación de working capital de un año a otro, y con ello en las necesidades de capital, aunque indirectamente, se incluyan en el diferencial del número de días. Haciendo que sea este el que último el referente a tener en cuenta en dicho diferencial.

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
EBIT	40,48	47,16	42,00	34,38	38,36	43,97	56,09	56,22	50,92	65,76	84,18
Tax	-27,3%	-29,1%	-32,4%	-31,9%	-34,9%	-34,0%	-32,7%	-34,2%	-36,8%	-43,0%	-40,9%
Nopat	29,45	33,42	28,37	23,42	24,96	29,03	37,74	37,00	32,19	37,50	49,78
Activo fijo	16,75	12,79	11,29	10,64	10,69	6,85	7,89	11,25	14,98	24,03	23,13
WCR	122,14	36,06	69,59	48,21	104,28	118,53	139,55	38,72	68,88	105,98	197,74
Capital empleado	138,89	48,86	80,88	58,86	114,96	125,37	147,44	49,97	83,86	130,01	220,87
ROCE	21,20	68,41	35,08	39,80	21,71	23,15	25,60	74,04	38,38	28,84	22,54
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%

10. Cifras expresadas en millones de €

4.3 FCF

En la **generación de caja operativa**, al igual que en el capital empleado, el **working capital** ha sido durante los últimos años el **factor determinante**. Fuertes necesidades de efectivo para financiarlo han provocado que el período se cierre con generaciones de caja operativa negativas. Por el

contrario, variaciones en el EBIT han podido provocar mayores o menores generaciones de caja, pero no han llegado a hacer que sea negativa, ya que los años en que ha descendido se han visto contrarrestada con un efecto positivo por parte del WC.

FCF	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
EBIT	38,57	46,50	41,09	34,28	36,56	23,63	55,83	55,66	48,05	67,17	84,18
Amort. / Depre.	3,95	3,34	3,27	2,75	2,96	23,20	4,21	5,33	5,69	5,15	4,06
Otros	-1,53	0,52	1,97	3,77	-1,23	-0,52	0,50	-0,37	-0,35	-1,29	0,00
Intereses	-0,64	-1,04	0,45	-1,19	-1,71	-3,72	-3,84	-5,74	-8,03	-11,89	-6,33
Otros financieros	-0,75	-1,48	-2,09	-0,10	-0,26	-0,35	-1,56	0,30	-1,29	1,11	0,65
Impuestos	-8,63	-12,82	-11,22	-9,59	-6,53	-12,64	-17,65	-18,68	-19,68	-34,48	-25,06
Variación WCR	3,45	39,03	-29,59	57,72	-0,73	21,14	-92,77	37,67	51,52	102,66	-69,29
Capex	-7,11	-4,84	-3,38	-2,70	-6,79	-2,33	-0,85	-1,03	-2,41	-5,21	-5,82
% Sales	-0,23%	-0,18%	-0,15%	-0,13%	-0,35%	-0,11%	-0,04%	-0,05%	-0,10%	-0,21%	-0,26%
FCF	27,31	69,22	0,50	84,94	22,27	48,41	-56,13	73,16	73,50	123,23	-17,61

11. Cifras expresadas en millones de €

4.4 Posición financiera neta

A cierre del ejercicio **2016**, la **posición financiera neta es positiva**.

Desde el año 2007, salvo 2016 que ha habido adquisiciones importantes, prácticamente toda la **caja operativa** que se ha generado, ha ido **destinada a reducir deuda**, y **acumularse en forma de efectivo**, mejorando de este modo la posición financiera neta. **En una compañía de este nivel**, con necesidades de financiación a nivel de working capital tan fuertes, y con unos márgenes tan bajos, es fundamental que la posición financiera neta sea positiva, ya que, de lo contrario, varios años de

generación de caja negativa, les podrían hacer mucho daño, incrementando la deuda, y con ello sus costes de forma progresiva. En este caso, **el apalancamiento financiero** sería **letal** para la empresa.

Durante cada ejercicio, la variación de la posición financiera es bastante grande, siendo negativa en bastantes momentos, como consecuencia de la necesidad de financiación de las compras. Con el objetivo de reducir su impacto, en algunos momentos del período recurren a la venta de cuentas por cobrar, aunque esto les suponga un deterioro en el margen bruto.

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Deuda a CP	151,89	-29,31	-20,81	-38,57	-39,80	-48,90	-51,47	-69,78	-72,97	233,60	165,75
Deuda a LP	-28,83	-65,14	-68,42	-3,36	-12,11	-36,24	-60,25	-88,82	114,41	-3,33	-94,89
Derivative liabilities	-0,55	-0,42	-0,18	-0,17	-1,03	-1,87	-3,14	-4,09	-3,52	0,00	-0,08
Caja y equivalentes	285,93	280,09	225,17	176,89	111,10	115,92	102,36	216,74	186,93	179,34	107,56
Derivative assets	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,41	0,00
Caja/(Deuda) neta	104,70	185,22	135,76	134,79	58,16	28,91	-12,50	54,05	-3,98	-57,19	153,17

12. Cifras expresadas en millones de €

ANÁLISIS DAFO

5.1 Fortalezas

- **Posición financiera favorable**, fundamental en un negocio con importantes necesidades de efectivo para financiar inventario y cuentas por cobrar.
- **Equipo gestor aparentemente defensivo**. Durante la última década ha conseguido acumular prácticamente toda la generación de caja operativa en forma de efectivo en cuenta, favoreciendo de este modo un menor endeudamiento como consecuencia de la actividad diaria de la compañía.

Aunque falta todavía ver cómo va a evolucionar el negocio

5.2 Debilidades

- **Gross margin bajos**, lo que provoca que una de las principales ventajas de la compañía, cómo es, que la mayor parte de sus costes sean variables, no lo sea tanto, al hacer que los costes fijos, porcentualmente sobre las ventas muy inferiores a los

recientemente adquirido en España, y si al alcanzar la posición de liderazgo, son capaces de mantener los márgenes que venían teniendo e incluso mejorarlos, o si, por el contrario, al igual que con las adquisiciones de 2006, van a deteriorarse y reducir valor para el accionista.

- **Sector consolidado**, con cuotas de mercado estables, y posiciones de liderazgo, que crece a través de adquisiciones. Es bastante difícil la entrada de competidores, debido a los bajos márgenes, y a las cantidades de producto que tienes que comprar para conseguir buenos precios para tus clientes.

variables, generen un **importante efecto de apalancamiento operativo**.

Es importante señalar, que los costes fijos son bajos, entre otras cosas, porque los activos fijos son bajos (poco capex, y por lo tanto pocos costes), esto es por supuesto una fortaleza, pero que se ve mermada por lo

- que acabamos de comentar
- **Diferencial positivo a favor de la suma del número de días que permanece el inventario en stock, y el que se tarda en cobrar las cuentas, con el número de días que se tarda en pagarlas,** lo que **provoca importantes necesidades de efectivo para poder financiarlo.** Una mínima variación en dicho diferencial, debido a los bajos márgenes,

5.3 Oportunidades

- Precio de cotización, que hace de un negocio mediocre algo atractivo.
- **Fase ciclo económico en Europa** hace que el **momento de entrada** pueda ser **atractivo.**
- **Aumento de la facturación como consecuencia de la entrada en el mercado español, y mejora de márgenes al alcanzar posición de liderazgo en España.**
- Cambios tecnológicos que puedan favorecer la facturación.

arriba.

provoca un importante movimiento en el working capital, y con ello en los niveles de efectivo y la posición financiera neta del ejercicio.

- **Sector cíclico.**
- Exposición a los cambios tecnológicos, lo que confiere al negocio, para bien o para mal, ciertas probabilidades de volatilidad en su facturación

Hay que estar atento a la **evolución de servidores, networking, software, cloud,** que es el punto que más dudas tengo, y no acabo de comprender como puede ser la evolución durante los próximos años, ni cuál es exactamente la posición de Esprinet en esa rama de negocio, frente al resto de competidores. En principio, no parece que pueda existir un cambio disruptivo importante en ninguna de las otras ramas de negocio.

5.4 Amenazas

→ La entrada en el mercado español puede provocar un deterioro de márgenes brutos y operativos.

→ Cambios tecnológicos que, en lugar de favorecer la facturación, puedan perjudicarla. Aparentemente, los dispositivos electrónicos van a ir reduciéndose, al incluirse cada vez más en los dispositivos móviles. Aparte, habrá que estar atentos a cómo evolucione en tema de ordenadores, y servidores (2ª plataforma tecnológica), y ver si el descenso de los últimos años ha sido cíclico, o por el contrario, ha sido estructural. A priori, parece cíclico, ya que las entradas de nuevas ramas de negocio no parecen ser

sustitutivas de las ya existentes, salvo el caso de los dispositivos electrónicos.

→ Cambio en la tendencia de compra de productos a través de intermediarios a favor de la compra directa.

Al final, la valoración del movimiento en márgenes tanto brutos, como operativos como consecuencia de la entrada en el mercado español, va a depender de como influyan en el beneficio bruto y operativo, ya que a pesar de que dicho movimiento en márgenes sea negativo, la generación de valor puede que sea positiva, al aumentar el beneficio neto, respecto a años anteriores.

VALORACIÓN

Es posible observar **tres escenarios** entre los cuales la compañía puede moverse durante los próximos años. Cada uno de los escenarios varía en función de cómo afectan los diferentes factores comentados en el análisis DAFO.

Escenarios	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>
Ventas	3.400,00	3.700,00	2.950,00
EBITDA	44,20	72,15	29,50
% Sales	1,30%	1,95%	1,00%
Capex	-5,10	-5,55	-4,43
% Sales	-0,15%	-0,15%	-0,15%
EBIT	39,10	66,60	25,08
% Sales	1,15%	1,80%	0,85%
Tax	11,73	19,98	7,52
Tipo impositivo	30,00%	30,00%	30,00%
Beneficio neto	27,37	46,62	17,55
Múltiplo	15	15	15
EV	410,55	699,30	263,29
Deuda / Caja neta	104,70	104,70	104,70
Debts for investments in subsidiaries	-8,66	-8,66	-8,66
Planes de pensiones	-8,21	-8,21	-8,21
Equity value	498,39	787,14	351,13
Número de acciones	52,00	52,00	52,00
Target Price	9,58	15,14	6,75
Compra	6,80	6,80	6,80
Upside	40,9%	122,6%	-0,7%

13. Cifras expresadas en millones de €

El **primer escenario** es un punto intermedio entre los tres. En él, **la facturación crece respecto a 2016**, en parte **impulsada por un crecimiento inorgánico, y** en parte **al consolidarse el año entero de las compañías adquiridas en 2016**. Si en 2016 se hubiera consolidado el año entero de las compañías adquiridas, la facturación hubiera sido de casi 3.300 millones de €. Teniendo esto en cuenta, el crecimiento inorgánico sería inferior al producido por las consolidaciones. En este escenario, **los márgenes no han sido capaces de recuperarse, e incluso se han deteriorado ligeramente**. Teniendo en

cuenta todo esto, y sumando la posición financiera neta a cierre del ejercicio 2016, el **upside** en este escenario, sería de un **40%**.

El **segundo escenario** esta sacado con las **estimaciones de la compañía para el cierre de 2018**.

En él, los **márgenes** se mantienen **constantes respecto a la media de los últimos años**, lo que implica que la entrada de las nuevas compañías, especialmente Vinzeo, que opera en España, no influyen negativamente. El **crecimiento inorgánico** de la facturación, sería, en este caso, **superior al del escenario 1**. El **potencial de revalorización**, teniendo en cuenta la posición financiera neta a cierre de 2016, se situaría en **más de un 100%**, siempre y cuando estas expectativas se cumplieran.

Finalmente, el **tercer escenario refleja lo que tendría que ocurrir en los márgenes y en la facturación para que la compañía valiese** más o menos lo mismo que **el precio medio de adquisición del valor**. Como se observa, tanto los márgenes, como la facturación son inferiores a los que se han dado en

2016, con lo que, a priori, deja un buen margen de seguridad.

En ninguno de los escenarios he tenido en cuenta el posible incremento de la caja como consecuencia del beneficio del período, ya que me resulta difícil evaluar cómo puede influir en ella la variación anual del WC.

Por supuesto **podría existir un escenario inferior al escenario 3**, en el que la facturación se redujese aún más y el apalancamiento operativo consecuencia por los costes fijos, contribuyera a reducir notablemente el beneficio, haciendo incluso que fuese negativo algunos años. Desde luego, considero este **escenario** bajista **poco probable**, especialmente teniendo en cuenta la fase del ciclo en la que se encuentra Europa, y la aparente ausencia de importantes frentes en el horizonte, que pudiesen influir en el negocio, y en el sector.

Disclaimer

La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, ni invitación, oferta, solicitud u obligación por parte Hayok Capital ni de los analistas, para llevar a cabo operación o transacción alguna.

Al reflejar opiniones teóricas, su contenido es meramente informativo y por tanto no debe ser utilizado para valoración de carteras o patrimonios, ni servir de base para recomendaciones de inversión. Ni Hayok Capital ni los analistas, serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este documento. En general, ni Hayok Capital ni los analistas asumen responsabilidad alguna en relación con dicha información, ni de cualquier uso no autorizado del mismo.

El documento ha sido elaborado con la mayor objetividad posible, ni Hayok Capital, ni los analistas han recibido honorarios por la elaboración de este informe, tampoco se guarda ningún tipo de relación profesional o personal – directa e indirecta- con la compañía analizada.

En el momento de la elaboración del informe, ninguno de los analistas involucrados mantenía posiciones abiertas en la compañía.