

A graphic element consisting of a blue-to-red gradient wave above the text, and a thin white curved line that frames the text from the sides and bottom.

Iberian Value

GESTIÓN QUE APORTA VALOR

Antonio López
March AM

Del 11 al 13 de mayo

Organiza: **El Confidencial**



Patrocina: **cecabank**

Cita gran inversor durante la crisis del COVID-19

“In recent years I’ve become more and more convinced that the fund manager’s most important job for the intermediate term... is to strike the appropriate balance between offense and defense... balancing the risk of losing money and the risk of missing opportunity. At least in theory you can eliminate either one but not both. Moreover, eliminating one exposes you entirely to the other. Thus we tend to compromise or balance the two risks and every individual investor or institution should develop a view as to what their normal balance between the two should be.”

Howard Marks - “Calibrating” – 07/04/2020

- PO:EUR17; c.100% - Mkt.Cap: EUR95m

- ❖ Compañía italiana, fundada en 1946 por Roberto Coppini, cotizada desde 2007
- ❖ Líder mundial en el diseño, producción, distribución y venta de transductores electroacústicos profesionales
- ❖ Esos transductores se usan como componentes primarios en sistemas acústicos (componentes altavoces)
- ❖ La compañía vende esos productos con tres marcas: B&C Speakers (75%), Eighteen Sound & Ciare (25%)
- ❖ Ingresos: EUR56m (+3.5% en '19); EBITDA: EUR12.6m (+15%)
- ❖ Líder global en alta gama, Pro PA, particularmente en “Touring”
- ❖ Empleados: 160; 2 centros productivos – 100% Made in Italy
- ❖ Clientes: > 250; 80% “custom made” a OEM (productores profesionales de sistemas de audio); resto venta catalogo través de distribuidores a 80 países

Descripción del negocio: producto

❖ Rango principal de productos vendidos por B&C Speakers

- ✓ Low – frequency drivers (cone drivers) – 65% de las ventas
- ✓ High – frequency drivers – 24% de las ventas
- ✓ Componentes coaxiales (para HF y LF) – 11% de las ventas
- ✓ High – frequency horns – 1% de las ventas



❖ Esos productos se usan tanto como sistemas de refuerzo de eventos grandes como en instalaciones fijas (estadios, teatros, cines...)

❖ Tecnología aparentemente con poco desarrollo tecnológico disruptivo pero con fuerte componente de I+D (10% personal): 150-180 nuevos productos por año

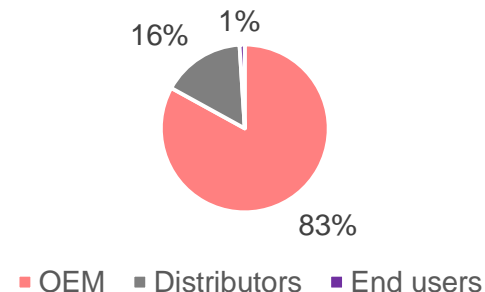
Descripción del negocio: producción y clientes

- ❖ Producción 100% hecha en Italia
 - ❖ Bagno a Ripoli (Florencia): 10,500 m2.
 - ❖ Tras fuerte inversión desde 2013 se ha incrementado el grado de automatización y control de calidad
 - ❖ A 100m están los HQ con el departamento de I+D (10% personal) y actividades comerciales
 - ❖ Departamento de I+D en contacto continuo con top Pro Audio OEM del mundo (80% “custom made”)
 - ❖ B&C tiene otra factoria de 5,000sqm en Reggio Emilia (Eighteen Sound y Ciare)



- ❖ Los clientes de B&C son productores de sistemas de audio profesional
- ❖ El 80% de las ventas son custom-made, vendidos directamente a OEM’s
- ❖ El 20% restante son productos de catalogo, vendidos a través de distribuidores a >80 países

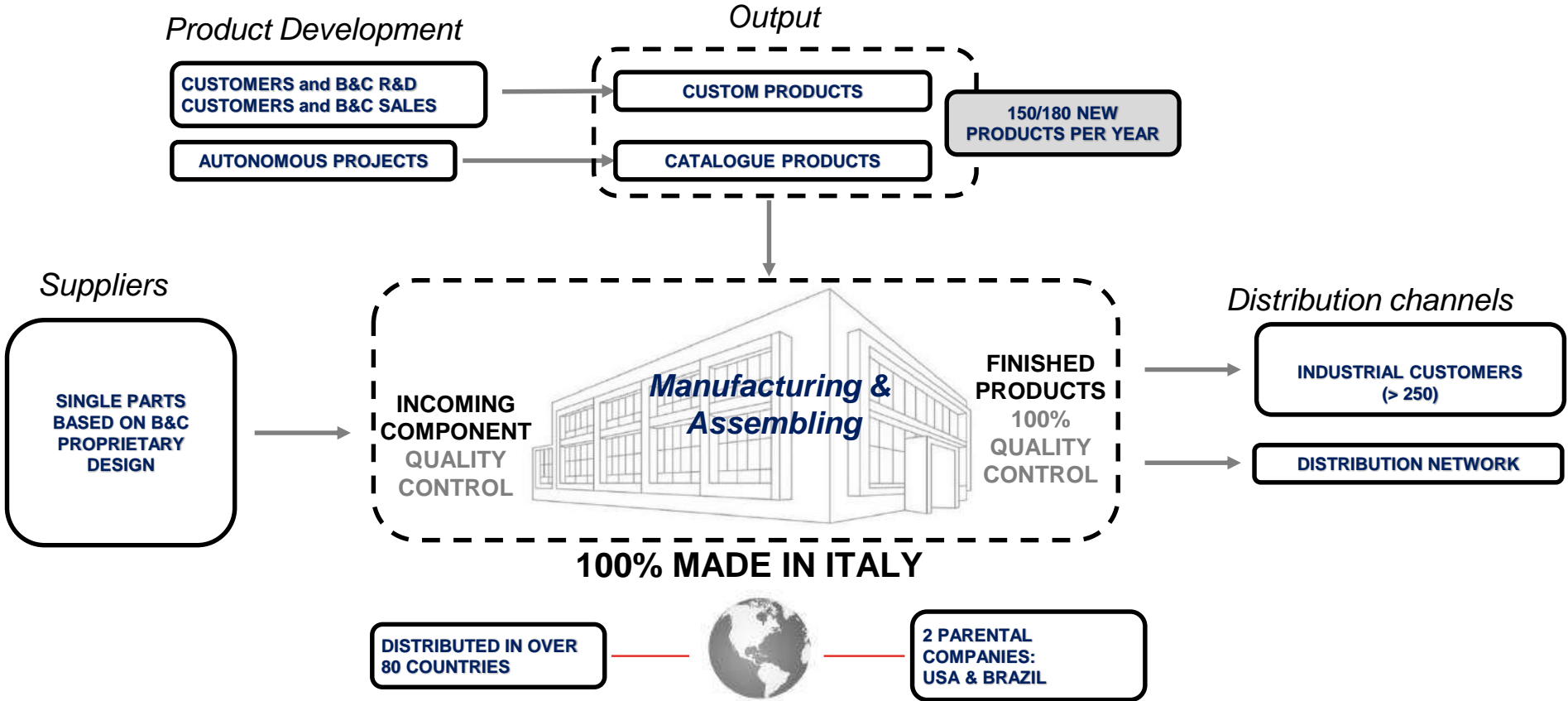
Client Breakdown on Revenues



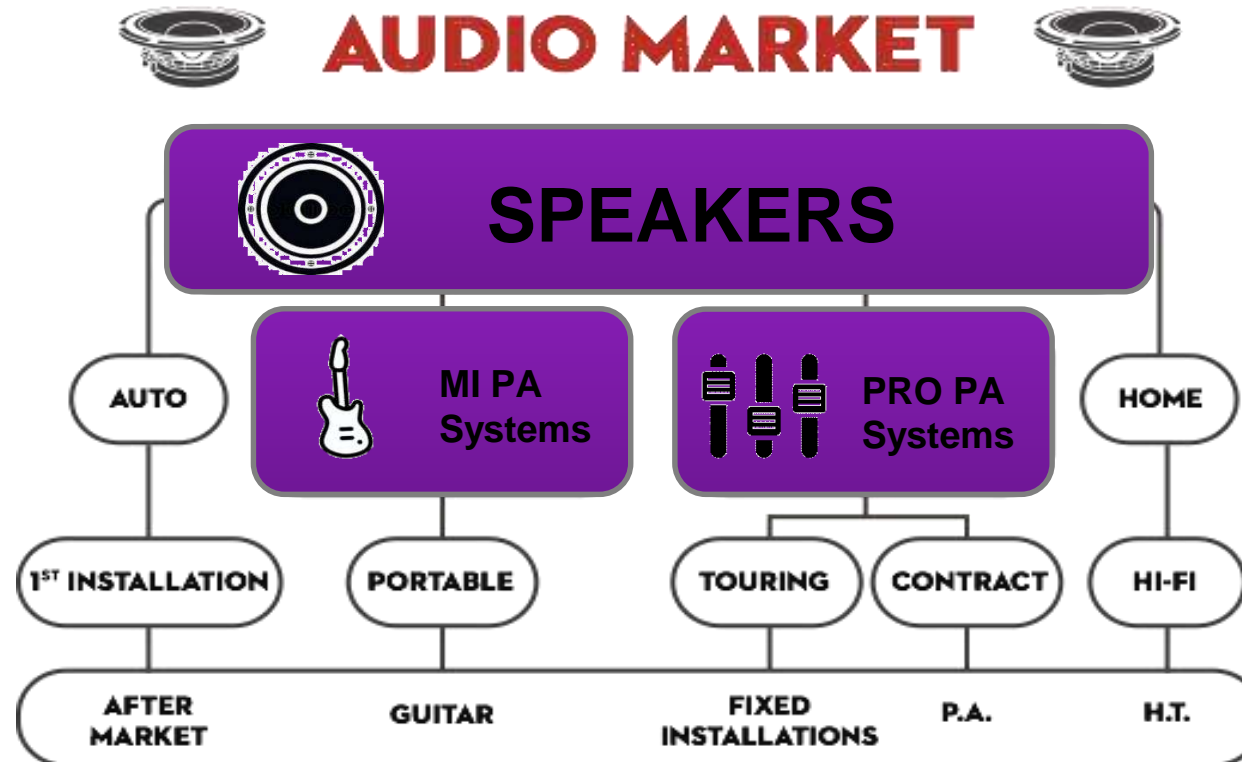
OEM



Modelo de negocio



El mercado de referencia



El mercado de referencia

- ❖ Los componentes de B&C se venden en segmento PA (Public Address)
 - ✓ B&C sirve el mercado de PA profesional y el PA de instrumentos musicales
 - ✓ Algunos son aplicados también en la evacuación de gente PA y en algunas armas no letales (cañón sónico...)
- ❖ Los componentes de PA son muy distintos a hogar & consumo
 - ✓ Requieren mucha mayor eficiencia
 - ✓ Han de soportar niveles mucho más altos de potencia dado que la audiencia es más grande y distante
 - ✓ El diseño está enfocado en maximizar el output (de un modo consistente y fiable) en el paquete más pequeño y ligero posible
- ❖ Los servicios de streaming han colapsado la venta de música para los artistas (>50% ingresos)
- ❖ Estos necesitan conciertos/giras para generar ingreso adicional significativo (conciertos +7% CAGR):
Apoyo del PA profesional

Segmento PA profesional

- ❖ Mercado: EUR2bn; +3% CAGR '18/24e
 - ✓ Apoyado en más gasto consumidor
 - ✓ Conciertos, eventos deportivos y festivales
- ❖ Mayor competencia entre OEMs
 - ✓ Requiere mayor calidad/experiencia
 - ✓ Mayor ligereza, tamaño y prestaciones en audio, video y luz
- ❖ B&C es líder global en este segmento, particularmente en Touring
 - ✓ Productos requieren tecnología, ligereza, consistencia y fiabilidad
 - ✓ Los competidores de B&C no son capaces de competir en este segmento
 - ✓ B&C tienen acuerdos de desarrollo con cada OEM en este área



Source: Research and Markets, Pro Speaker Market - Global Outlook and Forecast 2018-2023; Arizton, Pro Speaker Market - Global Outlook and Forecast 2018-2023

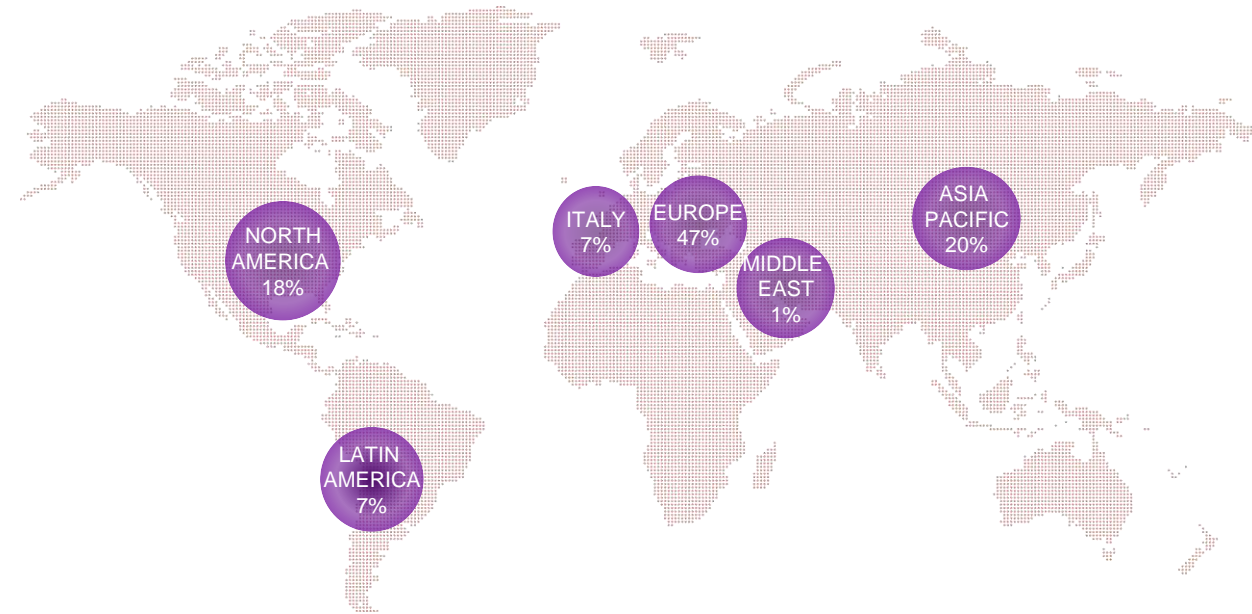
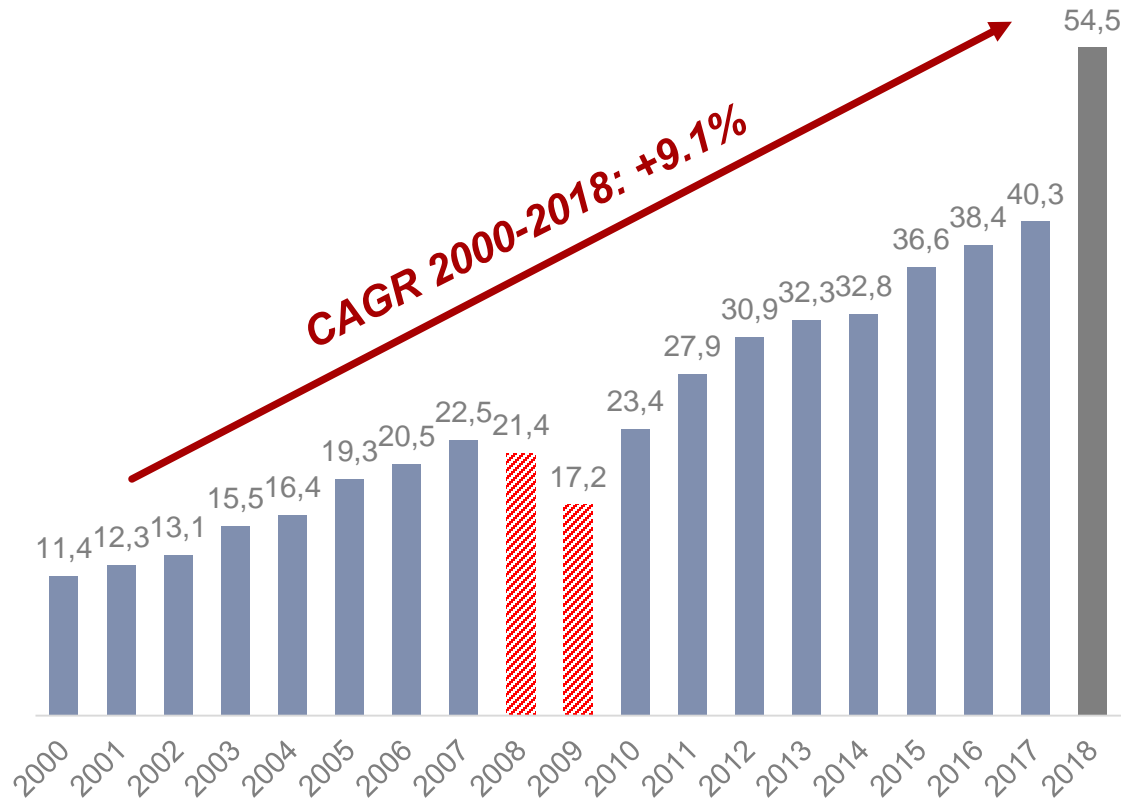
Segmento PA IM

- ❖ Mejora en calidad en la última década
 - ✓ El mercado demanda mejores productos
 - ✓ Productos low cost sin suficientes prestaciones, los OEM están “trading up”
- ❖ Evolución en mercados emergentes
 - ✓ Los productos locales (China & India) no tienen suficiente calidad para competir
 - ✓ Los OEMs acuden a competidores especializados para competir con europeos & norteamericanos
- ❖ B&C tiene una posición excelente en el mid - high end y creciendo
 - ✓ Productos muy competitivos en precio con excelentes prestaciones
 - ✓ B&C se centra en segmentos donde la asociación a la marca B&C puede beneficiar a nuevas OEM del segmento



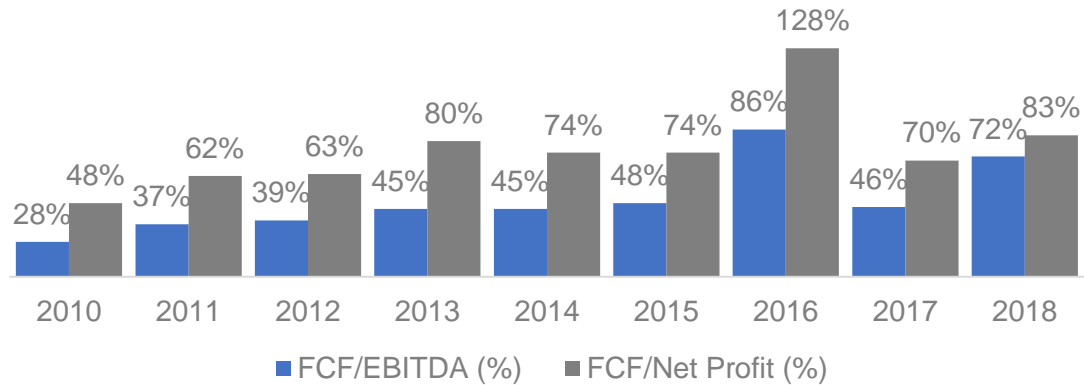
Análisis financiero: Ingresos y distribución geográfica

Ingresos (€m)

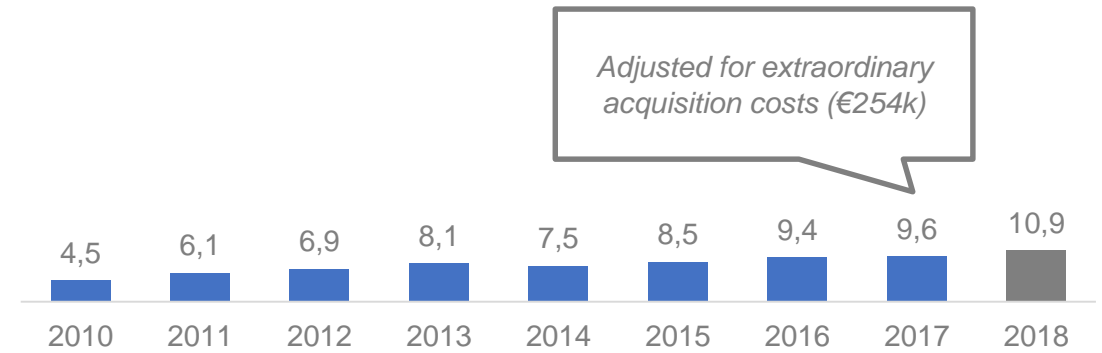


Análisis financiero: rentabilidad

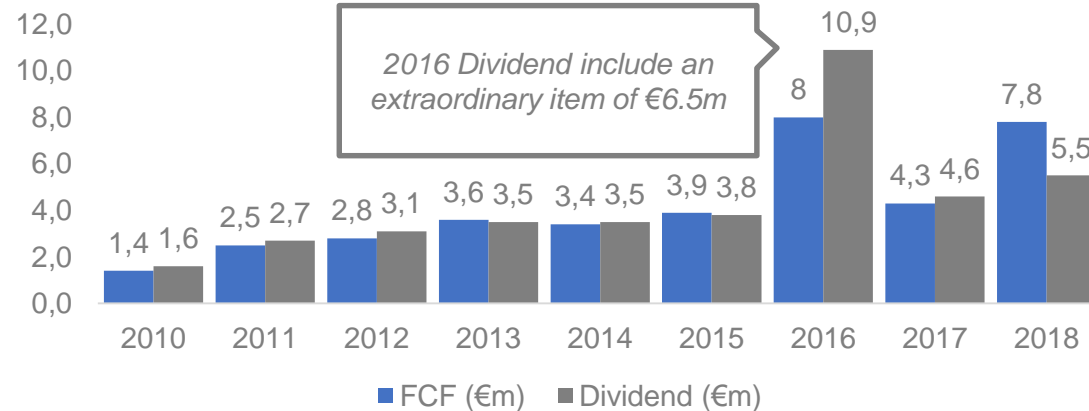
Cash Flow Conversion Ratio



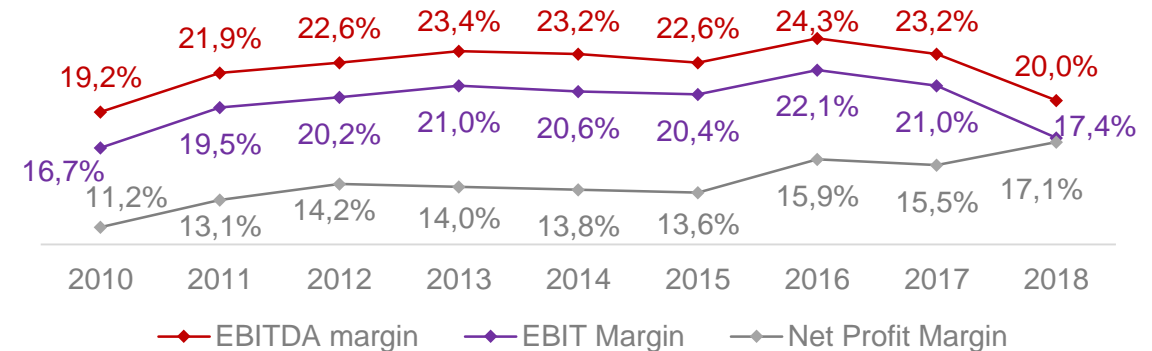
EBITDA (€m)



FCF and Dividend (€m)

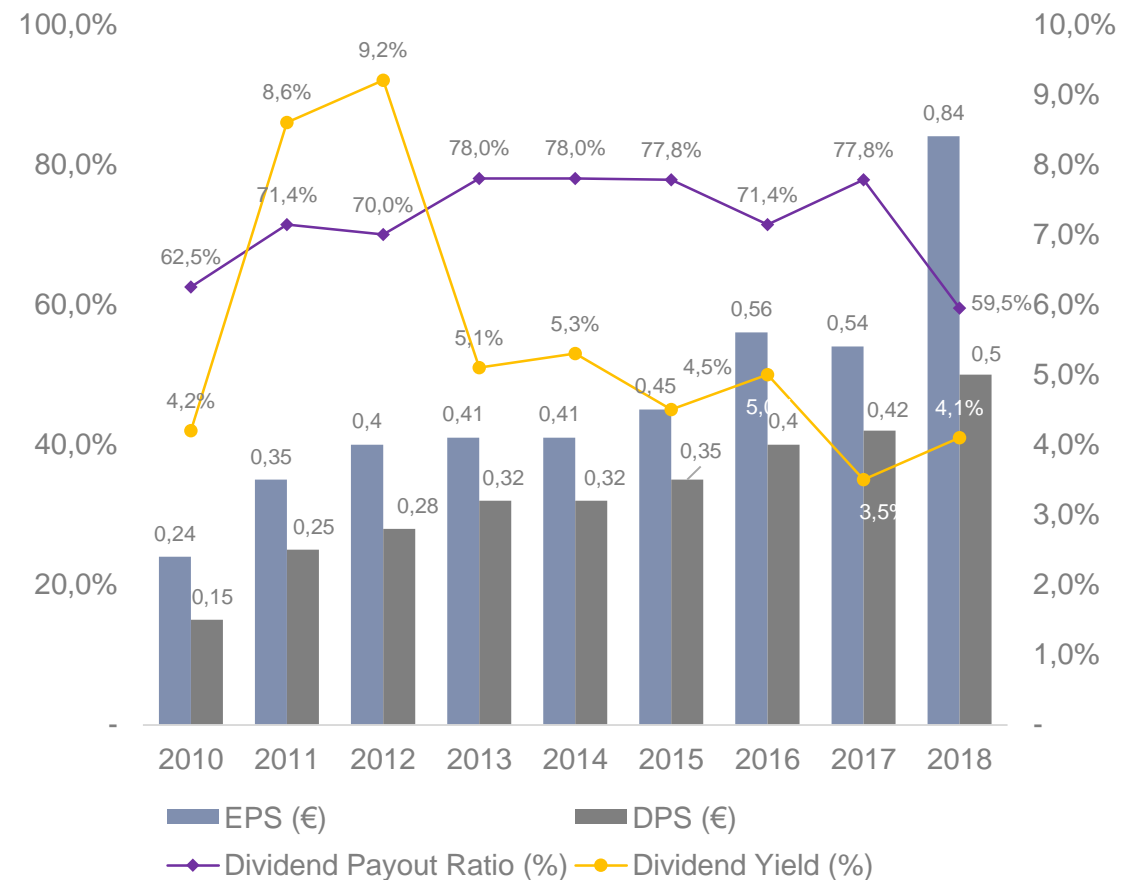
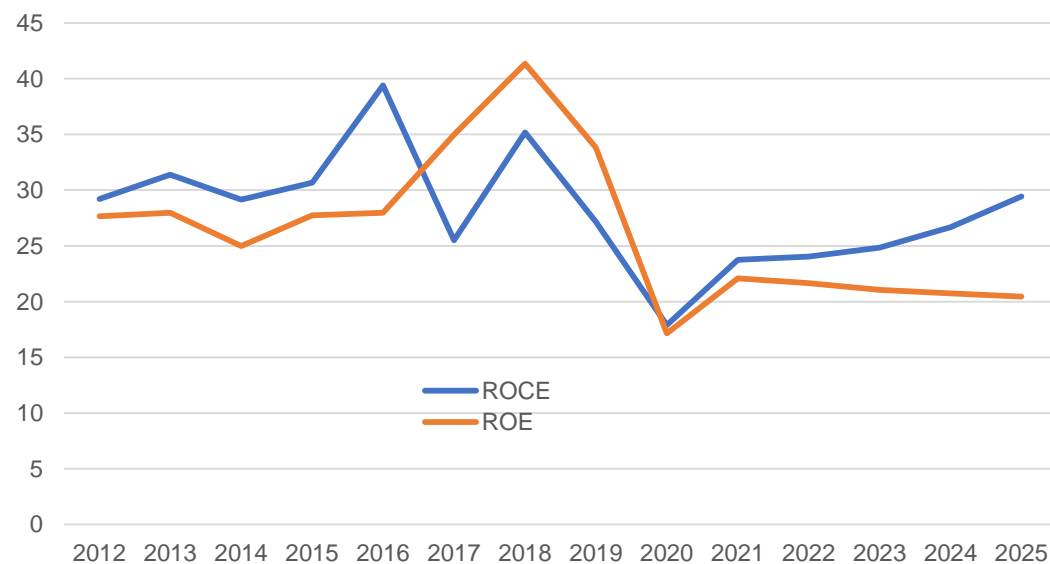


Profitability trends (€m)



Análisis financiero: retornos capital & retribución acc.

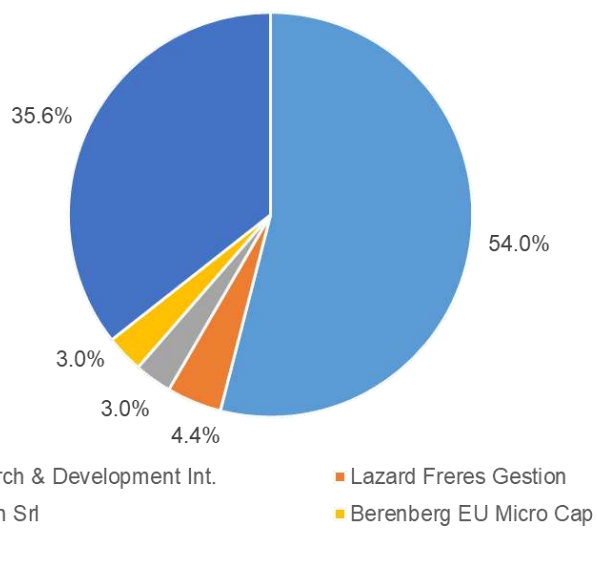
❖ La compañía disfruta de retornos sostenibles sobre el capital muy por encima de su WACC



* 2016 DPS includes an extraordinary item of €0.60

Gobierno corporativo & Accionistas

Shareholders



- ❖ El CEO y fundador tiene el 54% de la compañía
- ❖ Fuerte estabilidad en el accionariado
- ❖ El consejo tiene nivel de independencia medio pero suficiente en una compañía familiar
- ❖ Un auditor big-5 es un excelente factor higiénico

Corporate governance

G. LUZI
Chairman

S. PRATESI
CFO and Director

L. COPPINI
CEO

A. PANCANI
CTO and Director

R. TIZZARD
CMO

F. SPAPPERI
Fin. Reporting Manager and Director

R. PECCI
Independent Director

P. MANTOAN
Independent Director

R. CAPIELLO
Independent Director

G. EGIDI
Independent Director

Consejo Admon		#	
Nivel actual		10	
De los cuales		#	Wght
Ejecutivos		5	50%
Independ. no ejecutivos		4	40%
Otros		1	10%
Mujeres		3	30%
Auditor		PWC	
Big 5?		SI	

Puntos clave de B&C y del negocio

Fortalezas

- ❖ Claras palancas de crecimiento orgánico
- ❖ Made in Italy 100% vs competidores
- ❖ Suministrador independiente
- ❖ Alto/estable margen de EBITDA (20-25%)
- ❖ Alta generación de flujo de caja
- ❖ Situación financiera saneada (caja neta 2020e)
- ❖ Negocio con altas barreras de entrada
- ❖ Retornos sostenibles sobre el capital muy favorables (>25%)

Debilidades

- ❖ Crecimiento orgánico sostenido pero no elevado sin hacer adquisiciones
- ❖ Tamaño para afrontar potenciales adquisiciones
- ❖ Cierta dependencia en costes a materias primas cíclicas (neodimio) – 47% de los costes
- ❖ Retos operacionales en el caso que la compañía quiera avanzar hacia el mid-segment desde el top end actual

Impacto del COVID: ¿coyuntural o estructural?

- ❖ El impacto disruptivo del COVID y su reducida visibilidad a corto provocará un 2020 difícil para B&C
 - ✓ Limitaciones en eventos públicos afectarán la demanda de soluciones de audio profesional
 - ✓ Algunos trade shows (Prolight+Sound y NAB) han sido forzados a cancelar y seguirán hasta otoño
 - ✓ D&B Audiotechnik y RCF mantienen sus operaciones, L-Aucoutics suspendidas
- ❖ A pesar de ello no percibimos daño estructural en su modelo de negocio
 - ✓ La oferta de eventos públicos (conciertos, cine, teatro), mayor driver de inversión en audio profesional debería volver a lo normal; la tendencia estructural en demanda sigue viva.
 - ✓ Operadores como CTS Eventim o Ticketmaster afirman que tras el retraso de conciertos vuelven a estar sold – out en las nuevas fechas
 - ✓ Operaciones de “smart money” aprovechando la situación (entrada del fondo soberano saudí en Live Nation – mayor promotor mundial de conciertos -USD500m de inversión)
 - ✓ Tras el difícil 2020 esperamos la vuelta del crecimiento estructural de la industria (c. 5% p.a)
 - ✓ Modelo de negocio relativamente inmune a volumen de asistentes (distanciamiento social) siempre que se celebre el evento; incluso puede haber impacto positivo
- ❖ B&C no es inmune a shocks macro pero la recuperación ha sido siempre rápida

Análisis financiero: estimaciones post COVID 19

- ❖ Fuerte impacto del COVID en 2020: c. -20% en Ingresos, -33% en EBITDA y -44% en beneficio neto
- ❖ Hipótesis conservadoras en nuestras estimaciones
 - ✓ No esperamos que la compañía recupere los niveles de 2019 hasta 2022-2023
 - ✓ Ingresos: +1.7% CAGR 19-25e vs +9.6% CAGR12-19
 - ✓ EBITDA: +2.4% vs +9.1% apoyado en mejora de márgenes tras el colapso en 2020; EBIT: +2.9% vs +7.8%
 - ✓ Beneficio Neto: +2% vs +11% por mayor tasa fiscal
- ❖ B&C ha sido capaz históricamente de trasladar a precios alzas estacionales en sus costes operativos
- ❖ Muy reducido componente de costes fijos - bajo apalancamiento operativo - materias primas & consumibles: 45% de sus costes, personal: 16.4% y costes de servicios & comerciales: 18%

EUR m	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	CAGR 12-19 (%)	CAGR 19-25e (%)
Ventas	30	32	33	37	38	40	55	56	46	54	56	58	60	62	9.6	1.7
% inc		9	1	12	5	5	35	3	-18	17	4	3	3	3		
EBITDA	7	8	7	8	9	9	11	13	8	12	12	13	14	14	9.1	2.4
Margen EBITDA	23	25	23	23	24	23	20	22	18	21	22	22	23	23		
% inc		17	-6	13	11	0	17	15	-33	38	7	5	5	5		
EBIT	6	7	7	8	8	8	9	10	6	9	10	11	11	12	7.8	2.9
Margen EBIT	26	29	29	33	35	37	47	46	34	43	46	48	50	52		
% inc		17	-8	15	12	0	12	9	-41	53	8	7	7	6		
Beneficio Neto	4.2	4.7	4.4	5.0	6.1	6.2	9.4	8.7	4.8	7.4	8.0	8.5	9.1	9.7	10.7	1.9
% inc		11	-8	15	22	2	51	-8	-44	52	8	7	7	6		

Compounder a descuento

- ❖ B&C Speakers ofrece a estos precios un descuento muy interesante debido al COVID, su tamaño pequeño y nacionalidad, algo difícil de encontrar en estos mercados

Valoración	EUR por accion	Multiplos	2019	2020e	2021e
DCF (WACC: 6.4%; G: 2%)	17	P/E (x)	10.9	19.4	12.8
Precio actual	8.5	EV/EBITDA	8.1	11.4	8.1
Potencial (%)	100	FCF Yield	10,0	9.6	4.8
		P/BV	3.7	3.3	2.8

Source: March AM estimates

Source: March AM estimates

- ❖ Usamos en nuestra valoración un incremento de ingresos inferior al 2%, un margen promedio histórico de 22.4% y no M&A
- ❖ El precio actual refleja, según nuestra estimaciones un NOPLAT residual un 30% inferior a 2020 (incluido el impacto del COVID) y un 60% inferior a 2019
- ❖ El precio actual descuenta un sector destruido que reduciría en >50% de capacidad estructural
- ❖ Cada 50bp de recuperación del margen impacta en la valoración en 2.5%

Tesis de Inversión - Con B&C Speakers compramos:

- ❖ Un jugador industrial global en el negocio profesional de audio
- ❖ Líder en segmento con palancas identificables de crecimiento orgánico
- ❖ Con ventajas competitivas identificadas y sostenibles: imagen de marca 100% made in Italy, carácter independiente, fuertes barreras de entrada comerciales...
- ❖ ...tal y como demuestran ROCE y ROE sostenibles superiores al 25%
- ❖ Con posible mejora en márgenes (economías de escala) tras la crisis del COVID por la integración de 18 sound y previsible entrada en el segmento mid/premium (4-5x mayor que el segmento actual)
- ❖ Con un equipo directivo alineado (54% accionariado)
- ❖ Con un potencial de revalorización del c. 100% derivado coyunturalmente de:
 - ❖ La crisis del COVID que genera una afectación fuerte al negocio en 2020 y a su visibilidad
 - ❖ Su tamaño, inferior a EUR100m de capitalización
 - ❖ Su nacionalidad italiana, a pesar de ser global (Italia < 7% ingresos)



Muchas gracias y cuídense!

Antonio López
March AM
Castelló 74
28006 Madrid
alopez@march-am.com