

Resultados 6m 2022

Opinión (1): En línea

Impacto (1): Mantenemos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Netex (NTX), es una compañía tecnológica española (A Coruña) dedicada al desarrollo y comercialización de software para el sector de la educación. Sus dos principales líneas de negocio son la venta/renovación de licencias (37% s/Ingresos 2022e) y la realización de proyectos con contenidos a medida (63% s/Ingresos 2022e). Sus ingresos fuera de España representan c. del 58%, esencialmente en Latam (29%) y Reino Unido (25%). Los fundadores controlan c. 51% del capital.

Rdos 1S22. En línea. "Salto" en tamaño (impulsado por el M&A), mejorando márgenes

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	28,6	29,2
EV (Mn EUR y USD) (2)	46,7	47,7
Número de Acciones (Mn)	8,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,40 / 3,70 / 3,13	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(3)	8,2	
Factset / Bloomberg	NTX-ES / NTX SM	
Cierre año fiscal	30-sep	

LOS RESULTADOS 1S22 CONFIRMAN EL AVANCE DE RESULTADOS DE JUNIO: FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS... Ingresos 1S22: EUR 9,9Mn (+94,7% vs 1S21), un crecimiento explicado principalmente por: i) el crecimiento orgánico que ha supuesto c.65% del total gracias a la consolidación de su actividad internacional y la apertura de nuevas oficinas (Nueva York y Sao Paulo) durante 2021, ii) el empuje sectorial (e-learning) que continua al alza ajeno a la situación macro (ralentización económica, subidas de tipos e inflación), y iii) c. 35% del crecimiento viene explicado por el inorgánico, asimilación parcial (3 meses) de la actividad de Virtual College en el 1S22.

Estructura Accionarial (%)

José Carlos López Ezquerro	25,2
José Ramón Mosteiro López	25,1
Ángel Fandos (Odre 2005)	12,1
3-Gutinvest, S.L.	5,0
Free Float	32,6

... ACOMPAÑADOS DE UNA MEJORA SIGNIFICATIVA EN MÁRGENES (MG. EBITDA REC. 1S22 11,5% VS -7,7% EN 1S21). El apalancamiento operativo de NTX (ya visto a cierre de 2021) le ha permitido aprovechar el "salto" en ingresos por el componente fijo de sus costes de estructura (Mg. EBTIDA rec. 1S22 11,5%; excluyendo los gastos de adquisición de Virtual College). Esperamos que Mg. EBITDA rec. 2022e alcance 14,5%, una vez se aprovechen las sinergias por la integración del M&A realizado en 2022.

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,9	8,9	8,9	8,9
Total Ingresos	12,3	20,8	25,7	30,5
EBITDA Rec.	1,0	3,0	5,1	7,4
% Var.	304,8	212,3	70,9	44,5
% EBITDA Rec./Ing.	7,9	14,5	20,0	24,4
% Var EBITDA sector (4)	31,5	22,7	19,2	13,6
Beneficio neto	0,6	0,7	2,2	4,6
BPA (EUR)	0,07	0,08	0,25	0,52
% Var.	358,7	13,0	210,6	106,2
BPA ord. (EUR)	0,00	0,13	0,25	0,52
% Var.	90,7	n.a.	94,0	106,2
Free Cash Flow Rec.(5)	-2,9	0,4	2,6	4,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	9,0	16,6	13,9	9,7
DN / EBITDA Rec.(x)	9,3	5,5	2,7	1,3
ROE (%)	35,1	27,0	54,0	61,0
ROCE (%) (5)	6,5	7,9	14,3	26,1

ANTE UNOS RESULTADOS COMPLETAMENTE EN LÍNEA, MANTENEMOS NUESTRAS ESTIMACIONES. Nuestro escenario central prevé un fuerte crecimiento en ingresos en 2022e (EUR 20,8Mn; +69,2% vs 2021; c. 59% del crecimiento explicado por la integración de 9 meses del M&A 2022) que empujarán el EBITDA rec. hasta EUR 3Mn en 2022e (Mg. EBITDA rec 2022e: 14,5%). Aunque con un nivel de endeudamiento elevado, consecuencia de: i) la adquisición de Virtual College que situará la DN en EUR 16,6Mn en 2022e (DN 1S22 EUR 18,2Mn; incluyendo bonos convertibles) y ii) de un FCF rec. 2022e cercano al break-even.

EN CONCLUSIÓN: BUENOS RESULTADOS QUE CONSTATAN LA CAPACIDAD DE CRECER SIN DEJAR DE MEJORAR EN MÁRGENES. El despegue del sector del e-learning (driver macro), sumado a la internacionalización y mejora en su eficiencia (driver micro) conceden al negocio de NTX un momentum excelente. Tras los resultados 1S22, podemos confirmar que nuestro equity story se mantiene intacto. De mantener este crecimiento hasta 2024e, situaría los múltiplos de NTX en: PER, c.6x, EV/EBITDA, c. 6x y FCF yield del 15%.

Ratios y Múltiplos (x) (6)

PER	44,8	39,6	12,8	6,2
PER Ordinario	n.a.	24,7	12,8	6,2
P/BV	12,4	9,4	5,4	2,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,81	2,25	1,82	1,53
EV/EBITDA Rec.	48,5	15,5	9,1	6,3
EV/EBIT	n.a.	34,5	13,5	7,4
FCF Yield (%) (5)	n.a.	1,5	9,2	14,7

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	1,6	-9,0	-25,6	-10,8	164,8	n.a.
vs Ibex 35	2,0	-4,2	-19,8	-4,7	199,1	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	5,4	-0,1	-17,7	-5,1	123,1	n.a.
vs Eurostoxx 50	-3,7	-6,7	-17,4	3,4	151,6	n.a.
vs Índice del sector(4)	-8,5	-8,0	-8,2	16,6	113,5	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.  
(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.  
(4) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.  
(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.  
(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

## Resultados 6m 2022

### Anexo I. Tabla de Resultados

EUR Mn	6m22 Real	6m21	6m22 Real vs 6m21	2022e	2022e vs 2021
<b>Total Ingresos</b>	<b>9,9</b>	<b>5,1</b>	<b>94,9%</b>	<b>20,8</b>	<b>69,2%</b>
<b>Mg. Bruto</b>	<b>6,8</b>	<b>3,7</b>	<b>86,0%</b>	<b>15,4</b>	<b>69,8%</b>
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>68,9%</i>	<i>72,2%</i>	<i>-3,3 p.p.</i>	<i>74,3%</i>	<i>0,3 p.p.</i>
<b>EBITDA Recurrente<sup>(1)</sup></b>	<b>1,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>390,7%</b>	<b>3,0</b>	<b>212,3%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>11,5%</i>	<i>-7,7%</i>	<i>19,2 p.p.</i>	<i>14,5%</i>	<i>6,6 p.p.</i>
<b>EBITDA<sup>(2)</sup></b>	<b>0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>260,4%</b>	<b>2,5</b>	<b>115,8%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>5,7%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>12,6 p.p.</i>	<i>12,2%</i>	<i>2,6 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-186,0%</b>	<b>1,4</b>	<b>116,1%</b>
<b>BAI</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-303,7%</b>	<b>0,8</b>	<b>328,3%</b>
<b>BN</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,7</b>	<b>13,0%</b>
FCF Recurrente	3,3	-0,9	459,9%	0,4	114,8%
Deuda Neta <sup>(3)</sup>	18,2	7,2	151,5%	16,6	84,2%

Nota 1. EBITDA recurrente ajustado para excluir el impacto de: i) "Trabajos realizados por el grupo para su activo" por EUR 0,8Mn y EUR 1,5Mn, ii) "Subvenciones" por EUR 0,1Mn y EUR 0,1Mn, iii) "Gastos asociados al M&A" por 0,65Mn y EUR 0Mn en 1S22 y 1S21, y iv) "Otros resultados" EUR 0Mn y EUR 0,1Mn en 1S22 y 1S21 respectivamente.

Nota 2. EBITDA Ajustado para excluir el impacto de: i) "Trabajos realizados por el grupo para su activo" por EUR 0,8Mn y EUR 1,5Mn en 1S22 y 1S21, respectivamente.

Nota 3. Deuda Neta incluye obligaciones convertibles firmadas con Inveready por EUR 6,7Mn y EUR 1,5Mn en 1S22 y 1S21, respectivamente.

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(6,6)	3,2	4,6	n.a.			
Market Cap	28,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	18,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			3,8%	4,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,0%	3,4%	
Risk free rate (rf)	2,0%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)			6,5%	7,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,4%	Ke = Rf + (R * B)			9,1%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	61,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	38,9%	D			=	=	
WACC	7,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,7%	8,5%	
G "Razonable"	2,5%				2,5%	2,0%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Instructure Holdings, Inc.	INST-US	3.388,0	24,0	16,8%	23,1	27,0%	8,4	11,2%	36,1%	4,6%	20,5%
Learning Technologies Group	LTG-GB	1.251,2	16,6	10,7%	11,3	11,8%	2,2	4,6%	19,6%	5,0%	27,9%
Docebo	DCBO-CA	1.020,1	n.a.	73,0%	n.a.	n.a.	5,7	29,0%	n.a.	0,5%	85,2%
Skillsoft	SKIL-US	617,4	n.a.	80,1%	7,3	16,3%	1,6	10,8%	22,1%	17,2%	n.a.
D2L, Inc	DTOL-CA	286,4	n.a.	n.a.	n.a.	94,0%	1,2	20,3%	n.a.	n.a.	n.a.
E-learning			20,3	45,2%	13,9	37,3%	3,8	15,2%	25,9%	6,8%	44,6%
NTX	NTX-ES	28,6	39,6	n.a.	15,5	71,5%	2,3	21,3%	12,2%	1,5%	59,9%

### Análisis de sensibilidad (2023e)

#### A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	22,0%	5,7	8,3x
Central	20,0%	5,1	9,1x
Min	18,0%	4,6	10,1x

#### B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 23e			Escenario	FCF Rec./Yield 23e		
EBITDA 23e	0,6%	0,7%	0,8%				
5,7	3,2	3,2	3,1	Max	11,1%	11,0%	11,0%
5,1	2,7	2,6	2,6	Central	9,3%	9,2%	9,2%
4,6	2,2	2,1	2,1	Min	7,5%	7,5%	7,4%

## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	5,0	5,5	6,2	6,5	6,1	4,9	3,2	2,1		
Inmovilizado material	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	8,0	8,1	8,4		
Otros activos no corrientes	0,1	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5		
Inmovilizado financiero	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	2,8	4,0	4,4	3,7	7,1	9,6	11,1	12,9		
<b>Total activo</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>14,3</b>	<b>23,3</b>	<b>23,2</b>	<b>24,1</b>		
Patrimonio neto	3,8	2,2	2,2	1,3	2,3	3,0	5,3	9,9		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	2,5	5,3	5,8	6,8	9,0	16,6	13,9	9,7		
Pasivo circulante	2,0	2,8	3,2	2,8	2,9	3,5	3,9	4,3		
<b>Total pasivo</b>	<b>8,5</b>	<b>10,4</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>14,3</b>	<b>23,3</b>	<b>23,2</b>	<b>24,1</b>		
<b>TACC</b>										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
<b>Total Ingresos</b>	<b>5,1</b>	<b>6,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	<b>20,8</b>	<b>25,7</b>	<b>30,5</b>	<b>24,6%</b>	<b>35,5%</b>
Cto. Total Ingresos	-6,2%	31,6%	29,8%	12,4%	25,4%	69,2%	23,7%	18,9%		
Coste de ventas	(1,6)	(1,5)	(1,8)	(2,5)	(3,2)	(5,3)	(6,2)	(7,1)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>9,1</b>	<b>15,4</b>	<b>19,4</b>	<b>23,4</b>	<b>27,0%</b>	<b>37,2%</b>
Margen Bruto / Ingresos	68,6%	77,2%	79,5%	74,2%	74,0%	74,3%	75,7%	76,8%		
Gastos de personal	(4,2)	(5,5)	(6,0)	(6,4)	(6,7)	(10,4)	(12,1)	(13,6)		
Otros costes de explotación	(1,1)	(1,5)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(2,0)	(2,2)	(2,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>5,1</b>	<b>7,4</b>	<b>26,0%</b>	<b>97,6%</b>
Cto. EBITDA recurrente	n.a.	0,8%	77,0%	-10,8%	304,8%	212,3%	70,9%	44,5%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,9%	14,5%	20,0%	24,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	(0,0)	(0,0)	0,2	0,2	(0,5)	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>5,1</b>	<b>7,4</b>	<b>27,0%</b>	<b>85,1%</b>
Depreciación y provisiones	(1,8)	(1,7)	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(2,8)	(3,5)	(3,1)		
Gastos capitalizados	1,8	2,1	2,4	2,5	1,7	1,6	1,8	2,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,5</b>	<b>6,3</b>	<b>23,5%</b>	<b>n.a.</b>
Cto. EBIT	-673,8%	26,1%	111,2%	60,2%	143,8%	116,1%	155,4%	82,3%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	1,8%	2,6%	5,1%	6,5%	13,5%	20,6%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,8</b>	<b>5,8</b>	<b>20,2%</b>	<b>n.a.</b>
Cto. Beneficio ordinario	n.a.	25,1%	97,3%	128,7%	n.a.	328,3%	249,5%	106,2%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,8</b>	<b>5,8</b>	<b>20,2%</b>	<b>n.a.</b>
Impuestos	(0,0)	(0,0)	0,1	0,1	0,5	(0,1)	(0,6)	(1,2)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>4,6</b>	<b>23,1%</b>	<b>93,4%</b>
Cto. Beneficio neto	n.a.	25,1%	104,6%	86,4%	358,7%	13,0%	210,6%	106,2%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,6</b>	<b>68,5%</b>	<b>n.a.</b>
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	23,4%	98,7%	-980,1%	90,7%	n.a.	94,0%	106,2%		
<b>TACC</b>										
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>3,0</b>	<b>5,1</b>	<b>7,4</b>	<b>26,0%</b>	<b>97,6%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(1,8)	(1,1)	(1,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-40,8%</b>	<b>65,7%</b>
CAPEX						(0,1)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,6)	(0,5)		
Impuestos						(0,1)	(0,6)	(1,2)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,2</b>	<b>-33,3%</b>	<b>51,3%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(7,5)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(7,6)</b>	<b>2,6</b>	<b>4,2</b>	<b>-27,5%</b>	<b>53,0%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>7,6</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(4,2)</b>		

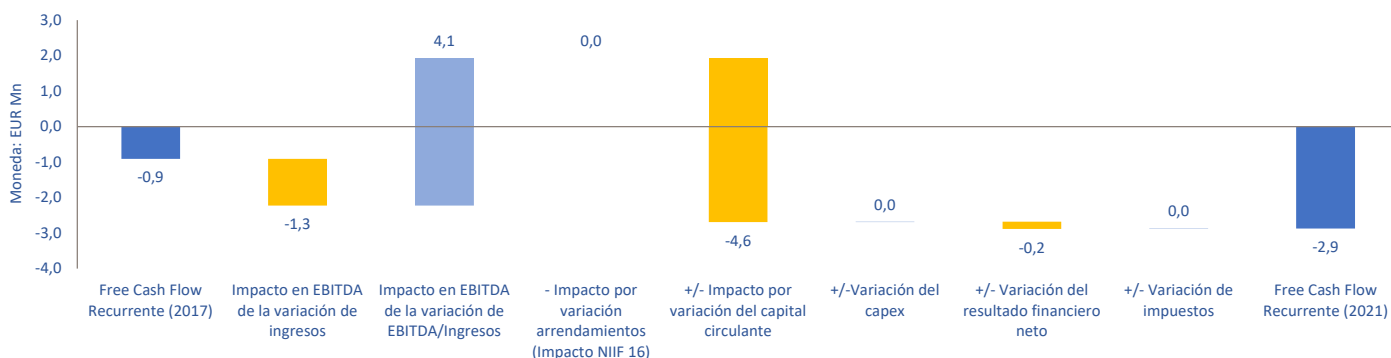
(1) Adquisiciones: EUR 7,5Mn correspondientes a la adquisición de Virtual College (incluyendo su Deuda Neta; importe estimado por Lighthouse).

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

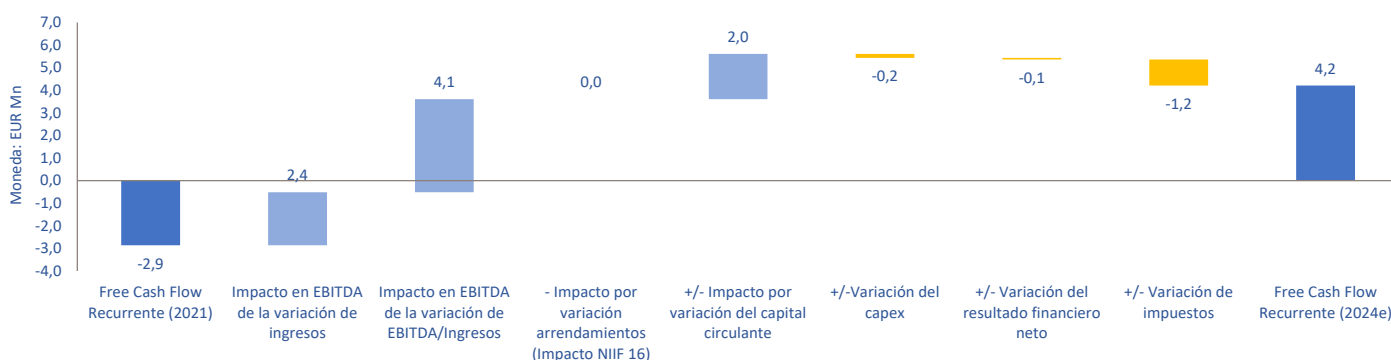
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
<b>EBITDA recurrente</b>	(1,8)	(0,4)	(0,5)	1,0	3,0	5,1	7,4	36,1%	97,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	0,8%	77,0%	-10,8%	304,8%	212,3%	70,9%	44,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	7,9%	14,5%	20,0%	24,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	0,1	0,2	(3,4)	(1,8)	(1,1)	(1,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-0,7%</b>	<b>65,7%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-284,2%	86,1%	26,5%	-902,4%	150,3%	236,1%	50,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,8%	15,7%	19,9%		
- CAPEX	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,5)		
- Impuestos	(0,0)	-	-	-	(0,1)	(0,6)	(1,2)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,2</b>	<b>-1,9%</b>	<b>51,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-198,1%	78,1%	22,8%	-526,6%	114,8%	522,0%	58,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,1%	10,3%	13,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,0)	(0,0)	0,2	0,2	(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	(7,5)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(7,6)</b>	<b>2,6</b>	<b>4,2</b>	<b>1,1%</b>	<b>53,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-173,1%	77,5%	63,4%	n.a.	-184,4%	135,0%	58,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,5%	9,2%	14,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,2%	14,7%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,6)	(0,5)	(0,1)	(0,1)	0,7	0,7	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,6	2,0	0,0	1,6	1,4	1,4	1,3		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>(0,0)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,7)	0,6	0,1	(3,6)	1,5	0,7	(0,2)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(1,7)</b>	<b>2,0</b>	<b>0,1</b>	<b>(2,2)</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,1)	0,1	0,0	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,0)	0,0	(0,3)	(0,1)	(0,1)	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,0	0,0	-	-	(0,1)	(0,5)	(0,6)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(1,8)</b>	<b>2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>(2,4)</b>	<b>3,3</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,2</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>3,5</b>	<b>6,3</b>	<b>34,6%</b>	<b>n.a.</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,1)	(0,7)	(1,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>5,1</b>	<b>7,4</b>	<b>36,1%</b>	<b>97,6%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	0,1	0,2	(3,4)	(1,8)	(1,1)	(1,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-0,7%</b>	<b>65,7%</b>
- CAPEX	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,1)	(0,7)	(1,3)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>0,9</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>1,0%</b>	<b>57,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-277,6%	84,5%	27,0%	-757,0%	137,9%	244,0%	45,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,4%	12,3%	15,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	(7,5)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(6,6)</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>1,0%</b>	<b>57,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-277,6%	84,5%	27,0%	-757,0%	-171,2%	148,1%	45,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,0%	6,8%	9,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,8%	9,9%		

1) Adquisiciones: EUR 7,5Mn correspondientes a la adquisición de Virtual College (incluyendo su Deuda Neta; importe estimado por Lighthouse).

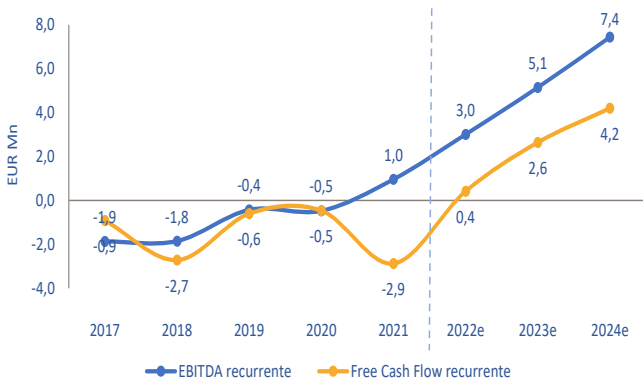
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



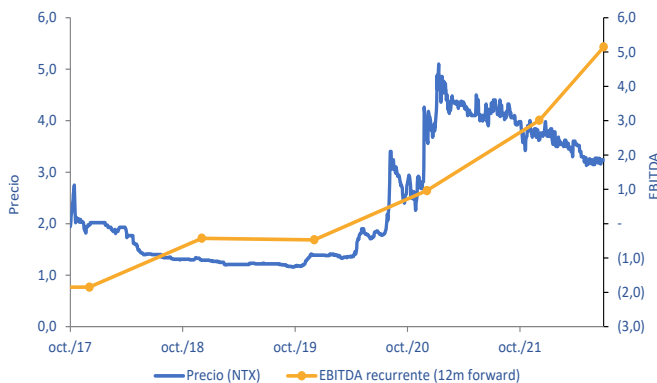
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



### Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



### Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



## Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	28,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	18,2	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 6m 2022
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>46,7</b>	

## Anexo 4. Principales comparables 2022e

		E-learning						
		Instructure Holdings, Learning Technologies						
EUR Mn		Inc.	Group	Docebo	Skillsoft	D2L, Inc	Average	NTX
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	INST-US	LTG-GB	DCBO-CA	SKIL-US	DTOL-CA		NTX-ES
	País	United States	United Kingdom	Canada	United States	Canada		Spain
	Market cap	3.388,0	1.251,2	1.020,1	617,4	286,4		28,6
	Enterprise value (EV)	3.801,4	1.441,8	821,1	1.193,5	204,3		46,7
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	455,2	652,2	144,6	744,8	172,7		20,8
	Cto.Total Ingresos	14,5%	111,6%	44,6%	33,8%	18,6%	44,6%	69,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	11,2%	4,6%	29,0%	10,8%	20,3%	15,2%	21,3%
	EBITDA	164,5	127,5	(2,4)	164,4	(10,1)		2,5
	Cto. EBITDA	49,3%	18,5%	75,5%	50,0%	84,7%	55,6%	115,8%
	2y TACC (2022e - 2024e)	27,0%	11,8%	n.a.	16,3%	94,0%	37,3%	71,5%
	EBITDA/Ingresos	36,1%	19,6%	n.a.	22,1%	n.a.	25,9%	12,2%
	EBIT	159,4	113,7	(10,6)	(62,1)	(19,8)		1,4
	Cto. EBIT	740,3%	73,9%	9,6%	-27,3%	71,4%	173,6%	116,1%
	2y TACC (2022e - 2024e)	16,2%	12,2%	68,5%	n.a.	n.a.	32,3%	n.a.
	EBIT/Ingresos	35,0%	17,4%	n.a.	n.a.	n.a.	26,2%	6,5%
	Beneficio Neto	(32,7)	79,0	(14,2)	(52,0)	(23,4)		0,7
	Cto. Beneficio Neto	62,4%	343,7%	-8,5%	44,8%	75,0%	103,5%	13,0%
	2y TACC (2022e - 2024e)	16,0%	12,8%	63,2%	n.a.	n.a.	30,7%	n.a.
CAPEX/Ventas	1,2%	1,6%	1,0%	1,8%	3,0%	1,7%	0,7%	
Free Cash Flow	154,7	63,0	4,7	106,0	(9,6)		(7,6)	
Deuda financiera Neta	174,0	137,3	(214,1)	n.a.	(106,3)		16,6	
DN/EBITDA (x)	1,1	1,1	n.a.	n.a.	n.a.	1,1	5,5	
Pay-out	0,0%	13,6%	n.a.	0,0%	n.a.	4,5%	0,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	24,0	16,6	n.a.	n.a.	n.a.	20,3	39,6
	P/BV (x)	2,8	n.a.	5,7	n.a.	n.a.	4,2	9,4
	EV/Ingresos (x)	8,4	2,2	5,7	1,6	1,2	3,8	2,3
	EV/EBITDA (x)	23,1	11,3	n.a.	7,3	n.a.	13,9	15,5
	EV/EBIT (x)	23,8	12,7	n.a.	n.a.	n.a.	18,3	34,5
	ROE	11,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,5	27,0
	FCF Yield (%)	4,6	5,0	0,5	17,2	n.a.	6,8	1,5
	DPA	0,00	0,01	n.a.	0,00	n.a.	0,00	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,9%	n.a.	0,0%	n.a.	0,3%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://www.ieaf.es).

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

### Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la



opinión de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IFAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IFAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

**Principales inversores institucionales de EE.UU.** Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
01-Ago-2022	n.a.	3,23	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	Luis Esteban Arribas
07-Jul-2022	n.a.	3,27	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

