Agile Content

Sponsored Research

Spain | Software & Computer Services

Investment Research

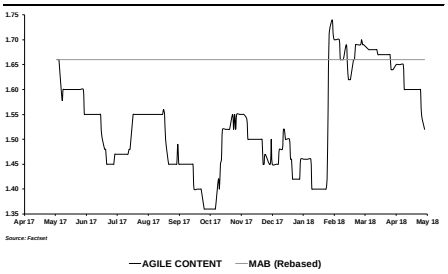
Full Company Report | **Reason: Initiation of coverage** | **29 May 2018**

Buy	
from	
Share price: EUR	**1.52**
closing price as of 28/05/2018	
Target price: EUR	**2.40**
Upside/Downside Potential	**57.9%**
Reuters/Bloomberg	AGIL.MC/AGIL SM
Market capitalisation (EURm)	**20**
Current N° of shares (m)	13
Free float	**46%**
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	4
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	5.19
Price high/low 12 months	1.36 / 1.74
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	-7.32/-10.59/-8.43

Key financials (EUR)	**12/17**	**12/18e**	**12/19e**
Sales (m)	8	10	14
EBITDA (m)	1	2	3
EBITDA margin	*15.2%*	*17.0%*	*22.1%*
EBIT (m)	(1)	(0)	1
EBIT margin	*nm*	*nm*	*6.9%*
Net Profit (adj.)(m)	0	(1)	1
ROCE	-4.9%	-2.3%	6.1%
Net debt/(cash) (m)	7	5	5
Net Debt Equity	*1.1*	*0.9*	*0.9*
Net Debt/EBITDA	5.8	3.0	1.7
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	(3.1)	4.7	10.6
EV/Sales	2.7	2.2	1.6
EV/EBITDA	17.7	13.2	7.4
EV/EBITDA (adj.)	17.7	13.2	7.4
EV/EBIT	nm	nm	23.9
P/E (adj.)	nm	nm	38.1
P/BV	2.7	3.2	3.4
OpFCF yield	*-2.5%*	*-3.1%*	*2.9%*
Dividend yield	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
EPS (adj.)	0.00	(0.06)	0.04
BVPS	0.54	0.48	0.45
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Knowkers Consulting & Investment 24%; Inveready Seed Capital 16%; UUX Holding 14%;



Analyst(s)

Eduardo Garcia Arguelles

eduardo.garciaarguelles@gvcgaesco.es

+34 914 367 810

El futuro ya está aquí…Addressable TV

Agile Content es una empresa multinacional (sede en España, más 2 centros de I+D en Barcelona y Sao Paulo junto con posicionamiento en más de 15 países) fundamentalmente tecnológica que ofrece software y soluciones en cloud a anunciantes, grupos de medios y operadores de telecomunicaciones. La compañía acompaña a sus clientes en todo el ciclo de vida de los contenidos multimedia, maximizando la extracción de valor de las audiencias/visitas (big data) con distribución multiplataforma y su posterior transformación digital. Mediante el desarrollo de plataformas de Addressable TV para operadores telco y medios (convergencia) busca pasar de un modelo de negocio B2B al B2B2C altamente escalable y que permitirá que sus ingresos mundiales crezcan exponencialmente. Por todo ello, AGIL fue reconocida por Gartner como una de las 18 empresas líderes a nivel mundial en gestión de vídeo. La compañía debutó en el MAB en Nov-2016 (capitalización 17mEUR, precio de OPV 1,87EUR/acc.) con el objetivo de reforzar su balance y su estrategia de crecimiento inorgánico e I+D.

➢**Reorientación del mix de ventas de la mano de clientes TIER I/II**. Las ambiciones de AGIL pasan por virar hacia un modelo de negocio orientado a los segmentos más rentables (desechando en 2016 el vídeo streaming ya prácticamente commoditizado) y con cada vez mayor incidencia del B2B2C (vs. B2B anterior) de modo que éste permita participar a la empresa del éxito de la oferta de sus clientes. A ello se suman nuevos productos y servicios como AGILE TV y Agile Languages, basados ambos en revenue sharing (al igual que gran parte de los nuevos contratos firmados). También contribuirán los acuerdos globales con proveedores de contenidos como Turner, Time Warner o Bloomberg teniendo por objetivo abrir mercados fuera de las zonas con presencia directa y enriquecer su software con contenidos Premium a través de móviles y Smart-TVs.

➢**Amplia diversificación y cada vez mayor fragmentación de su base de clientes**. El P&L18e reflejará la consolidación de la aportación del segmento Telco con la contribución de Telefónica, AT&T/Sky, Telmex/NET y Media en referencia a RTVE, Grupo Zeta, RBS y Cope. Estimamos un crecimiento exponencial de ventas y EBITDA con CARG18/22e del +23,4% y +41,8% respectivamente (excl. M&A futuro) donde el Video Platform (streaming) pierde protagonismo en favor de AGIL TV y VAMS (Value Added Media Services).

➢**Digiriendo la adquisición de OTTN (OTT Networks, c.8mUSD).** La deuda neta a 2017 de AGIL fue de 8,2mEUR rep (+19,7% a/a); sin embargo, ello se debió en gran parte al M&A. Esperamos que, sin considerar M&A adicional, la deuda de AGIL se mantenga prácticamente estable a consecuencia del FCF aún negativo (-0,7mEUR en 2018e) por la intensidad de inversiones necesaria (capex/ventas18e 21,7%) para el ramp-up de Agile TV. Por otro lado, mencionar que en 2016 la empresa llevó a cabo ajustes contables extraordinarios de 3,6mEUR (depreciación de goodwill con origen M&A + impairments por intangibles I+D con test de deterioro ya ejecutado) por lo que consideramos que el balance ya está "al día".

➢**DCF17/22e (WACC 12%, g 3%, peso residual 80%, EV/EBITDA 7,3x, PER 7,1x incl. próxima ampliación de 1,7m de acciones por compensación de crédito) con exponencial crecimiento a futuro**. Consideramos éste como el mejor método para valorar AGIL dada la falta de comparables directos cotizados. AGIL es un **potencial y claro target para operadoras telco y grupos de medios**.

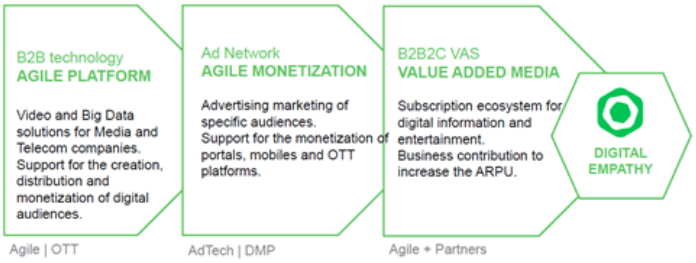
CONTENIDOS

Investment Case	3
Preguntas frecuentes	6
Análisis SWOT	8
Fuerte potencial estructural del mercado OTT/digital	9
Crecimiento de doble dígito del medio digital	10
Targetización efectiva sin necesidad de audímetros…	14
Propuesta de valor de Agile Content	16
Fuerte componente de crecimiento inorgánico	22
Entorno competitivo por frontales	24
Estimaciones 2017/22e. El nacimiento de otro unicornio	25
Valoración	35
Estructura de capital. Reiteradas ampliaciones…	41
CdA con demostrado track-record	43
Principales riesgos	44
Anexo I. Línea temporal corporativa	49
Anexo II. Cuotas de mercado por países de operadores telco clientes de Agile	50
Anexo III. Una empresa de intangibles y know-how…	54
Anexo IV. Tabla periódica de la programática… targetización & optimización	55
Anexo V. Comparables. Evolución histórica	56
Anexo VI. Casos de éxito	57
Anexo VII. Desayunos en MAD & BCN con el CEO	58
Anexo VIII. Descripción breve de comparables	61
Anexo IX. Y un “aperitivo” de lo que está por llegar…	62

Investment Case en "6 gráficos"

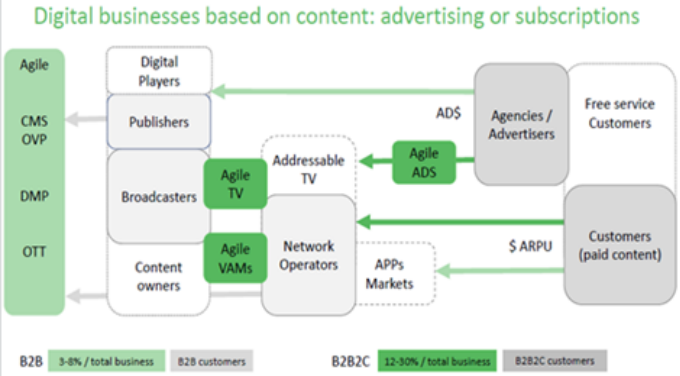
AGILE CONTENT. ORIENTED TO PROFITABILITY & GROWTH

INTEGRATED BUSINESS LINES

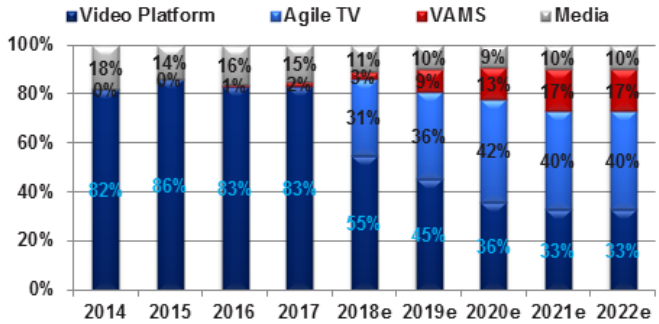


TOP CLIENTS. TMT's TIER I/II

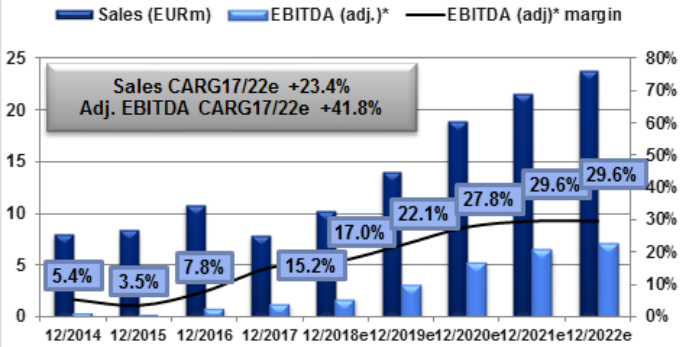
BUSINESS MODEL & POSITIONING



TOP-LINE BREAKDOWN PER SEGMENT

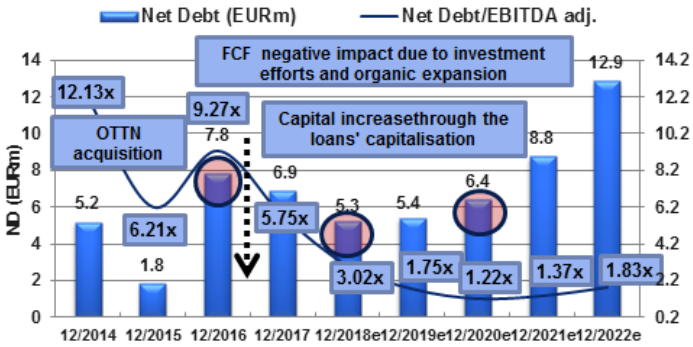


MARGINS EXPANSION



MAIN PRIORITIES

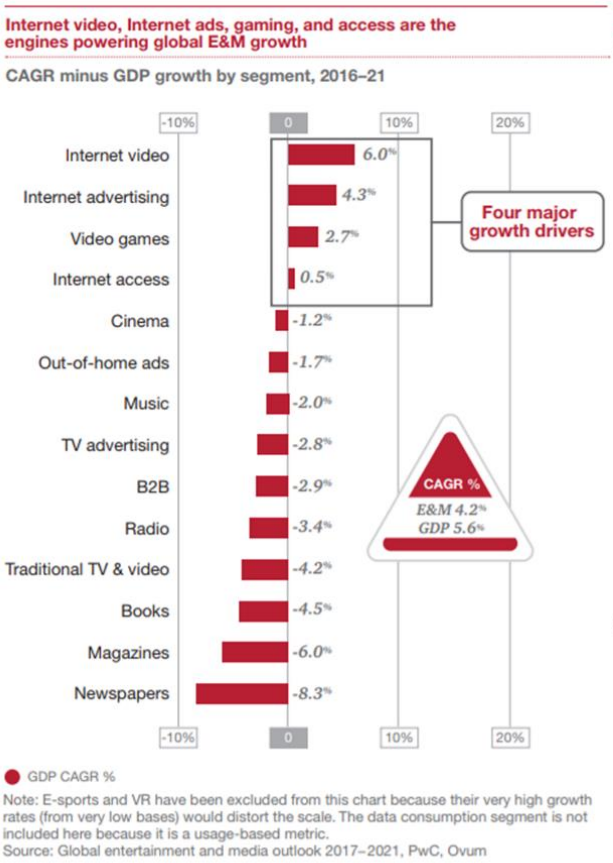
(1) ORGANIC/M&A EXPANSION & (2) ND/EBITDA REDUCTION AFTER THE OTTN ACQUISITION

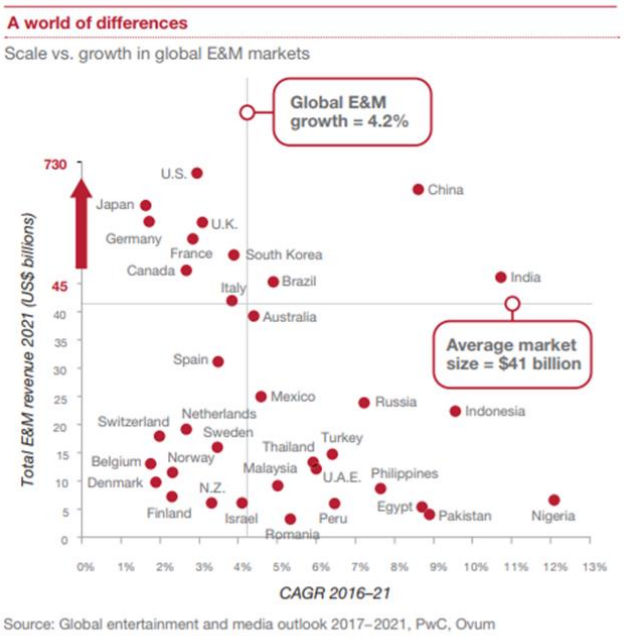


Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Investment Case "en palabras"

- **Beneficiándose de relevantes macrotendencias sectoriales**. En los gráficos adjuntos puede observarse como los segmentos nichos de vídeo y publicidad en internet son los que más crecerán dentro del sector de Entretenimiento & Medios. De hecho, su CAGR-PIB en el período 2016/21 alcanzará un elevado +6% y +4,3% respectivamente.





- **Amplio mercado potencial entre operadoras telco y grupos de medios**. La empresa se encuentra correctamente posicionada en las áreas geográficas con mayores posibilidades (UE Sur y LatAm) dado su elevado número de operadores de telecomunicaciones y medios en un mercado altamente fragmentado.

  Recordar que el producto de AGIL es altamente escalable de modo que el apalancamiento operativo de la empresa crecerá a un mayor ritmo especialmente a partir de 2019 una vez que los esfuerzos de base en el desarrollo de sus softwares ya se hayan consolidado.

- **Reposicionamiento de mix de ventas ya finalizado**. AGIL ejecutó en 2017 un viraje hacia los segmentos de más valor desechando el prácticamente commoditizado Video Streaming. Ello produjo una reducción de ventas del -27,4% a/a incluyendo el cambio de perímetro de consolidación de OTTN. En cambio, los nuevos frontales (VAMS/AGILE TV especialmente) crecerán exponencialmente según nuestras estimaciones: **top-line CARG18/22e +90,4% y +31,5%** respectivamente. En materia de rentabilidad, proyectamos una expansión de márgenes de **+14,4 p.p. hasta el 29,6% en 2022e**. El **ROCE aj.** pasará del terreno negativo en 2018e (-2,7%) a ser de un atractivo 16,4% en 2022e.

- **Relevante backlog aún por materializar en P&G**. La cartera de contratos de AGIL pasó de 7,5mEUR en 2016 a más de 17mEUR en 2017 estimados, lo que supone una expansión del +127% a/a. De manera simultánea se fragmentará en mayor medida su base de clientes con la entrada especialmente de operadoras telco TIER I/II.
- **Apoyo de sus principales accionistas**. Pensamos que AGIL ejecutará una ampliación de capital en 2018e (adicional a la anunciada por compensación de crédito) con un doble objetivo: reducir deuda y apoyar el crecimiento orgánico e inorgánico al registrar aún en 2018 según nuestras estimaciones FCF negativo. En cualquier caso, pensamos que sus principales accionistas apoyarán este movimiento.
- **Claro objetivo de M&A**. Las empresas que podrían materializar este movimiento son múltiples en nuestra opinión. Desde private equity generalistas y especializados a operadoras de telecomunicaciones con el fin de acelerar su convergencia o tecnológicas y grupos de medios con falta de posicionamiento en los segmentos en los que AGIL es un claro líder

  Tenemos claros ejemplos que apoyan nuestra teoría: Sky entre otros invirtieron 28,5mUSD en Molotov en 2016, Ooyala fue adquirido por Telsra (operador telco líder de Australia), Teads fue la presa de Altice en 2017, Spotx de RTL en 2017 y finalmente Tubemogul comprado por Adobe en 2016.

  En cualquier caso, de nuestro análisis se desprende que AGIL aún tiene un amplio recorrido por delante hasta materializar el valor de sus activos (especialmente intangibles) dada la potencia estructural de los frontales en los cuales está posicionada o lo hará en el corto/medio plazo. En nuestra opinión, el momento óptimo de un potencial exit de alguno de sus accionistas se producirá en el plazo de entre dos/tres años; punto en el cual AGIL generará caja positiva, incrementará su visibilidad (especialmente de AGIL TV) y habrá sumado un mayor número de contratos a su backlog.
- **Potenciales riesgos**. (1) Pérdidas acumuladas con origen en ejercicios anteriores. (2) Reducción de ventas excluyendo el efecto de consolidación de OTTN. (3) Posibilidad de incremento de goodwill con M&A futuro. (4) Elección de potenciales clientes de ejecución de producción in-house. (5) Valoración de proyectos en desarrollo. (6) Recuperabilidad de créditos con clientes. (7) Necesidades de capital futuras. (8) Riesgos de tipo de cambio/crédito/liquidez/tipos de interés. (8) Relevantes operaciones con partes vinculadas.

Preguntas frecuentes

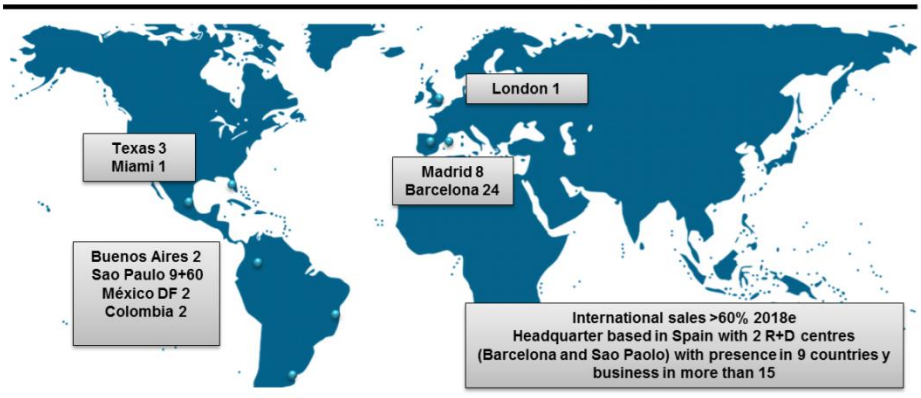
Estas son algunas de las cuestiones que consideramos más convenientes conocer a la hora de abordar una inversión en Agile Content.

- **¿El precio actual de las acciones refleja el valor real de Agile Content?** La respuesta es negativa ya que, en primer lugar, los ratios están distorsionados por la adquisición de elevada masa crítica de OTTN. Adicionalmente, existen nuevos contratos y líneas de negocio con fuerte aportación a ingresos estimada que aún no consolidaron en su P&L.
    - **No se trata de una inversión especulativa en un "chicharro"…** Desde su salida a Bolsa en el MAB en Nov-2016 la evolución de su acción fue prácticamente plana a lo que se adiciona una relevante falta de liquidez en el mercado.

      En cambio, pensamos que Agile Content está en línea de despegue con gran parte de las cuantiosas inversiones ya realizadas para el desarrollo de plataformas de operadores (ganancia de nuevos contratos de relevancia esperada en los próximos meses) y el lanzamiento de Agile TV.
- **¿Afectan las inestabilidades en Sudamérica al top-line de la empresa?** Desde el lado del top-line, AGIL cuenta con Grupos de telecomunicaciones y medios entre los más importantes de Latinoamérica. Sin embargo, la empresa intenta que los contratos estén dolarizados en su mayor parte o denominados en EUR para evitar las oscilaciones de sus respectivas divisas y transferir el riesgo FX a los mismos.
- **¿Por qué tanta dispersión geográfica en una empresa que capitaliza apenas 18mEUR?** Una de las virtudes de las empresas tecnológicas bien gestionadas tiene que ver con la exponencial escalabilidad de sus productos. De este modo, la rentabilidad de los mismos va in crescendo a medida que se licencian a clientes de distintos países con cierto grado de personalización (que también se paga) y se participa de los ingresos con origen en sus clientes mediante el modelo revenue sharing (de este modo los márgenes no quedan acotados por el contrato marco firmado).

  Como se observa en el gráfico adjunto, el mayor posicionamiento en términos de fuerza laboral de Agile no está en España sino en Brasil (Sao Paulo) donde cerca del 92% de los trabajadores se corresponden con técnicos. En Europa, el mayor número de trabajadores está en Barcelona donde también se encuentra gran parte del top-management de la empresa.

AGILE CONTENT. GEOGRAPHICAL POSITIONING (number of employees)



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

El valor de Agile Content se esconde en sus activos intangibles y capital humano es por ello que una de las partidas con mayor peso en el opex tiene que ver con el personal (ingenieros de software y programadores altamente demandados). De un modo perspicaz, la empresa es consciente de este punto y situó uno de sus centros de producción en Sao Paulo (beneficiándose de depreciaciones del BRL) donde la fuerza laboral posee unos ingresos sensiblemente inferiores a Europa y ello se hace imperceptible de cara a la satisfacción del cliente final.

No descartamos programas de stock-options futuros con el objetivo de retener y fidelizar el talento.

- **¿Cuándo generará caja positiva la compañía?** Según nuestras proyecciones, el 2018e marcará un punto de inflexión en el que la compañía deberá terminar de digerir la compra de OTTN y materializar sinergias operativas y de ingresos.

  No esperamos que AGIL comience a generar FCF / B. Neto positivo hasta como pronto 2019e. Es necesario tener en cuenta que en el ejercicio 2017, el B. Neto fue positivo pero explicado por one-off relativo a la revisión de una provisión.

- **¿Realizará ampliaciones de capital en el corto/medio plazo?** En nuestra opinión, Agile Content necesitará aportaciones de capital externo (al menos 2mEUR en lo que queda de 2018 según nuestras estimaciones) de continuar con su ambiciosa política de expansión orgánica e inorgánica con la apertura de nuevos clientes, mercados y frontales como la intermediación publicitaria.

  Por otro lado, es digno de mención que el modelo de negocio de la empresa se basa en activos intangibles tecnológicos con vida útil relativamente corta (5/7 años) dada su naturaleza. Por ello se hace necesario un flujo de inversión capex/ventas superior al 20% de las ventas y ya recogido en nuestras estimaciones.

- **¿Se puede confiar en su management?** Desde aquí no ponemos la mano en el fuego por nadie pero cabe destacar que es un buen síntoma que los fundadores trabajen de modo directo en la compañía y posean una participación relevante en el capital (Knowkers Consulting, 24,4% en 2017 vs. 40,4% en 2015) tras las múltiples ampliaciones de capital llevadas a cabo.

  Por otro lado, grupos de renombre como Inveready (16%, partícipes del éxito de Másmóvil) o Grupo Salinas (UXX Holding, 13,9%) dan estabilidad al núcleo duro accionarial y constituyen en sí mismos una garantía.

- **Dada la potencia estructural y el atractivo de los negocios de Agile Content, ¿podría ser objetivo de M&A?** Sin ninguna duda en el futuro. Sin embargo, en nuestra opinión, la empresa aún se encuentra en un estadio incipiente de crecimiento donde éste no está aún en valor.

  AGIL tendría un fuerte encaje industrial en múltiples empresas; algunas de ellas bajo nuestra cobertura (Atresmedia o Mediaset España).

Análisis SWOT

Fortalezas	Debilidades
Diversificación geográfica de ingresos	Resultados negativos acumulados
Alto crecimiento y escalabilidad de licencias de software	Débil generación de caja mermada por elevada deuda
Incremento de márgenes mediante la transición al modelo B2B2C	Dispersión de sedes. Baja centralización.
Fortaleza estructural de Addressable TV	Operaciones con partes vinculadas
Capital humano con relevante presencia laboral en Brasil	Elevado goodwill por M&A
Apoyo de sus principales accionistas al Plan de Expansión y futuras ampliaciones de capital. Track record de los mismos	Bajas barreras de entrada para grandes operadoras y medios de mayor masa crítica
Know-how del management	Falta de dividendo
Relativamente pocos competidores directos	
Clientes Tier I/II en la mayoría de sus casos	
Oportunidades	**Amenazas**
Posibilidad de ser opada por operadores de telco/media tradicionales	Posible limpieza de balance futura por activos en su mayoría intangibles. Último test de deterioro realizado en 2017
Exponencial crecimiento orgánico en LatAm, Sur de Europa y EE.UU.	Desarrollos in-house por parte de las propias telco y Grupos de medios.
Posicionamiento como empresa clave para el desarrollo de la convergencia	Potenciales impairments de proyectos
Publicidad programática y Addressable TV	Posibles tensiones por circulante
Expansión hacia la intermediación publicitaria y monetización de big data de audiencias	Dilución por ampliaciones de capital futuras
Incremento de fragmentación en su base de clientes	Riesgo de overhang por parte de sus accionistas

Source: GVC Gaesco Beka

Fuerte potencial estructural del mercado OTT/digital

Según la compañía, la penetración de los OTTs que ofrecen soluciones de vídeo tendrá un crecimiento global en términos de abonados con CARG17/20e del +16,7% y del +18,7% en materia de ingresos.

Esta positiva evolución vendrá explicada, en nuestra opinión, por cuatro tipologías de escenarios en función del área geográfica,

I. **Crecimiento orgánico paralelo al despliegue de redes NGA** (Fttx) en zonas donde dicha tecnología no estaba presente.

II. **Implementación e incremento de penetración de la convergencia telco/media.**

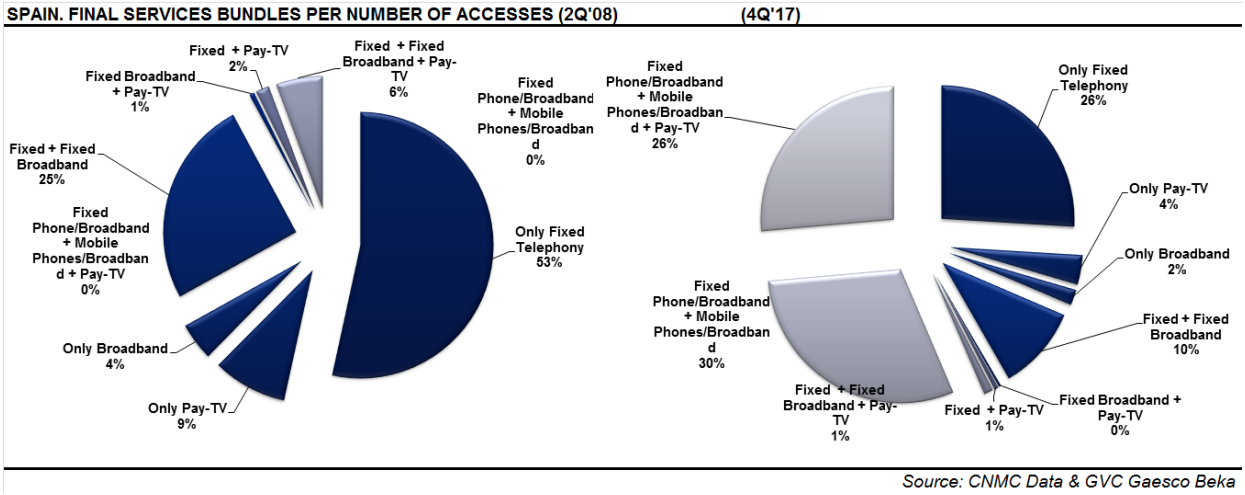
III. **Potenciación de la tendencia estructural referente al consumo de contenidos on-demand tanto en Free-to-Air (FTA) como en Pay-TV.**

IV. **Efecto "Cortar el cable" o tendencia de migración de clientes desde cableras a OTTs basados en tecnología IPTV.**

A la luz de todos estos catalizadores, un país viene a la mente: España (mercado doméstico de Agile Content). En nuestro mercado existía un predominio años atrás del xDSL o cobre tradicional sin capacidad/velocidad suficiente para transmitir vídeo/datos en HD/4K; sin embargo, y gracias a los esfuerzos de inversión de los principales operadores de telecomunicaciones, España tiene ahora la red de FttH más grande de Europa con cerca de 37m u.u.i.i. pasadas a FttH según la CNMC a cierre del 4T17.

Además, el grado de penetración de la TV de pago (35,8% a cierre del 4T17) fue y continúa siendo sensiblemente inferior a otros países por la fortaleza de la TV en abierto, la piratería, la dispersión de la población y el predominio del ADSL años atrás.

Sin embargo, los factores que antes impedían o ralentizaban que los OTTs y plataformas de Addressable TV se expandieran cada vez se difuminan más e incluso, en paralelo, se acelera su adopción mediante las ofertas que ligan servicios de telecomunicaciones con ofertas de contenidos y TV a la carta (convergencia). Ello se evidencia en el siguiente gráfico de sectores,

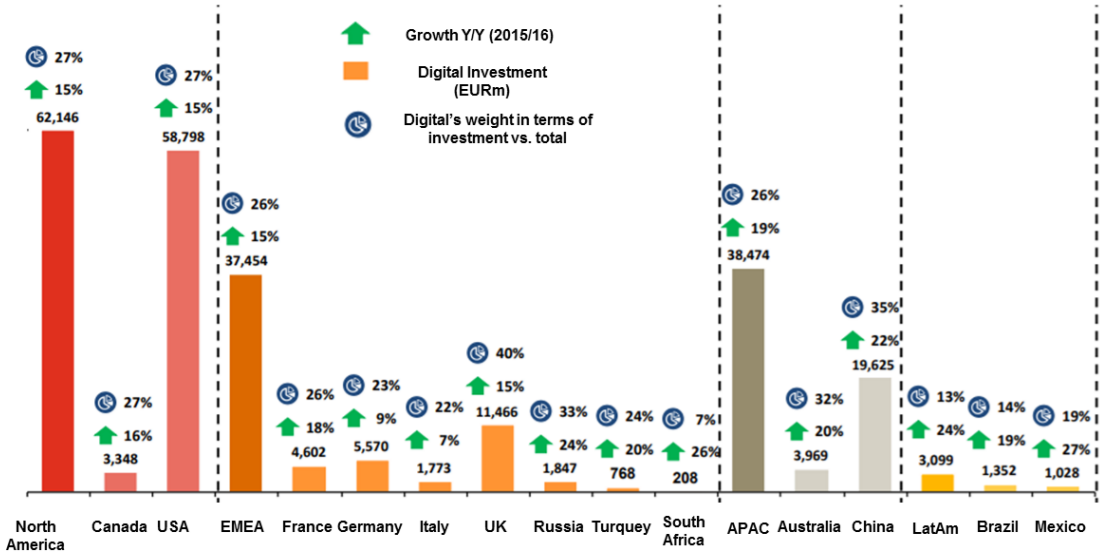


Source: CNMC Data & GVC Gaesco Beka

En el 2T08, gran parte de los paquetes existentes estaban vinculados a uno o dos servicios como máximo (53% sólo telefonía fija, 25% fijo+banda ancha fija). En cambio, con la llegada de la convergencia y el primer paquete Fusión lanzado por Telefónica en 2012 el mercado mutó hacia paquetes 4/5P englobando otros servicios como Pay-TV. En el 4T17, éstos representaron una mayoría sobre el total: c.56% según la CNMC.

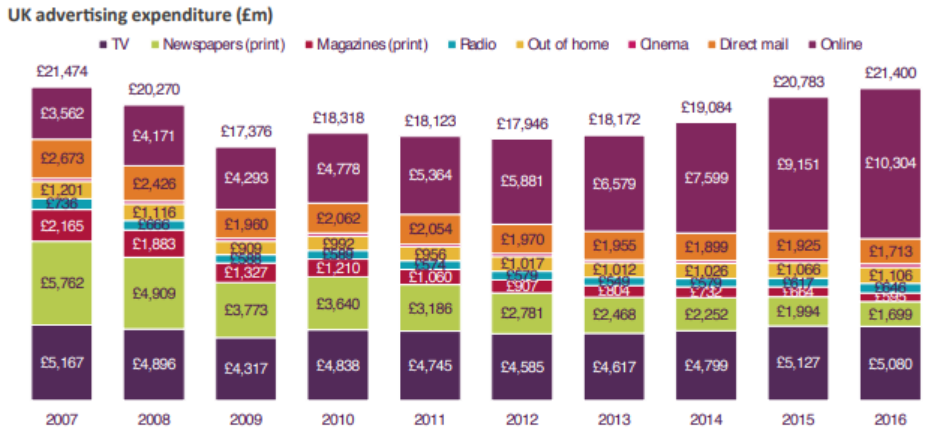
Crecimiento de doble dígito del medio digital

DIGITAL AD-INVESTMENT. DOUBLE DIGIT GROWTH IN ALL COUNTRIES…



Source: PwC Global Entertainment and Media Outlook 2016-2020 & GVC Gaesco Beka Digital Ad-Investment excluding classified.

El gráfico adjunto es muy ilustrativo para entender el panorama de alto crecimiento que se cierne sobre el sector digital a nivel global. Las tendencias son paralelas en todos los países mostrados observándose una ganancia de cuota de mercado de dicho segmento frente a otros medios tradicionales. Existe un claro alumno aventajado en términos de inversión publicitaria y ese es UK con un share del mismo que alcanzó a cierre de 2016 (últimos datos disponibles) el 40% de la inversión publicitaria sobre el mix de medios. Esta fue la evolución histórica por medio en materia de inversión publicitaria según Ofcom,



Source: AA/WARC Expenditure Report for TV, newspapers, magazines, radio, out of home, cinema, and direct mail; IAB UK for online advertising (search, display excluding video, video and other). **Notes:** all digital ad expenditure (e.g. broadcaster video advertising and publisher display and classifieds) has been removed from TV, newspapers and magazines to avoid double-counting between these categories and online. TV includes spot advertising, sponsorship, and placement revenue. Figures expressed in real terms (adjusted for 2016 CPI prices).

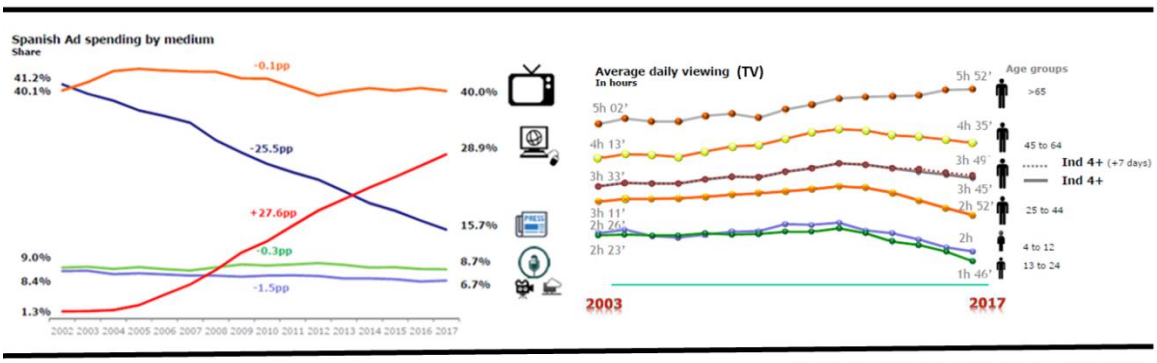
[1] See circulation figures in "News Consumption in the UK: 2016", https://www.ofcom.org.uk/__data/assets/pdf_file/0017/103625/news-consumption-uk-2016.pdf

[2] http://www.wpp.com/wpp/press/2017/may/01/interaction-2017-digital-advertising-investment-will-surpass-tv-in-five-more-countries/

Source: Ofcom

De acuerdo con el último estudio “PwC’s Spanish Entertainment and Media Outlook 2016-2020”, **la publicidad en internet crecerá a un CARG15/20e del +8,5%** hasta representar cerca de 2bnEUR. Esta evolución supone prácticamente el doble de la publicidad en TV (CARG15/20e del +4,8%) y se nutrirá, en nuestra opinión, de los descensos en prensa (CARG15/20e del -2,1%) como se pone de manifiestos en el gráfico histórico adjunto. Por otro lado, el incremento de ingresos según la misma fuente que experimentará la Pay-TV y consumo de vídeo on-streaming en el mismo período responderá a un CARG del +4,9%.

SPAIN. MEDIA ENVIRONMENT



Source: Infoadex & Atresmedia Investors Presentation

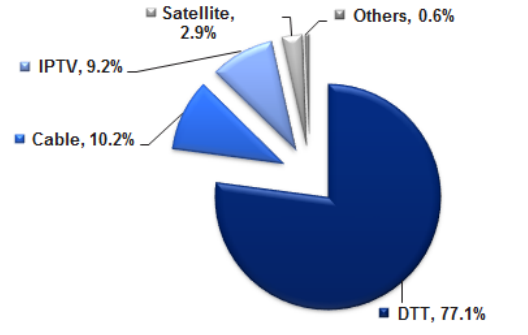
En el período 2002/17 y según Infoadex, el medio Internet ganó +27,6 p.p. de cuota de mercado sobre el total de medios convencionales principalmente a costa de los medios escritos (-25,5 p.p. en el mismo período). En nuestra opinión, esta tendencia, a la vista de los últimos datos trimestrales, no tiene visos de cambio con la prensa/revistas/suplementos aún sin haber tocado fondo. Mencionar la resistencia del medio TV con una evolución de share prácticamente flat en el intervalo temporal analizado. Sin embargo, como se comentó con anterioridad el mix de medios y su evolución es dispar en función del país analizado; pudiéndose extrapolar este razonamiento desde nuestro punto de vista únicamente a Italia.

Al igual que en otros países de nuestro entorno, el consumo de TV tradicional se incrementó en las generaciones de mayor edad (generalmente también con mayor poder adquisitivo) y se resintió en los más jóvenes en favor de nuevos formatos digitales. Pensamos que estas tendencias continuarán en el corto/medio plazo hasta que se produzca al menos 1,5x de relevo generacional; momento en el cual la TV tradicional deberá adaptarse.

Por otro lado, la tecnología de TDT continuó siendo la predominante aunque con una cuota de mercado en erosión y dejando espacio al IPTV como se observa en el gráfico expuesto,

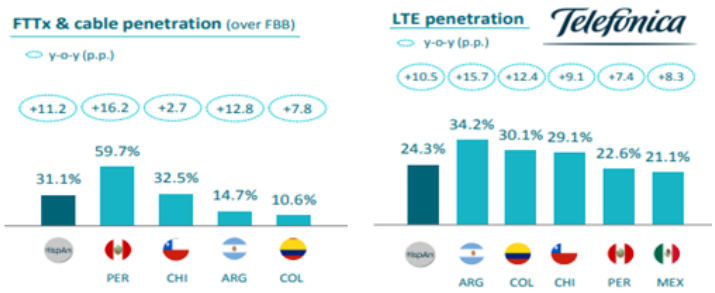
	2014	2015	2016	2017	% change
DTT	82.0%	80.6%	78.7%	77.1%	-1.6 p.p.
Cable	10.1%	10.1%	10.5%	10.2%	-0.3 p.p.
IPTV	3.8%	5.4%	7.0%	9.2%	+2.2 p.p.
Satellite	3.6%	3.3%	2.9%	2.9%	-
Others	0.5%	0.6%	0.9%	0.6%	-0.3 p.p.

SPANISH BROADCASTING TECHNOLOGIES (2017)



Source: GVC Gaesco Beka & CNMC & Barlovento Comunicación

Como puede observarse en algunos datos provistos por Telefónica, la penetración de tecnologías avanzadas de banda ancha fija (Fttx/cable) y móvil (LTE) aún es baja en países de LatAm por lo que el potencial en esta área geográfica es elevado al predominar el satélite.

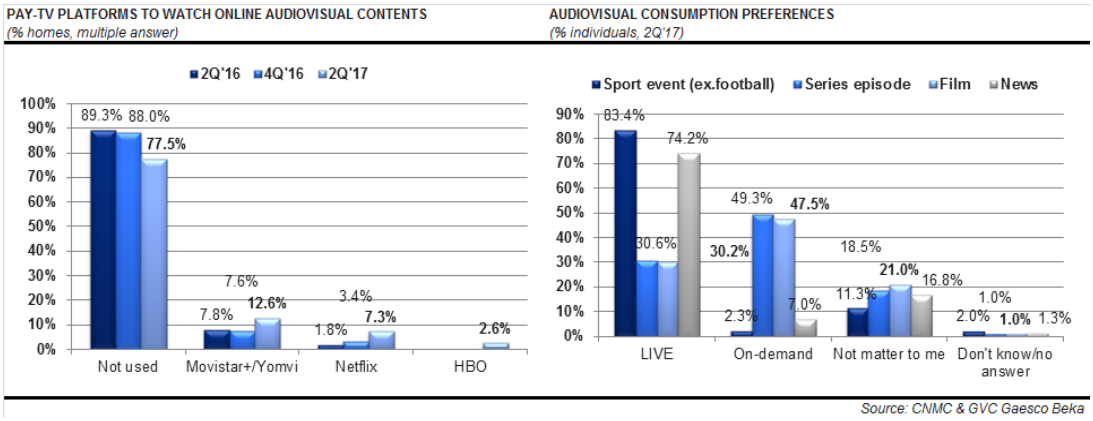


Véase **Anexo II de cuotas de mercado por países de operadores telco clientes de Agile** (pag. 51).

Según el último Panel de Hogares de la CNMC (2T17), el 85% de los internautas empleó su smart-phone para acceder a la red (83% del total de individuos accede a internet) superando a ordenadores, tabletas y portátiles. 8 de cada 10 españoles poseen un smart-phone y de éstos el 78% revisa la mensajería instantánea a diario (Whatssup el más utilizado por el 90% de los internautas), 39% redes sociales y 31% email. Los servicios menos empleados son: visualización de vídeos (17%), juegos (15%) y GPS (4%).

En lo que respecta al consumo de contenidos, **los españoles dedicaron 3h/día entre semana a este fin a través del medio TV, 1h en ordenador y otra en teléfono móvil.** A cierre del 2T17, ya eran 4 de cada 10 españoles los que consumían contenido online al menos una vez a la semana siendo el preferido vídeos cortos (54%), series (46%) y películas (32%). Más de la mitad de los usuarios de contenidos audiovisuales on-line emplea plataforma de TV a la carta por internet siendo éste el ranking en España: **Youtube (58%), Atresplayer (42%), RTVE.es (33%) y finalmente Mitele (29%).**

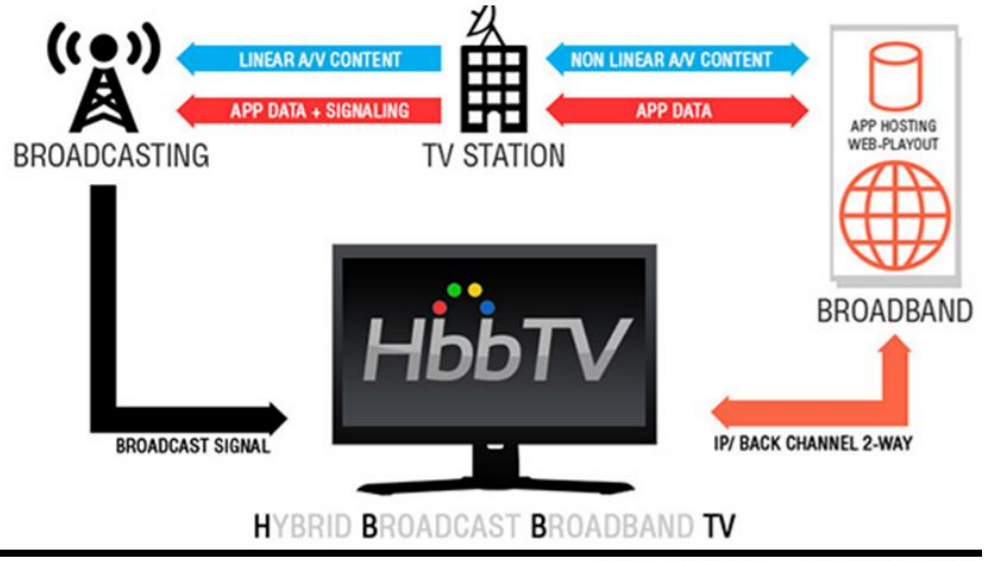
Se dio un importante crecimiento de las plataformas de pago según el Panel de los Hogares de la CNMC: **casi 1 de cada 4 hogares con acceso a internet fue usuario de alguno de estos servicios en streaming**. El OTT **Netflix** registró el incremento más relevante de nuevo duplicando su número de usuarios en un período de 6 meses (dic-16/jun-17) hasta los 1,16m de hogares. **HBO** por su parte los situó en 414k hasta el 2T17 en su primer año de vida en España. En cambio, por número de usuarios **Movistar+/Yomvi continuó como líder**. De hecho, la cuota de mercado de Telefónica tras la integración de DTS (Canal+) alcanzó el 79% y 58% en materia de ingresos y abonados respectivamente en el 4T17.



A la vista de este panorama, las TV tradicionales, grupos radiofónicos, prensa escrita… en definitiva los principales medios convencionales deberán reinventarse y posicionarse (orgánicamente o mediante M&A…) ante las nuevas tendencias en consumo de contenidos.

Los Grupos tradicionales de medios podrán acceder a múltiples bondades: competir con otros servicios digitales, mejorar la experiencia de emisión, desbloquear inventarios y ponerlos en valor e incrementar los CPMs (cost per thousand). En el plano tecnológico se perseguiría: sincronización de dos pantallas simultáneas, disponibilidad de tecnología 4K, mejora en navegación EPG y funcionalidades de start-over/PVR. En el caso de las **TVs FTA**, mediante el desarrollo de la tecnología HbbTV, Hybrid Broadcast Broadband TV

HBBTV, Hybrid Broadcast Broadband TV



Source: Yozzo.com & GVC Gaesco Beka

Fue en el verano de 2011 cuando comenzaron las pruebas en HbbTV de los principales operadores del mercado español (RTVE, Atresmedia, Mediaset España y Telefónica). Tras varias tentativas, fue RTVE la que tomó la delantera con esta tecnología materializándola en “El Botón Rojo”, un servicio interactivo que ofrece miles de contenidos extra en el televisor con solo pulsar el botón rojo del mando. En la actualidad, la mayoría de TVs conectadas son compatibles con HbbTV aunque en caso de no estar conectadas se deberá adquirir adaptador y conectarlo al router/TV.

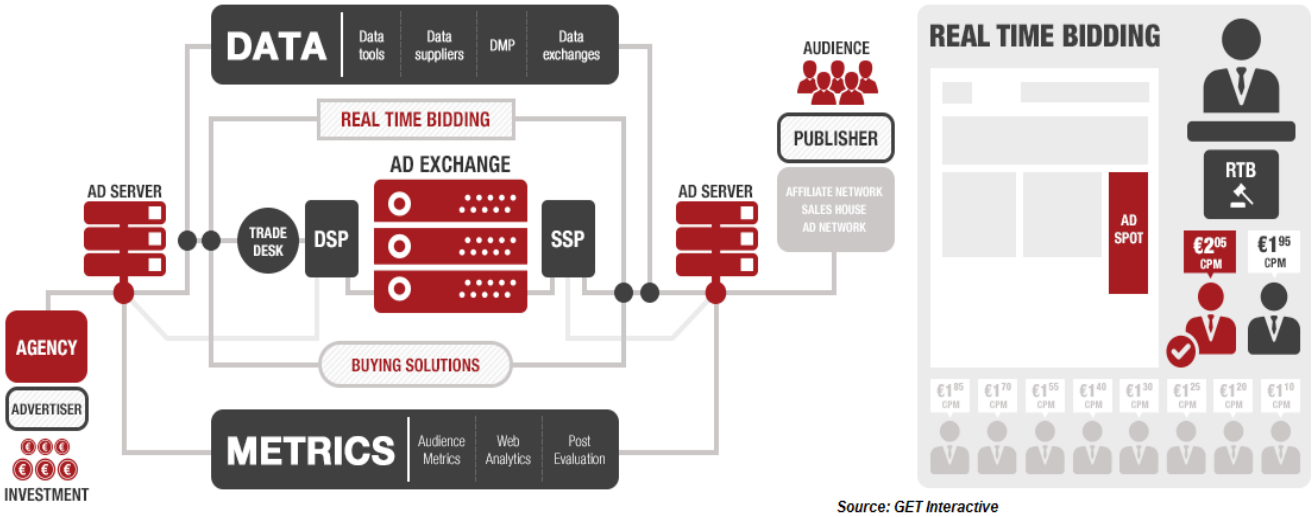
Atresmedia, Mediaset España, RTVE y Forta unieron fuerzas para desarrollar una plataforma conjunta basándose en dicha tecnología con el objetivo de reunir los contenidos audiovisuales de las principales TVs en abierto y mejorar la experiencia de la audiencia y las funcionalidades de su TV con mayor interactividad junto con contenidos web. En una segunda fase del proyecto se pretende crear un servicio adicional OTT.

Con este movimiento, se pone de manifiesto la necesidad de transformación de la TV tradicional para competir de tú a tú con OTTs y plataformas de Addressable TV de operadores de telecomunicaciones.

Targetización efectiva sin necesidad de audímetros…

Hasta el momento, Kantar Media medía las audiencias de TV tradicional mediante una muestra representativa de población (más de 4,7k hogares repartidos por toda la geografía nacional) que empleaba los audímetros para dar a conocer los contenidos que visualizaba en cada momento un miembro del hogar.

Los despliegues masivos de redes de nueva generación permitirán junto con la expansión del parqué de Smart-TVs (según IAB Spain en España existen 6,3m, de las cuales únicamente el 44% están conectadas) y dispositivos conectados conocer los contenidos visualizados por los espectadores de manera exacta y extraer sus datos para su mayor monetización. De tal modo, se pretende lanzar publicidad altamente targetizada y no invasiva/intrusiva de manera que se eleve su impacto en las audiencias. Según el último estudio publicado por IAB Spain/PWC, un 17,9% y 18,6% del total de inversión publicitaria en display y vídeo respectivamente fue programática (últimos datos de 2016).



Source: GET Interactive

Ver más… **Tabla periódica de la programática** (**Anexo IV**, pag. 56)

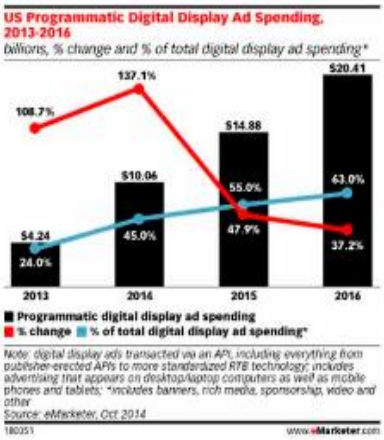
Para entender el sistema es necesario conocer los sides que lo componen. Por un lado están los **DSPs** (Demand Side Platform) que hace referencia a las distintas tecnologías que permiten comprar impresiones digitales en formato display mediante diferentes Ad-Exchanges. De este modo, se cambia la forma de comprar impresiones desde el método tradicional, donde se compra directamente a un intermediario los espacios que el editor habilita, a comprar en una plataforma que aglutina los mismos espacios de manera automatizada y sin la obligación de rastrear editor por editor.

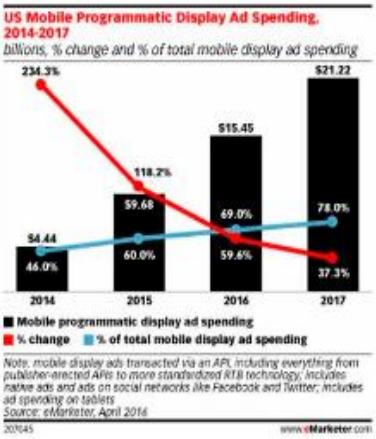
Mediante el DSP, se compara cual es la impresión más adecuada para cada anunciante según parámetros como precio (coste por mil impresiones, CPM), targetización,… cruzando bases de datos mediante algoritmos (big data) entre anunciante y usuario. Esos datos se extrapolan al público general de manera dinámica de modo que se potencia la decisión de compra, establece la rentabilidad pasada/presente/futura de los productos y el rendimiento de la campaña llevada a cabo.

En el extremo contrario se encuentran los **SSPs** (Sell Side Platform), englobando las plataformas tecnológicas automatizadas de gestión de los medios digitales. Éstas permiten a los editores de contenidos gestionar sus inventarios publicitarios en real time, indicar la tipología de publicidad aceptada y maximizar los ingresos obtenidos mediante la venta de sus espacios.

Mediante el **Trading Desk** se conecta directamente a anunciantes y agencias de medios con diversos Ad Exchanges en puja abierta/privada. A ello se une el **DMP** (Data Management Platform) definiéndose como una plataforma de gestión de datos centralizada que permite a los anunciantes seleccionar audiencias objetivo mediante recolección y cruce de datos tanto de fuentes externas (redes sociales, dispositivos móviles,...) como internas del anunciante.

Este modelo de subastas en tiempo real (**RTB, Real Time Biding**) con mercados abiertos se apoya en la recolección de big data y está ya presente según la publicación "Digital Fire" en gran parte de los medios digitales como ordenadores (84%), móviles (60%), vídeo (58%),… y su penetración es muy inferior en medios tradicionales como la TV (8%) siendo éste por tanto el área donde existe un mayor potencial aún por abordar.





US Programmatic Digital Video Ad Spending, by Device, 2014-2017

billions, % change and % of total programmatic digital video ad spending

	2014	2015	2016	2017
Desktop/laptop	**$0.44**	**$1.82**	**$3.03**	**$3.73**
—% change	162.9%	313.6%	66.3%	23.2%
—% of total programmatic digital video ad spending	70.0%	61.0%	55.0%	49.0%
Mobile*	**$0.19**	**$1.16**	**$2.48**	**$3.89**
—% change	914.0%	517.0%	112.9%	56.8%
—% of total programmatic digital video ad spending	30.0%	39.0%	45.0%	51.0%

*Note: digital display ads transacted via an API, including everything from publisher-erected APIs to more standardized RTB technology; includes advertising that appears before, during or after digital video content in a video player; *ad spending on tablets is included*
Source: eMarketer, April 2016

207054 www.eMarketer.com

Propuesta de valor de Agile Content

Agile Content (más de 140 profesionales en Barcelona/Sao Paulo) consiguió gracias a su dilatado track récord consolidarse como empresa proveedora de soluciones que combinan tecnología, contenidos y datos para los segmentos digitales del sector TMT (Telco, Media, Tecnología).

Véase **Anexo I, Línea Temporal Corporativa**. (pág. 50)

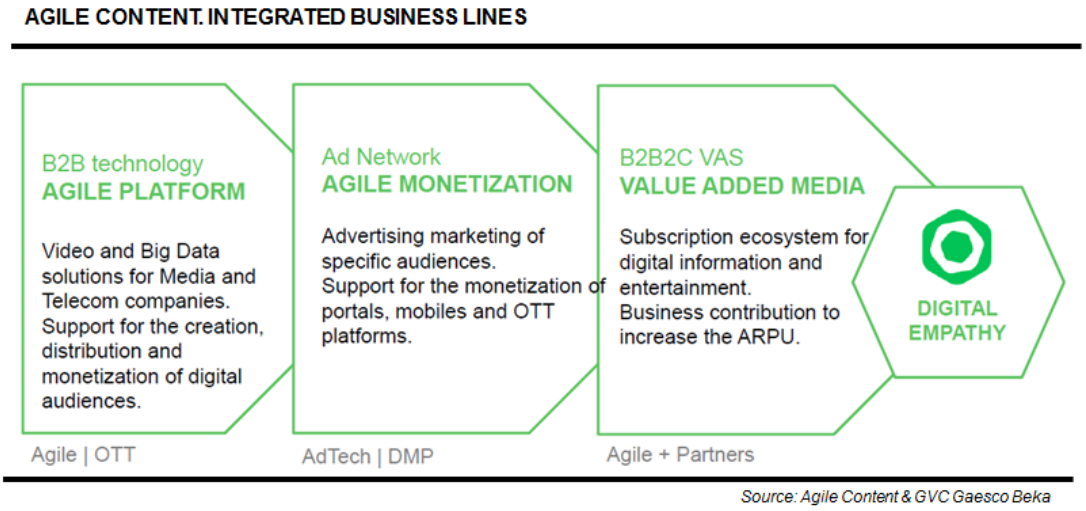
La compañía foco de nuestro análisis pone su objetivo en la colaboración con empresas TMT en las siguientes dos capas de transformación digital,

I. **Como proveedor B2B**. Presencia digital multicanal con el foco en los procesos de distribución y producción. Ello se realiza a través de tecnología propia de CNMS/OTT.

II. **Como partner B2B2C**. El foco se centra en la publicidad basada en datos de audiencia con el fin de maximizar el ARPU en servicios convergentes. Para ello la empresa cuenta con soluciones operadas integralmente, proporcionando servicios de valor añadido revenue sharing y contribuyendo a la captación y retención de clientes digitales.

Agile Content se posiciona como un proveedor de referencia en **plataformas software-as-a-service y partner B2B2C** con soluciones para la monetización de contenidos mediante publicidad y suscripciones de pago.

A continuación mostramos un esquema en el cual se pueden observar las distintas líneas de negocio integradas de la compañía,



La continuación natural del camino emprendido por AGIL tiene que ver con un segmento que está en pleno apogeo y se sitúa entre la TV lineal tradicional y la Pay-TV on-demand. Nos referimos a un modelo híbrido que aglutina arquitecturas abiertas, múltiples funcionalidades y que está a medio camino entre la publicidad y el pago ("Freemium"). En él se dan cabida al número deseado de proveedores (OTTs/Apps) potenciando las relevantes bases de clientes de las telcos y maximización en la extracción de valor de los clientes junto con la reducción del churn por aumento de fidelización.

Por el momento **no es una prioridad para la compañía incrementar de manera directa la visibilidad de su marca** mediante marketing sino más bien de una manera indirecta de la mano de sus clientes.

El nacimiento de un nuevo espacio entre el FTA y Pay-TV

Con el título de este apartado nos referimos a una nueva arena competitiva entre los segmentos de TV tradicional basada en monetización publicitaria y Pay-TV sustentada en la cuota de abono de sus suscriptores con una muy limitada inclusión de publicidad.

De aquí a un tiempo, surgieron nuevos jugadores (YouTube, Molotov, FuboTV, Agile,...) donde priman las mayores funcionalidades y posibilidades de visualización de manera gratuita/freemium o formando parte de una plataforma convergente.

Core Competences	FTA TV (traditional Broadcaster, >95% income based on Ads)	Agile TV (stand-alone or B2B2C with Telecom)	Molotov / FuboTV (new vMVPDs*)	YouTube (the expected alternative)	Netflix/HBO/SKY (Pay TV - OTTs)
Distribution	Lineal Reach Low relevance online	Broadband bundle + acquisition/retention contribution	Limited, usually D2C Freemium or bundles	On-line massive reach	Just Top cord cutters, massive on-demand, high acquisition cost
Programming	One 2 Many Primetime	Wider Range complementary to integrated Pay-TV / OTTs	On-demand organized FTA + premium options (like OTT Sports)	Free Low end + YouTube Red	Paid premium Top Content
Advertising	Massive but low segmentation	Segmented + RTB+ Branded Channels Deep vs Reach	Starting RTB	On-line video	No
Co-Production	Local approach Limited budgets	Verticals: SW + Content with Premium	No (just programming)	Low-end content + increasing w/ YouTubers	Global & local Main budgets for talent
Potential Market (Spain as example) & average monetization	18m homes +/- EUR10/month ES EUR2,2bn,+2.4% y/y US USD71.6bn,+0.5% y/y	>10m homes +/- EUR5-20/month	>10m homes +/- EUR5-20/month	>10m homes +/- EUR5-20/month	6m homes +/- EUR15/60/month ES EUR2bn,+11.4% y/y US USD105bn,-1.6% y/y
		ES EUR49m online, 2% of TV y/y US USD13.2bn,18.5%% of TV y/y			

Excluding SmartTVsand Classic PayTV
** vMVPD: virtual multichannel video programming distributor*
RTB: Real Time Bidding

Source: Agile Content, CNMC & GVC Gaesco Beka

Compañía de producto especializada en el B2B y en expansión hacia el B2B2C

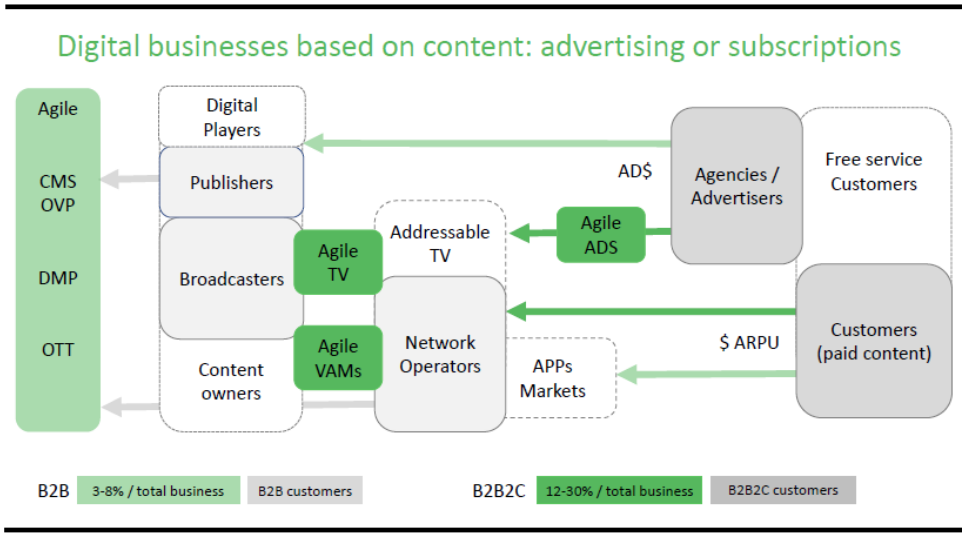
Agile Content basa su actividad en la consultoría informática, desarrollo de aplicaciones de software para la producción y la distribución de toda clase de contenidos y servicios interactivos en medios digitales así como otras actividades como las que se mencionan a continuación,

- Prestación de servicios de hospedaje de maquinaria y aplicaciones de software.
- Arrendamiento de hardware y software así como la gestión integral de servicios de mantenimiento y monitorización.
- Diseño de toda clase de contenidos y servicios en medio digitales junto con asesoría sobre la producción y distribución.
- Intermediación comercial entre los agentes vinculados al consumo digital de contenidos y servicios.

Las actividades antes mencionadas pueden ser desarrolladas total o parcialmente de modo indirecto.

Con el objeto de reorientar sus actividades hacia segmentos con mayores márgenes, Agile Content desechó áreas que contribuían fuertemente a su top-line como el Streaming de Video para centrarse en VAMS (Value Added Media Services) y Agile TV.

VALUE CHAIN FOR TMT COMPANIES vs. AGILE CONTENT POSITIONING



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

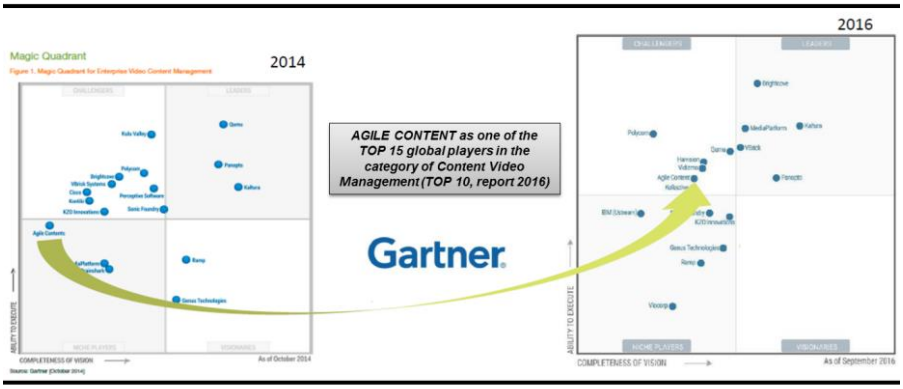
Única compañía europea incluida en el Magic Quadrant de Gartner

Agile se posicionó por tercer año consecutivo en el Magic Quadrant correspondiente a la categoría de gestión de contenidos publicado por Gartner; siendo la mejor posicionada en el eje de "visión" entre los jugadores de nicho. En el informe, la consultora clasifica a las compañías en base a dos criterios: amplitud de visión y capacidad de ejecución.

Revalidar su inclusión en este informe consolida la posición de Agile en el sector y su potencial como único exponente del mercado hispano y latinoamericano.

Ello se debió a la calidad de su Plataforma de Gestión de Contenidos Multimedia que permite el procesamiento, producción, gestión y distribución de cualquier contenido audiovisual.

AGILE CONTENT. GARTNER's MAGIC QUADRANT PRESENCE



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Clientes TIER I / II entre operadoras de telecomunicaciones y medios

Durante 2018, Agile Content materializó proyectos relevantes que, como se comentó con anterioridad, se verán reflejados en la Cuenta de Resultados de 2018. De este modo se consolidará la aportación al top-line de prestigiosos clientes Telco internacionales como son Telefónica, AT&T, Personal y Telmex/Net. En el plano de Grupos de medios, la relación comenzará o intensificará con RTVE, Grupo Zeta, RBS y Cope. Enfatizar, llegados a este punto, que la empresa no ofrece descomposición de ingresos por cliente dada la sensibilidad de esta información de cara a la competencia.

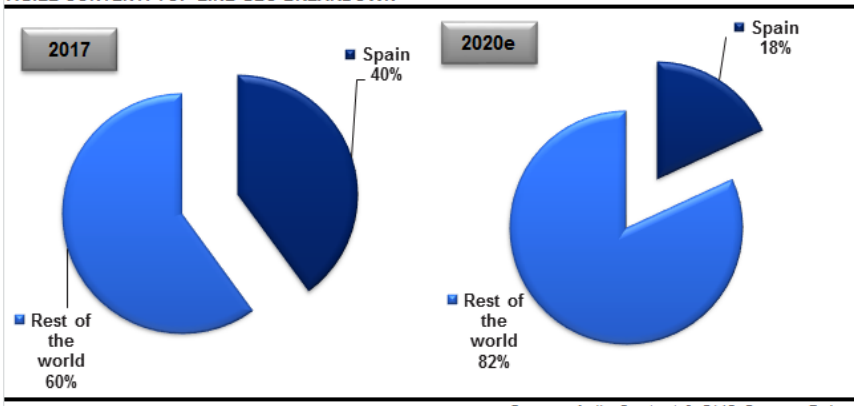
Con todo, la fragmentación de la base de clientes aumentará. Siendo esta una de nuestras principales preocupaciones un año atrás. En aquel momento, el cliente principal de la empresa tenía un **peso del 82% vs. 26% en 2017 estimado** (ver apartado de Riesgos potenciales de crédito, pág. 47).

AGILE CONTENT. TMT's MAIN CLIENTS

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

El amplio abanico de operadores y Grupos de Medios que constituye la base de clientes de AGIL propició que los ingresos con origen en España, su mercado doméstico, únicamente representaran el 39,4% del top line17 (vs. 27,5% a/a). Según nuestras estimaciones, esta proporción se reducirá de manera sustancial en los próximos años hasta situarse en el 18,2% en 2020e.

AGILE CONTENT. TOP-LINE GEO-BREAKDOWN



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Los mercados objetivos para el crecimiento via M&A de AGIL son fundamentalmente por orden de importancia: LatAm (incluyendo Brasil), EE.UU. (inicialmente regiones de habla hispana) y la UE (inicialmente Europa del Sur, pero incluyendo adicionalmente algún territorio target como Turquía).

Desde un punto de vista de targets específicos a los que Agile TV pueda dar servicio se contemplan telcos TIER I/II hasta alcanzar los aproximadamente 180 operadores a nivel mundial con una media de 11,5m de suscriptores móviles y más de 2bn de clientes totales. Esta es la descomposición por áreas geográficas,

AGILE CONTENT . POTENTIAL CLIENTS PER REGION

Region	Number of targets	Total Subscribers (m)
LatAm	56	489
North America	12	487
Europe	94	962
Middle East	21	167
TOTAL	183	2,105

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates

Por tanto, el crecimiento orgánico de la empresa vendrá dado por varias vías:

I. **Extensión de colaboración en contratos ya existentes junto con otras filiales**. Como ejemplo, en el caso de TEF, además de Global Video Platform, AGIL colabora con Vivo y otras filiales en LatAm. En referencia a Telmex, además de Claro Chile y Net en Brasil, AGIL está en proceso de abrir nuevos países de la mano de la operadora, inclusive su mercado doméstico mexicano.

II. **Apertura de nuevas cuentas**. Los mercados prioritarios dado el posicionamiento actual de la empresa son España, Brasil, México y Argentina. Aunque AGIL no tiene presencia directa por el momento (aunque sí clientes y personal en modo teletrabajo) se podría abordar con facilidad Portugal, Colombia, Chile y Perú. En el foco de expansión se encontrarían: Sur de Europa y Turquía, US mercado hispano y resto de LatAm. Finalmente también podría darse la incursión a Centro Europa u Oriente Medio con algunos negocios puntuales.

Un ejemplo reciente lo constituye la elección de **Agile Content por parte de RTVE para dar servicio de pago de vídeo on-demand a través de su propia plataforma OTT (100% gestionada por Agile en las localizaciones requeridas y mediante determinados combinables de negocio)**. Se trató de los lotes de Plataforma Técnica, Soporte a Clientes y Servicios de Transcodificación del Proyecto por un importe conjunto de 766.080EUR (impuestos indirectos incluidos). Esta plataforma OTT ya fue desarrollada por Agile Content hace más de 10 años y está dando servicio a grandes clientes a nivel mundial.

Con este movimiento, RTVE busca potenciar la monetización de sus contenidos y potenciar su parrilla a nivel internacional. De hecho, inicialmente el servicio estará disponible en el continente americano y posteriormente en el resto del mundo. Los contenidos se harán accesibles a través de webs personalizadas por país y aplicaciones móviles con altas prestaciones y últimas tendencias en consumo de contenidos (recomendaciones, continuar viendo, enviar a otras pantallas,…).

Mediante la colaboración entre ambas se potencia su relación de más de 10 años en lo referente a proyectos digitales; teniendo actualmente instalada RTVE una plataforma de gestión y distribución de contenidos (CMS) de Agile en sus webs.

Agile English... alianzas estratégicas con Cartoon Networks y Bloomberg

Mediante la alianza de AGIL con Cartoon Networks y Bloomberg, la compañía desarrolló una plataforma de aprendizaje de inglés que ya se implementó con éxito en la plataforma Telmex Chile, filial de América Móvil, alcanzando más de 160k suscriptores.

El mercado mundial de aprendizaje de idiomas alcanzó en 2017 los más de 55bnUSD según la empresa con un número superior a las 1.000m de personas con esta necesidad pero con dificultades para abordar el precio de clases presenciales o adaptar sus horarios a las mismas. Más en concreto, en las áreas de acción principales de AGIL (UE + LatAm), el mercado potencial representará entre 130/150m en la UE y 120/140m de personas en LatAm de aquí a 2021 y c.12bnUSD en términos de ingresos según la empresa.

AGILE ENGLISH. SUCCESS STORY with CLARO

Source: Agile Conent & GVC Gaesco Beka

Fuerte componente de crecimiento inorgánico

Enreach Solutions, pieza clave (en su momento) para fortalecer su plataforma con monetización de audiencias

Un paso más en la internacionalización de la compañía se produjo con la firma de un acuerdo estratégico entre Enreach Solutions y Agile Content para distribuir una oferta integrada de soluciones para la monetización de contenidos y audiencias.

Para potenciar el mismo, **AGIL adquirió una participación del 5,8% en Enreach por 150kEUR**. Ésta última es una compañía finlandesa fundada en 2010 líder en soluciones de big data para la gestión y monetización de audiencias. Tiene su sede en Helsinki y oficinas en Estocolmo, Aarhus, Londres y Miami. Entre sus principales clientes se encuentran Alma Media, MTV Finland, El Universal, Grupo Expansión, Grupo El Comercio, El Confidencial, Jyllands-Posten, Dagens Naeringsliv, Egmont Publishing, TV2 Norway, y Delfi.

De este modo, la inversión en esta tecnológica permitió reforzar el posicionamiento de AGIL en los mercados del norte de Europa así como en EE.UU. y LatAm a través de una JV conjunta con sede en Miami. Entre ambos Grupos se consiguieron más de 6 nuevos clientes entre grandes medios de comunicación. Entre ellos se encontraron El Universal -líder en Venezuela y uno de los más influyentes en Latinoamérica-, Grupo El Comercio -el mayor grupo de media en Perú- y Grupo Expansión, que es uno de los principales broadcasters de México.

Enreach fue requiriendo capital adicional para crecer de modo que se tomó la decisión de conceder un préstamo participativo entre ésta y la propia Agile Content lo vio como un partner estratégico y por ello apostó por invertir 410kEUR a un tipo de interés del 5%.

Fue a finales de 2017 cuando Enreach fue objeto de compra por parte de la empresa noruega cotizada Cxense por c.1,8mEUR y asumiendo c.800kEUR de deuda. Con esta transacción AGIL recuperó el préstamo participativo más intereses.

Con ello, AGIL recuperaría el préstamo participativo concedido a Enreach en su momento a falta de la inversión inicial. Cxense realizó un pago inicial en acciones acorde a la participación de AGIL en Enreach sujeto a dos earn-outs: +900kEUR y +900kEUR si las acciones de Cxense superan los 80 y 120NOK respectivamente durante 10 sesiones consecutivas en un período marcado por los tres próximos años respecto al cierre de la operación.

Respecto a esta última (la inversión), a nivel de balance la empresa registró un deterioro con anterioridad de 150kEUR y todo lo recuperado pasará a ganancia en P&L. En nuestras estimaciones contemplamos una pérdida máxima total por dicha operación de c.150kEUR.

Se fijó un período de lock-up sobre las acciones de Cxense sujetas al acuerdo: 50% de las mismas hasta el 30-Nov-2018 y el restante en 12 meses tras el cierre de la operación.

Véase **Riesgos relacionados fondo de comercio** (pág. 45) **y operaciones con partes vinculadas** (pág. 49).

Adquisición de alta masa crítica, Over the Top Networks (OTTN)

En Mayo-2016, AGIL llegó a un acuerdo con el Grupo UUX Holding (participado mayoritariamente por el Grupo mexicano Salinas) para adquirir la totalidad de la empresa OTTN y filiales OTT Networks Iberia y OTTN International.

La transacción se cerró por un importe de **7,9mUSD** (23-Junio-2016, **EV/EBITDA 8,8x**, sin deuda) incorporándose la totalidad del equipo directivo de OTTN a Agile Content. Al importe citado con anterioridad, se incluyó en su momento un tramo variable (finalmente 1mUSD) sujeto al cumplimiento por parte de OTTN de determinadas variables financieras

correspondientes al ejercicio 2016. El pago contempló un mix en efectivo (5mUSD, en dos vencimientos; uno en el momento inicial y un segundo a los 12 meses) y una parte de ampliación de capital por compensación de créditos mediante la emisión de nuevas acciones de Agile Content.

De los 7,9mUSD por OTTN, 3,5mUSD (3,1mEUR al cambio de aquel momento) se correspondió con el precio efectivo desembolsado el 23-Junio-2016, 1,5mUSD en concepto de precio efectivo aplazado a pagar en un año desde el cierre de la operación, 2,93mUSD en efectivo/especie mediante aumento de capital por compensación de créditos (ya ejecutado) y el término variable antes comentado. AGIL ajustó el circulante neto resultante al 31-Marzo-2016 por importe de 701kUSD y afloró un fondo de comercio de 1,6mEUR tras la adquisición.

AGILE CONTENT. OTT NETWORKS ACQUISITION	
EURm	**Amount**
TOTAL OTTN's Equity at 1st April 2016	**7.215**
Compensations transferred	3.102
Shares subscription	2.624
Deferred price paid	1.425
Deferred variable price	0.953
Working capital	0.665
TOTAL PURCHASE AMOUNT	**8.769**
Goodwill	**1.553**

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Con este movimiento, AGIL reforzó su tecnología especializada en gestión de contenidos y big data para la segmentación de audiencias. OTTN incluía tres sociedades dependientes con sede en Austin (EE.UU.), Sao Paulo (Brasil) y Madrid.

En concreto, OTTN desarrolla tecnología para plataformas de TV de pago, que permite a operadores de telecomunicaciones y medios de comunicación ofrecer una nueva experiencia televisiva a través del consumo de video a la carta, por grabaciones y en directo desde cualquier dispositivo. La compañía posee clientes de la talla de Telefónica, DirecTV, Sky o NET entre otros prestando sus servicios en EE.UU., LatAm y Europa. En 2015, **la facturación de OTTN ascendió a 7,5mUSD** y destaco por la recurrencia de sus ingresos dada la predictibilidad en el medio plazo de los contratos firmados con los clientes antes mencionados. **AGIL no cuantificó sinergias en términos de ingresos/opex/capex.**

La combinación tecnológica de AGIL y OTTN permitió ofrecer en TV las soluciones de optimización y segmentación publicitaria que ya están siendo exitosas en internet. Adicionalmente, están en proceso de materialización sinergias a partir de la optimización de la presencia geográfica de ambas compañías y la reestructuración de costes conjunta.

Finalmente destacar que, tras la integración con OTTN, el Grupo Salinas (un consejero y propietario de uno de los Grupos de Medios más relevantes de LatAm, TV Azteca, siendo parte del Grupo Elektra) y los dos principales directivos de OTTN pasaron a formar parte del núcleo duro de AGIL asumiendo compromisos de permanencia como muestra de su apuesta por la compañía resultante y de este modo reteniendo el talento en un negocio al fin y al cabo basado en intangibles y capital humano.

I. **Reynaldo Fagundes, fundador de UUX**, con larga experiencia en la dirección de equipos tecnológicos y desarrollo de software, tomó la posición de Chief Technology Officer (CTO) para el Grupo y COO Américas.

Entorno competitivo por frontales

Como se comentó con anterioridad, el germen de Agile se basa en el diseño de software y soluciones para el segmento wholesale/empresa; el llamado B2B. Sin embargo, la compañía ambiciona (y lo está consiguiendo, dados los títulos contratos firmados) participar cada más del éxito comercial de sus productos de la mano de los clientes (B2B2C). A ello se une un portfolio de diversas soluciones obtenidas a raíz del M&A materializado en los últimos años.

	COMPETIDORES DIRECTOS Y/O COMPLEMENTARIOS POR SEGMENTO	Otros players en este espacio, que NO son competidores directos…
OVP/OTT	- Plataformas de video digital, para entornos de Media y Telco - Competidores más directos: BRIGHTCOVE, KALTURA, OOYALA, MINERVA. Coincidencia con los mismos en concursos por parte de clientes potenciales	Ericsson, Huawei, Nokia (en un extremo), o proveedores de OTT más sencillas (locales) . Éstos pueden abordar otras tipologías de proyectos o formar consorcios con los antes mencionados competidores directo.
AGILE.TV	- Complementario a OVP/OTT, en modelo B2B2C - Competidores más directos: MOLOTOV (FR), FUBOTV (US), IFLIX (Asia), ZATOO (EU). Prácticamente líderes en sus propios mercados	Hulu, Youtube,… Players demasiado grandes y con un posicionamiento diferente.
AGILE.TV (c/ STB)	- También podría incluir bundles con HW (STB que fabrican terceros) - Como referencias NETGEM (FR) o ROKU (US) en sus negocios de platform/SW	Technicolor, Apple, Chromecast, Huawei, …
AGILE.ADS	- Soluciones AdTech/AdNetworks especializadas en video y programmatic - Competidores y referencias: TEADS ADMAN, SPOTX, TUBEMOGUL)	AppNexus, Freewheel, …
AGILE.VAMs (Agile English,…)	- Servicios de valor añadido especializados en contenido digital y video - Competidores y referencias: MOBILE (BR), TIMWE (PT), …	Empaquetadores de canales, game providers, VAS no basados en content

Source: GVC Gaesco Beka

Mencionar que en las mismas categorías en las que operan, también hay otros players más horizontales, pero que no se corresponden con competidores directos, más bien podrían clasificarse como complementarios.

Estimaciones 2017/22e. El nacimiento de otro unicornio

Es relevante destacar que nuestras proyecciones no incluyen potencial M&A a futuro y consideran los tipos de cambio constantes a cierre de 2017. Tampoco tenemos en cuenta ninguna ampliación de capital posterior (a excepción de la ya anunciada por compensación de créditos), aunque como comentaremos con posterioridad, pensamos que Agile ejecutará al menos una en lo que queda de 2018 con el objetivo de captar fondos para la expansión inorgánica, reforzar su balance e incrementar su flujo de caja con destino a la inversión.

AGILE CONTENT ESTIMATES. MAIN FINANCIAL INDICATORS(EURm)

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Sales	**7.87**	**10.24**	**14.02**	**18.92**	**21.59**	**23.75**
% change	*-27.4%*	*30.1%*	*36.9%*	*35.0%*	*14.1%*	*10.0%*
EBITDA	**1.20**	**1.74**	**3.10**	**5.25**	**6.39**	**7.03**
% change	*41.5%*	*45.2%*	*78.5%*	*69.1%*	*21.7%*	*10.0%*
Net Profit	**0.05**	**-0.74**	**0.52**	**2.05**	**2.73**	**2.90**
% change	*-101.0%*	*n.a.*	*n.a.*	*294.4%*	*33.1%*	*6.2%*
OpCF	**2.71**	**1.61**	**3.53**	**4.96**	**6.36**	**7.77**
% change	*770.2%*	*-40.5%*	*119.4%*	*40.3%*	*28.3%*	*22.1%*
FCF	**-1.65**	**-0.75**	**0.17**	**0.97**	**2.37**	**4.10**
% change	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*485.8%*	*144.7%*	*73.0%*
Capex/sales	**39.7%**	**21.7%**	**21.0%**	**20.0%**	**18.0%**	**15.0%**
% change	*-66 bp*	*-18 bp*	*-1 bp*	*-1 bp*	*-2 bp*	*-3 bp*
Net debt	**6.89**	**5.25**	**5.42**	**6.39**	**8.76**	**12.86**
% change	*-12.2%*	*-23.7%*	*3.1%*	*17.9%*	*37.1%*	*46.8%*

Source: GVC Gaesco Beka Estimates

Importante mencionar que la empresa no publica guía alguna ni Plan Estratégico (que la compañía elabora cada 5 años) desde 2017. Tampoco hechos relevantes a no ser que se trate de elementos consumados. En cambio, a continuación se muestra el resultado del último guidance dado por la compañía en el ejercicio 2016 como muestra del cumplimiento del management de los targets establecidos y aclarando que finalmente la adquisición de Adman finalmente no llegó a ejecutarse.

AGILE CONTENT. MAIN TARGET (2016)

EURm	Business Plan PF *	Forecast incl. Adman	Business Plan excl. Adman	Result PF **	Level of compliance ***	Level of compliance excl. M&A
Income	23.162	8.7	14.462	15.273	**66%**	**106%**
Sales	20.44	8	12.14	12.794	**63%**	**105%**
EBITDA	2.321	0.83	1.491	1.681	**72%**	**113%**

Source: Agile Content ** 12M consolidation of OTTN and the potential Adman's acquisition*

*** Including OTTN's consolidation in the whole 2016*

**** In case the Adman's acquisition will be not materialized, Agile will avoid cash outflows and dilution due to the payment in shares.*

Amplio mercado potencial

Estos son los indicadores más relevantes del **mercado** en el que opera Agile Content extraídos de diversas fuentes. Como se muestra, los frontales de Agile están posicionados en los segmentos nicho con una mayor proyección de crecimiento futuro en materia de ingresos publicitarios 2016/21: **CARG superiores al +25% en Addressable TV, Digital Vídeo y Programática.**

MARKET MAIN INDICATORS.

Consumers	2016 bn	2016 Penetration %	2020e bn	2020e Penetration %	CARG
Internet users	3.4	46%	4.2	55%	5.4%
Smartphones users	2.1	28%	2.9	38%	9.1%
Pay-TV households	1	13%	1.1	15%	2.7%
OTT TV Penetration	0.12	2%	0.2	3%	16.7%

Industry Revenues	USDbn	Penetration %	USDbn	Penetration %	CARG
Pay-TV	207	0%	206	0%	-0.2%
OTT TV & video (% Pay-TV)	37	18%	64	31%	18.7%
Media Ad-Spending	542	0%	674	0%	6.1%
Digital Ad-Spending (% Ads)	190	35%	326	48%	17.5%

Specific Segments (US)	2016	2021	CARG
Addressable TV Ad-Spending	0.9	2.2	36.0%
Digital Video Ads Revenue	6.2	13.3	28.6%
Programmatic Digital Video Ad-Spending	2.4	10.6	85.0%
Programmatic/Total Video Ad-Spending	39%	80%	

Sources: eMarketer, Statista, Internet Society, MWC,…

En lo referente a **clientes potenciales**, el abanico también es muy amplio por la escalabilidad de soluciones de Agile Content. Adicionalmente, la empresa se encuentra correctamente posicionada en las áreas geográficas con mayores posibilidades (UE Sur y LatAm) dado su elevado número de operadores de telecomunicaciones y medios en un mercado altamente fragmentado.

AGILE CONTENT. TARGETS & NOMINATED LEADS

Regions	Telco Network Operators			TV Groups			Digital Media			TOTALS			TOTAL
	Tier I	Tier II	Cable	Broadcasters	Channels owners	Brand Channels	Print	Radio	Digital	Telco	TV	Media	
South EU	16	29	40	22	20	8	33	32	24	85	50	89	224
LatAm	17	25	32	16	11	2	30	24	18	74	29	72	175
Brazil	4	10	12	4	6	0	16	6	6	26	10	28	64
US & Canada	4	8	24	16	12	4	20	16	20	36	32	56	124
UK	4	2	10	6	4	0	8	8	8	16	10	24	50
North EU	8	35	32	16	6	0	24	16	8	75	22	48	145
Others	3	18	16	12	2	0	16	12	6	37	14	34	85
TOTAL	56	127	166	92	61	14	147	114	90	349	167	351	867

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates

AGILE CONTENT. TARGETS & NOMINATED LEADS (SPAIN)

	Telefónica	Másmóvil	PTV Telecom	Atresmedia	Mediapro	Real Madrid	Prisa	La Ser	El Confidencial				
	Vodafone		Opencable	Mediaset España	AMC	Barça TV	Unedisa	Cope	Nacio Digital				
	Orange		Euskaltel	RTVE	Fox		Vocento	Onda Cero	Weblogs				
	Másmóvil		Adamo	TV3	Turner		Godó	RNE	Eldiario.es				
				Forta	Sony		Grupo Zeta	KissFM	Elespañol.es				
							Heraldo/20m	RACC1	OKDiario				
							EPI	CatRadio					
							Shibsted	Radio Marca					
							Axel Springer						
TOTAL SPAIN	4	1	11	6	5	2	9	8	6	16	13	23	52

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates

Mix de ingresos con Agile TV cobrando protagonismo

El 2017 fue un año de transición para la compañía desde un punto de vista financiero y operativo. En dicho año, AGIL procedió a la transformación de su modelo de negocio focalizándose en los frontales más rentables y con mayor capacidad de monetización recurrente, potencial escalabilidad y expansión de márgenes futura. En consecuencia, la empresa impulsó los negocios basados en la venta de tecnología y propiedad intelectual (licencias) bajo modelos software-as-a-service y B2B2C como se comentó con anterioridad.

Simultáneamente, AGIL abandonó otras líneas menos rentables como la venta de streaming de vídeo por la commoditización de la oferta. Este último movimiento explicó parcialmente la reducción del volumen de ventas sufrido en 2017 a/a (sin insolvencias según la empresa): -27,4% hasta los 7,9mEUR. Por otro lado, ello produjo una contracción del coste de las ventas del 80,9% a/a, expansión del margen bruto al 50% (vs. 37% a/a) y también ayudó a mejorar el efecto del circulante (58% de reducción de cuentas a cobrar hasta c.2,5mEUR con contracción de días de cobro desde los 142 a 83 días) ligado a los menores volúmenes.

En paralelo, **los clientes procedentes del sector Telecomunicaciones** (Telefónica, Personal, AT&T, Telmex,…) **cada vez van cobrando más protagonismo en su aportación a los ingresos, pasando desde el c.35% en 2016 a c.80% en 2022e** en detrimento de otra tipología de empresas como los grupos de medios.

AGILE CONTENT. TOP-LINE BREAKDOWN

EURm	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	CARG18/22e
Video Platform	**6.512**	**7.156**	**8.994**	**6.532**	**5.632**	**6.308**	**6.810**	**7.126**	**7.838**	***8.6%***
% change		*9.9%*	*25.7%*	*-27.4%*	*-13.8%*	*12.0%*	*8.0%*	*4.6%*	*10.0%*	
Agile TV	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**3.174**	**5.046**	**7.945**	**8.637**	**9.501**	***31.5%***
% change						*59.0%*	*57.5%*	*8.7%*	*10.0%*	
VAMs	**0.000**	**0.000**	**0.108**	**0.157**	**0.307**	**1.262**	**2.459**	**3.671**	**4.038**	***90.4%***
% change				*45.2%*	*95.2%*	*310.7%*	*94.9%*	*49.3%*	*10.0%*	
Media	**1.430**	**1.165**	**1.734**	**1.180**	**1.126**	**1.402**	**1.703**	**2.159**	**2.375**	***20.5%***
% change		*-18.5%*	*48.8%*	*-31.9%*	*-4.6%*	*24.4%*	*21.5%*	*26.8%*	*10.0%*	
TOTAL	**7.942**	**8.321**	**10.836**	**7.870**	**10.239**	**14.017**	**18.917**	**21.593**	**23.752**	***23.4%***
% change		*4.8%*	*30.2%*	*-27.4%*	*30.1%*	*36.9%*	*35.0%*	*14.1%*	*10.0%*	

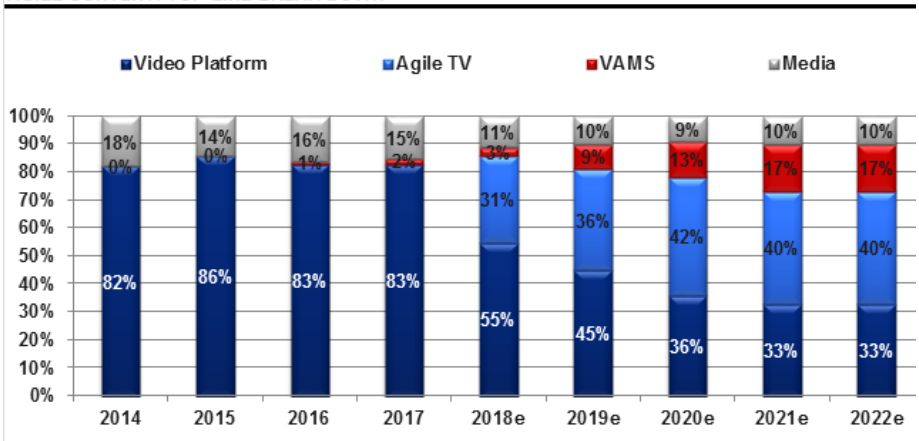
Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates

Como se muestra en la tabla expuesta con anterioridad, tres líneas de negocio son las que acaparan un mayor crecimiento: **VAMS (CARG18/22e +90,4%), Agile TV (+31,5%) y Media (+20,5%).** De hecho, según nuestras estimaciones **el backlog de AGIL pasó de 7,5mEUR en 2016 a más de 17mEUR en 2017, lo que supone una expansión del +127% a/a.**

Mediante la traslación a modelos B2B y B2B2C con expansión media de c.+30% en los últimos años se pretende sustentar el crecimiento orgánico futuro del top-line. Éstos se basan en la potenciación de los negocios VAMS (Value Added Media como extensión de los servicios convergentes de las operadoras ofreciendo experiencias digitales ligadas a la información y el entretenimiento) y Video Platforms. Entre los VAMS estarían los servicios de suscripción a canales de TV con múltiples funcionalidades (grabar, pausar, rebobinar en vivo,…), empaquetamiento de contenidos, aplicaciones educativas, capacidades de control parental, práctica de idiomas, vídeos musicales,…

Nuestras estimaciones en el caso de Agile TV se basan en la contratación de la plataforma de Addressable TV en modelo revenues sharing por parte de varios operadores de telecomunicaciones tanto nacionales como extranjeros especialmente en 2018e y por un período medio fijado en el contrato de entre 4/5 años.

AGILE CONTENT. TOP-LINE BREAK-DOWN



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

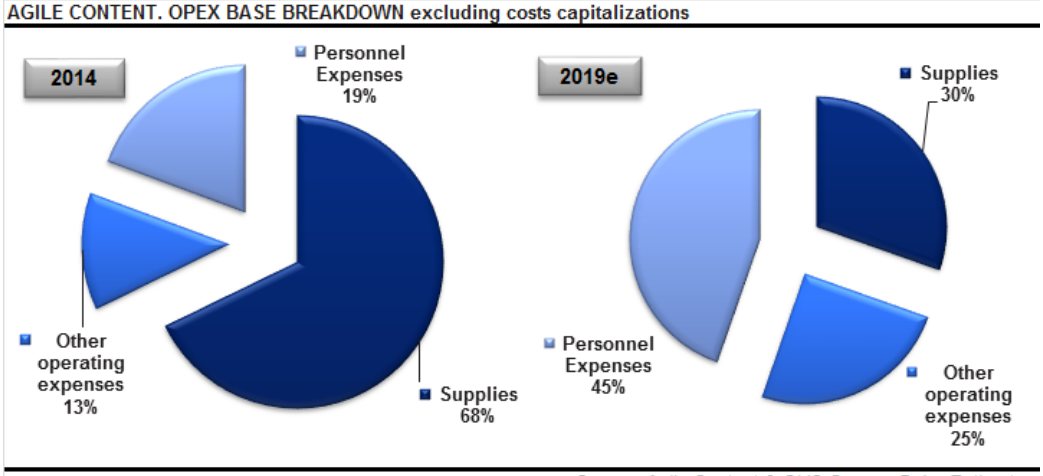
La aportación del segmento Media será estable a lo largo del período analizado representando c.10% del top-line pero creciendo a ritmos de doble dígito. Este área se basa en la comercialización por parte de AGIL de soluciones AdTech/AdNetworks especializadas en video y programática. Consideramos que el potencial estructural de este sector es elevado dada la relativamente baja incidencia tecnológica en algunos medios tradicionales. Por otro lado, AGIL también podría expandirse hacia la intermediación publicitaria cerrando con ello su posicionamiento en la cadena de valor.

Nuestras estimaciones no incluyen la futura expansión a otros segmentos de negocio como la intermediación publicitaria.

Positiva evolución del Opex LFL explicada por la alta escalabilidad de producto

La base de costes entre los ejercicios 2016/17 de AGIL varió de forma considerable por el reposicionamiento hacia segmentos más rentables. De tal modo, se dio una relevante contracción del -80,9% a/a en aprovisionamientos mientras que el resto de partidas de opex se expandió por encima del doble dígito. Por otro lado, es digno de mención el incremento de costes de personal en 2016 (+227% a/a) como consecuencia de la incorporación al perímetro de consolidación de OTTN.

AGILE CONTENT. OPEX BASE BREAKDOWN excluding costs capitalizations



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates

Sin embargo, no pensamos a la vista de nuestras proyecciones que dicha tendencia vaya a replicarse en el futuro. Estimamos que la partida de personal crezca a ritmos de entre el +10/15% a consecuencia de la implementación de soluciones en clientes tanto actuales como futuros. Estos períodos de ramp-up implican un mínimo de 6 meses y hacen necesaria una mayor cantidad de capital humano focalizada en los mismos. Es por ello que, dada la escalabilidad de las soluciones de AGIL, los primeros años analizados requieren de unos mayores aprovisionamientos sobre el total de opex pero luego éstos van perdiendo protagonismo sobre el total.

En la partida de “Otros Gastos”, tanto la propia empresa como nosotros, a la hora de realizar nuestras proyecciones tenemos en cuenta los siguientes conceptos: servicios exteriores, tributos, pérdidas, deterioro y variación de provisiones por op. comerciales y otros gastos corrientes.

Finalmente, mencionar que estimamos que las activaciones de costes llevadas a cabo en el período se correspondan en su mayoría con gastos de I+D necesarios para el desarrollo de cada uno de los proyectos citados en este informe. El nivel de activaciones oscilará entre el 20% y 21% de las ventas del Grupo.

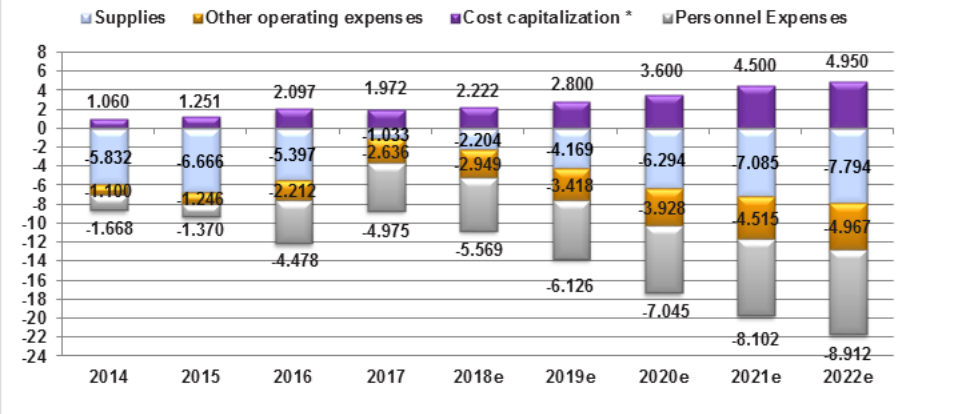
Véase **Anexo III. Una empresa de intangibles y know-how…** (pág. 55)

AGILE CONTENT. OPEX BREAKDOWN

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Supplies	-5.832	-6.666	-5.397	-1.033	-2.204	-4.169	-6.294	-7.085	-7.794
% change		*14.3%*	*-19.0%*	*-80.9%*	*113.3%*	*89.1%*	*51.0%*	*12.6%*	*10.0%*
Other operating expenses	-1.100	-1.246	-2.212	-2.636	-2.949	-3.418	-3.928	-4.515	-4.967
% change		*13.3%*	*77.6%*	*19.2%*	*11.8%*	*15.9%*	*14.9%*	*14.9%*	*10.0%*
Cost capitalization *	1.060	1.251	2.097	1.972	2.222	2.800	3.600	4.500	4.950
% change		*18.0%*	*67.6%*	*-6.0%*	*12.7%*	*26.0%*	*28.6%*	*25.0%*	*10.0%*
vs. revenues	*13.3%*	*15.0%*	*19.4%*	*25.1%*	*21.7%*	*20.0%*	*19.0%*	*20.8%*	*20.8%*
Personnel Expenses	-1.668	-1.370	-4.478	-4.975	-5.569	-6.126	-7.045	-8.102	-8.912
% change		*-17.9%*	*227.0%*	*11.1%*	*12.0%*	*10.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*10.0%*
TOTAL OPEX	-7.540	-8.030	-9.990	-6.672	-8.500	-10.913	-13.667	-15.202	-16.722
% change		***6.5%***	***24.4%***	***-33.2%***	***27.4%***	***28.4%***	***25.2%***	***11.2%***	***10.0%***

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates — ** Mainly R+D expenses activation*

AGILE CONTENT. OPEX BREAKDOWN (EURm)



** Mainly R+D expenses activation* — *Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates*

… y márgenes en expansión: c.+7 p.p. en 2017/19e

Volver a recordar que la compañía procedió a la exclusión de los frontales menos rentables de venta de streaming de vídeo con márgenes medios del 2-3% aunque con elevado volumen que producía ciertas tensiones de circulante.

Con el movimiento antes mencionado, AGIL reposicionó su oferta de productos y frontales. Tanto en el caso de B2B como B2B2C, sus tecnologías y modelos de negocio generan ingresos con márgenes relutivos; especialmente si a ello se une la tipología de contrato revenues sharing citada con anterioridad.

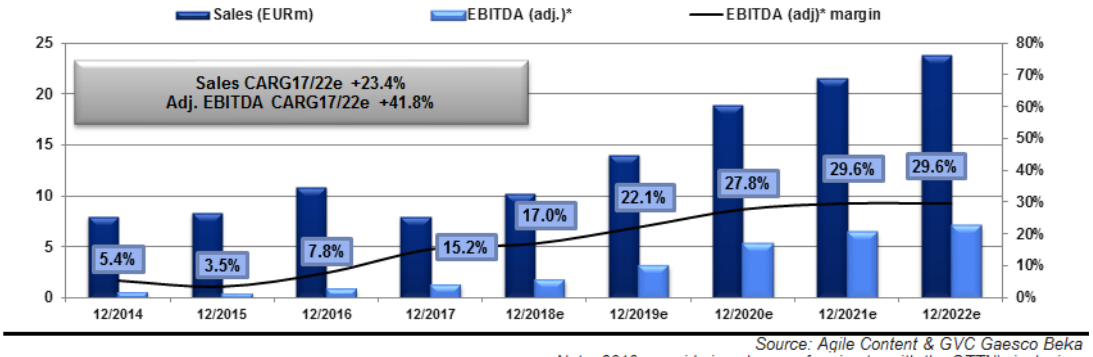
AGILE CONTENT. NEW PORTFOLIO 2018

Focus & Contribution		EBITDA	2018e	2020e
VAMs	MARGIN & value generationbased on SW+Content	>30%	>500 Subs	>2m Subs
Ads	SCALE & data-driven advertisingresults	5-10%	Hispanic Reach	Western Reach
Platforms	INNOVATION & robust delivery capabilities	>15/25%	5 Telcos >12 Media Groups	>10 Telcos >15 Media

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Estas son nuestras proyecciones de EBITDA aj y rentabilidad. Se observa cómo, aunque las ventas crecerán según nuestras estimaciones a un CARG17/22e del +23,4%, el EBITDA lo hará a un mayor ritmo (CARG17/22e +41,8%). Ello se debe al cada vez mayor apalancamiento operativo de la empresa con líneas de negocio (Agil TV y VAMS especialmente) que una vez abandonen el período de ramp-up e implementación en clientes, registrarán unos márgenes superiores al 20%.

AGILE CONTENT. PROFITABILITY IN CRESCENDO DUE TO ITS HIGHLY SCALABLE BUSINESS MODEL



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka
Note. 2016, considering change of perimeter with the OTTN's inclusion

Circulante: con impacto levemente positivo por reposicionamiento del mix

A cierre de 2017, Agile redujo el período de pago a proveedores hasta alcanzar según sus cuentas auditadas los 20,47 días vs. 23,89 días del ejercicio anterior. El reposicionamiento de mix de producto a la vez de provocar una relevante reducción de ventas con menores volúmenes tuvo un efecto positivo sobre el circulante. **Las cuentas pendientes de pago con proveedores en 2017 se redujeron un -87,5% a/a hasta los 383kEUR.**

En lo que respecta a pagos pendientes de clientes también se produjo una reducción relevante en 2017: -69,4% a/a, 1,1mEUR.

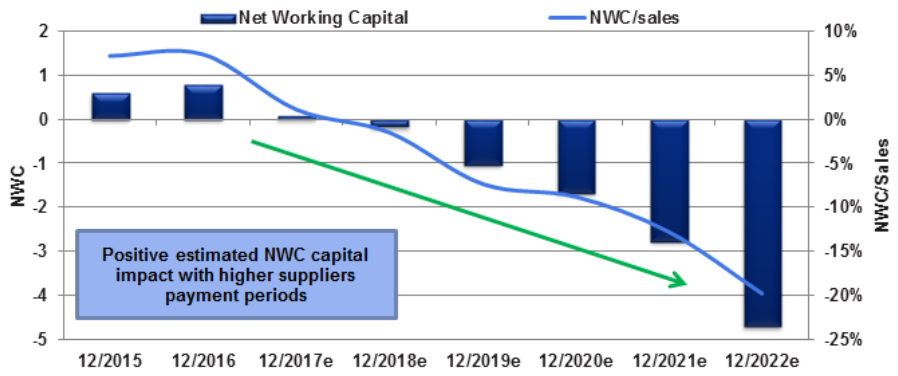
AGILE CONTENT. LOANS & OTHER RECEIVABLES

EURm	Amount 2016		Amount 2017	
	Long term	Short term	Long term	Short term
Credits from commercial operations	**0.000**	**3.880**	**0.000**	**1.141**
Third parties clients	0.000	3.711	0.000	1.137
Third parties debtors	0.000	0.169	0.000	0.000
Advances to suppliers	0.000	0.000	0.000	0.004
Credits from non commercial operations	**0.030**	**0.551**	**1.180**	**0.162**
Loans to related parties	0.000	0.410	0.783	0.000
Loans to other companies	0.000	0.019	0.000	0.071
Loans with third parties	0.000	0.000	0.368	0.000
Current account with related parties	0.000	0.011	0.000	0.000
Personnel	0.000	0.050	0.000	0.034
Guarantees and deposits	0.030	0.062	0.029	0.057
TOTAL	0.030	4.431	1.180	1.303
% change			*3880.1%*	*-70.6%*

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

En nuestras estimaciones tenemos en cuenta ligeros impactos positivos anuales de NWC ya que pensamos que la compañía tiene margen para retrasar paulatinamente el pago a proveedores al considerar que la legislación española permite en un principio como máximo 60 días de período medio vs. 20,47 días reportados por AGIL en 2017.

AGILE CONTENT. NWC & NWC/SALES EVOLUTION



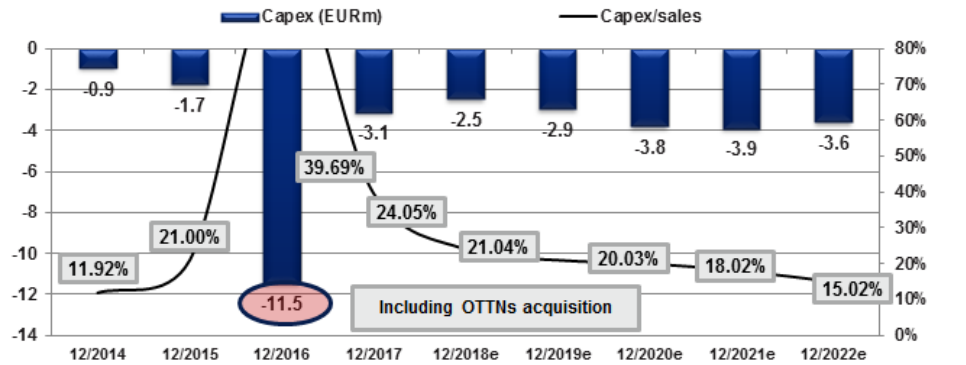
Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Capex en el entorno del 15% al 25% de las ventas

Estimamos un nivel de capex/ventas del 21,8% para 2018e, lo que supone en importe absoluto 2,3mEUR, -80,6% desde 2016 y -28,7% desde 2017 a/a. Esta relevante caída en la inversión no se explica por una reducción del importe destinado a I+D y consecución de proyectos sino que tiene que ver con los one-offs relacionados con el capex de expansión inorgánico principal y remanente que supuso en 2016/17 la adquisición de elevada masa crítica de OTTN: 9,2mEUR en 2016 y 1,2mEUR en 2017.

Pasada la asimilación de la compra, nuestras proyecciones no contemplan componente de capex de M&A alguno por lo que gran parte de los niveles de inversión estimados estarían relacionados con las activaciones de gastos de I+D en activos intangibles o proyectos tecnológicos.

AGILE CONTENT. CAPEX EVOLUTION



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Una vez pasado el período más intenso en capex que a nuestro parecer se corresponde con 2018/20e y coincide con el ramp-up de los contratos principales con operadores para la implementación de AGIL TV y soluciones VAMs, el ratio capex/ventas se reduciría a perpetuidad a niveles del 15% aproximadamente. Es en este punto donde juega un papel relevante el fuerte posicionamiento de fuerza laboral de la compañía en Sao Paulo (c.70 empleados) y la depreciación del BRL (c.-19% en el 1T18), lo que hace que la imputación de gastos de I+D se reduzca al menos un 15% desde un punto de vista conservador ya que ciertos gastos están dolarizados.

De hecho, esperamos que dada la inestabilidad política y el proceso brasileño de Elecciones en curso, la volatilidad del BRL continúe al menos durante 2018 y permita una menor intensidad de inversión/opex en AGIL (aunque también con una evolución paralela del c.30% de los ingresos por los contratos con operadores locales firmados en BRL).

FCF positivo como pronto en 2019e…

La generación de caja es uno de los puntos débiles en general de las empresas tecnológicas en las primeras fases de sus negocios. Ello se debe a que, en esos estadios, aún no se pudo sacar el suficiente partido a la escalabilidad de sus productos y soluciones junto con la maximización en términos de suscriptores que potencia el modelo revenue sharing.

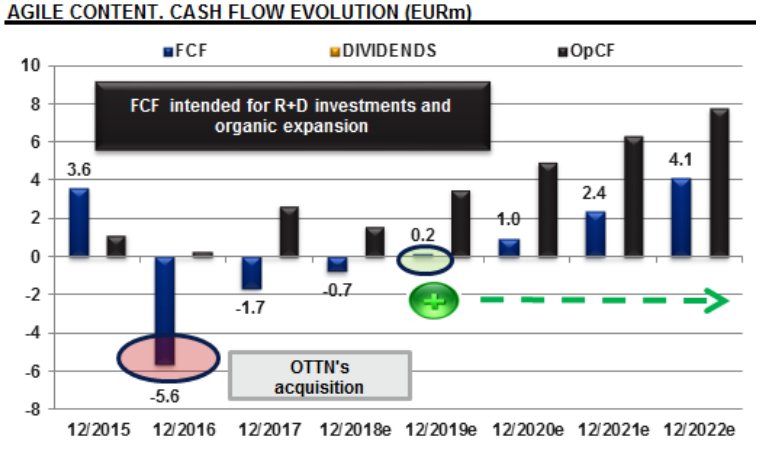
En cambio, esperamos una positiva evolución del flujo de caja operativo diluido en un primer momento por el efecto de la redefinición del mix de producto y la eliminación de los altos volúmenes generados por el vídeo on-streaming (**ratio de conversión de caja de ventas a FCF a cierre de 2016 del -52%, vs. -21% en 2017 vs. -7,3% en 2018e**). Según nuestras estimaciones, la compañía alcanzará un FCF positivo una vez los últimos contratos relevantes ya firmados entren en velocidad de crucero. Ello se dará a partir de 2019e según nuestras proyecciones. **En dicho año se alcanzará un FCF19e de 0,165mEUR aunque aún con una mínima conversión: FCF/sales19e 1,18% y OpCF(EBITDA-capex) de 0,16mEUR.**

AGILE CONTENT. CF BREAKDOWN (EURm)

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Cash Flow in Operations (before NWC)	**0.351**	**0.305**	**0.511**	**1.994**	**1.370**	**2.657**	**4.321**
Change in NWC	0.000	0.880	-0.200	0.712	0.241	0.877	0.636
Cash Flow Operations	0.000	1.186	0.311	2.706	1.611	3.533	4.956
Capex	-0.947	-1.747	-11.465	-3.124	-2.227	-2.948	-3.788
/ Sales	*12%*	*21%*	*106%*	*40%*	*22%*	*21%*	*20%*
FCF	**0.000**	**3.573**	**-5.641**	**-1.653**	**-0.746**	**0.165**	**0.968**
/ Sales	***0%***	***43%***	***-52%***	***-21%***	***-7%***	***1%***	***5%***
Dividends	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**0.000**
Pay-out	***0%***	***0%***	***0%***	***0%***	***0%***	***0%***	***0%***

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates

AGILE CONTENT. CASH FLOW EVOLUTION (EURm)



*Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates. * Restated*

Nuestras proyecciones no contemplan pago de dividendos en el período analizado; destinándose la totalidad del FCF (en caso de ser éste positivo) al servicio de la deuda.

Elevada deuda… en proceso de digerir OTTN

La deuda neta de la compañía alcanzó su punto álgido de 7,8mEUR en 2016 con la compra de OTTN y su evolución fue positiva a/a hasta situarse en 6,9mEUR en 2017 (-12,2% a/a) en parte por la venta de autocartera en el ejercicio. Los gastos financieros supusieron -0,5mEUR con un **tipo de interés c.6%** y aproximadamente un 50% de las líneas de crédito concedidas que se correspondieron con subvenciones y deuda con organismos públicos.

AGILE CONTENT. DEBTS & PAYABLE ACCOUNTS

EURm	Amount 2016		Amount 2017	
	Long term	Short term	Long term	Short term
From commercial operations	**0.000**	**2.532**	**0.000**	**0.883**
Creditors	0.000	2.387	0.000	0.661
Creditors with related parties	0.000	0.032	0.000	0.125
Customer advances	0.000	0.113	0.000	0.098
From non commercial operations	**4.363**	**6.371**	**5.332**	**3.334**
Debts with financial institutions	0.981	1.171	0.975	0.812
Other debts	2.802	1.631	2.682	1.618
Other debts with third parties	0.000	0.000	0.118	0.059
Debts with related parties	0.580	3.036	1.559	0.386
Various debts	0.000	0.003	0.000	0.000
Pending personnel remunerations	0.000	0.530	0.000	0.459
TOTAL	4.363	8.903	5.332	4.217
% change			*22.2%*	*-52.6%*

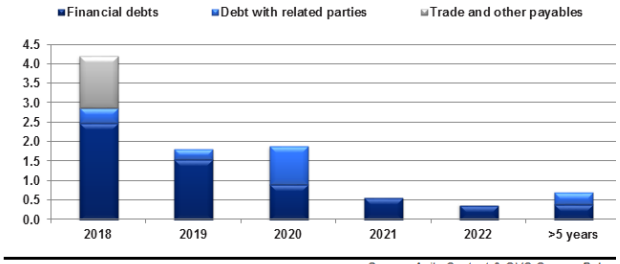
Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Durante el ejercicio 2017, AGIL únicamente refinanció mediante aplazamiento cuotas por importe de 101kEUR correspondientes a créditos con otras entidades. A la vista del gráfico expuesto a continuación, el 2018 será un año de refinanciaciones relevantes con entidades financieras (2,5mEUR). De hecho, **sólo en dicho año AGIL deberá renovar o liquidar el 44,7% (vs. 19% 2019) de su deuda** englobada en los conceptos expuestos en el gráfico.

AGILE CONTENT. DEBT MATURITIES (2017, EURm)

Year	2018	2019	2020	2021	2022	>5 years	TOTAL
Financial debts	**2.489**	**1.541**	**0.905**	**0.560**	**0.368**	**0.400**	**6.263**
Debts with financial institutions	0.812	0.339	0.291	0.213	0.132	0.000	1.787
Other financial liabilities	1.677	1.202	0.614	0.347	0.236	0.400	4.476
Debt with related parties	**0.386**	**0.273**	**0.986**	**0.000**	**0.000**	**0.300**	**1.944**
Trade and other payables	**1.342**	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**1.342**
Creditors	0.661	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.661
Creditors related parties	0.125	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.125
Personnel	0.459	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.459
Other debts	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Customer advances	0.098	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.098
TOTAL	4.217	1.814	1.891	0.560	0.368	0.700	9.549

AGILE CONTENT. DEBT MATURITIES (2017, EURm)



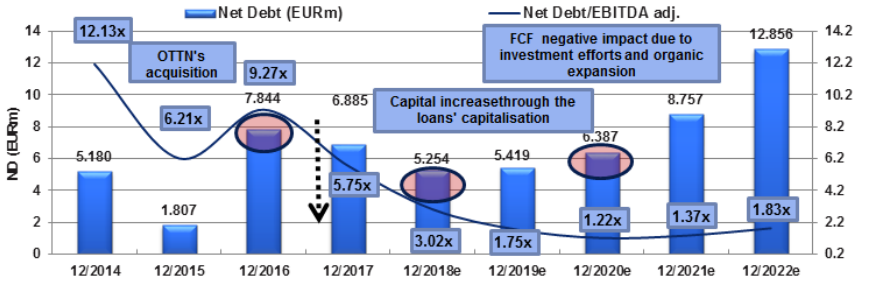
Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Para 2018e, proyectamos un nivel de apalancamiento que se reducirá un -23,7% a/a como consecuencia de la ampliación de capital anunciada recientemente para la compensación de créditos (1,7m de acciones nuevas a valor nominal 0,1EUR/acc.) y aun teniendo en cuenta el alto nivel de inversiones y FCF negativo con origen en el ramp-up de proyectos estratégicos.

A falta de más ampliaciones de capital que aporten un flujo de caja entrante, la deuda neta en términos absolutos se incrementará en el período analizado por norma general. En cambio, el ratio de apalancamiento DN/EBITDA se mantendrá bajo control en niveles de entre el 1,7x y 2x en 2019/22e con excepción de 2018e donde aún será elevado (4,5x sin incluir la ampliación antes mencionada y 3x incluyéndola).

Destacar que en nuestras proyecciones mantenemos un nivel de caja constante similar al visto a cierre de 2017: 1,3mEUR. La deuda bancaria con vencimiento 2018 supone 2,7x la caja de la compañía en 2017.

AGILE CONTENT. MAIN PRIORITIES: (1) ORGANIC/M&A EXPANSION & (2) DEBT REDUCTION AFTER THE OTTN ACQUISITIO



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Abundantes créditos fiscales a la espera de resultados positivos…

Estimamos una **tasa fiscal teórica del 30%** teniendo en cuenta que el impuesto de sociedades en España se sitúa en el 25% y en Brasil/México es algo más elevado (30%). En el caso de Argentina, éste llega al 35% y en EE.UU. es de un reducido 20% tras la reforma llevada a cabo por Donald Trump.

AGILE CONTENT. PENDING TAX LOSSES & CREDITS

Originated year	Amount (EURm)
2012	0.330
2013	0.431
2014	0.606
2015	0.847
2016	1.364
TOTAL	3.577

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

A finales de 2017, **AGIL mantenía un saldo de activos fiscales netos de 0,84mEUR** de los cuales prácticamente la totalidad se correspondió con activos por impuesto diferido y corriente por deducciones y pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores. Sin embargo, las activaciones de los mismos no podrán darse hasta como pronto 2019e una vez se obtenga EBT positivo y teniendo en cuenta la reforma de la Ley Fiscal en España que permite una deducción máxima anual del 25% de los mismos. A partir de este momento, estimamos una tasa fiscal efectiva en el entorno del 23%/25% en años sucesivos.

La excepción tiene que ver con los incentivos fiscales vinculados a las actividades de I+D de modo que se establece la opción de proceder a su deducción sin ningún límite en la cuota íntegra sobre el impuesto de Sociedades y proceder a su abono si bien con una tasa de descuento del 20% sobre los porcentajes de deducción que regula la norma. Si la Sociedad no tiene cuota suficiente para aplicar la deducción podrá solicitar el abono a través de la declaración de este impuesto con una posterioridad de un año. En el caso de AGIL, la Agencia Tributaria procederá a devolución de deducciones de ejercicios 2013/14 por importe conjunto de 193kEUR estando pendientes de aplicar en futuros ejercicios 86,7kEUR con 2016 como año origen.

En cualquier caso, alertar que podría ser que la empresa no generara suficiente beneficio como para hacer eso de estos activos fiscales (excl. I+D) en un período razonable de tiempo. En cualquier caso, éstos en principio no tienen fecha de expiración.

Valoración

Realizamos la valoración de Agile Content mediante descuento de flujos de caja (DCF) aunque también mediante comparables aun teniendo en cuenta la escasez de peers directos cotizados. En cualquier caso, consideramos que el DCF refleja en mayor medida la posición de la empresa en los cuatro frontales en los que opera y dado el hecho de que algunos de los contratos más relevantes se materializarán en el corto/medio plazo.

En cuanto a **comparables**, pensamos que no es el mejor método a la hora de valorar la compañía fundamentalmente por los exigentes múltiplos de los pocos comparables relativamente directos cotizados: Brightcove, Netgem, Roku, Trade Desk, Espial, TiVo, Anevia, Edgeware o Vista Group.

AGILE CONTENT AVERAGE VALUATION	
DFC	2.4
Comparables	1.5
Average Target Price	1.9

Source: GVC Gaesco Beka Estimates

DCF17/22e. Crecimiento exponencial del top-line apoyado en mix de producto

Consideramos este método (DFC) como el más adecuado para valorar Agile Content. Empleamos el descuento de flujos de caja analizando un intervalo de referencia a medio/largo plazo (2017/22e) con la inclusión de OTTN desde aproximadamente mediados del 2016 y sin tener en cuenta M&A futuro.

Este período estará marcado por la **materialización total de sinergias tras la compra de OTTN (facturación 7,5mUSD), la expansión hacia nuevos frontales más rentables como VAMS y Agile TV o la suma de contratos relevantes con operadores de telecomunicaciones en el corto/medio plazo**. Este último factor propiciará un **incremento sustancial en ventas/EBITDA** junto con **un repunte de inversión para el ramp-up de nuevos proyectos**. A ello se unirá la macrotendencia estructural hacia la convergencia, publicidad programática y desarrollo de OTTs de gran parte de los jugadores del sector TMT.

Esperamos un **aumento de márgenes operativos en 2018e** (con progresiva expansión en años sucesivos) y cierta reducción secuencial del ratio capex/ventas a consecuencia de la alta escalabilidad de las soluciones de AGIL que en su mayor parte ya fueron desarrolladas (a falta de implementación en ciertos clientes y con determinado grado de personalización en función de sus requerimientos).

El múltiplo implícito del residual ajustado es de un conservador EV/EBITDA c.7,3x (peso de c.80%) y se aplicó una tasa de descuento (WACC) del 12% y crecimiento a perpetuidad (g) del 3%. Con todo, resulta un precio objetivo de 2,4EUR/acc. en nuestro caso base que recoge una evolución de las ventas afianzada en gran parte en contratos ya firmados CARG18/22e +23,4% (con base comparativa homogénea LFL excl. efecto ya pasado de incorporación al perímetro de consolidación de OTTN).

AGILE CONTENT. DCF VALUATION CONSIDERING ORGANIC GROWTH & OTTN CONSOLIDATION

CASH FLOW (EURm)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
Sales	7.942	8.321	10.836	7.870	10.239	14.017	18.917	21.593	23.752	
Adj. EBITDA	0.427	0.291	0.846	1.197	1.739	3.104	5.250	6.391	7.030	
Adj. EBITDA M.	*5.4%*	*3.5%*	*7.8%*	*15.2%*	*17.0%*	*22.1%*	*27.8%*	*29.6%*	*29.6%*	
DDA	-1.568	-1.814	-5.725	-1.945	-2.114	-2.137	-2.270	-2.537	-2.930	
EBIT	-1.141	-1.523	-4.879	-0.747	-0.375	0.968	2.980	3.853	4.099	
Normative Tax Rate	*-2.8%*	*-2.7%*	*0.9%*	*-34.2%*	*0.0%*	*23.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*	
NOPLAT	-1.172	-1.564	-4.835	-1.003	-0.375	0.745	2.235	2.890	3.074	
Depreciation&other provisions	1.568	1.661	2.311	1.944	2.114	2.137	2.270	2.537	2.930	
Gross Operating Cash Flow	0.396	0.097	-2.525	0.941	1.739	2.882	4.505	5.427	6.005	
Capex	-0.947	-1.747	-11.465	-3.124	-2.227	-2.948	-3.788	-3.891	-3.567	
Capex/sales	*11.9%*	*21.0%*	*105.8%*	*39.7%*	*21.7%*	*21.0%*	*20.0%*	*18.0%*	*15.0%*	
Change in Net Working Capital	0.000	0.880	-0.200	0.712	0.241	0.877	0.636	1.096	1.939	
Cash Flow to be discounted	-0.551	-0.770	-14.190	-1.471	-0.247	0.810	1.353	2.632	4.377	4.508
DCF VALUATION (EUR m)										
WACC					12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Discount Rate factor					1.00	0.89	0.80	0.71	0.63	0.57
Discounted Cash Flow					-0.247	0.723	1.078	1.872	2.778	
Cumulated DCF					-0.247	0.477	1.554	3.426	6.204	

WACC & DCF ANALYSIS						
Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	3.5%	Cumulated DCF	6.204		- Net Financial Debt (18e)	5.254
Company Risk Factor or Beta	2.10	Perpetual Growth Rate (g)	3.0%		- Minorities (estimated value)	0.00
Mkt Risk Premium	5.0%	Normalised Annual CF	4.508		+ Associates	0.00
Cost of Equity (Ke or COE)	14.0%	Terminal Value at Nominal Year	51.401		- Pension underfunding	0.00
Cost of Debt (gross)	6.0%	Disc. Rate of Terminal Value	0.57		- Off-balance sheet commitm.	0.00
Debt Tax Rate	30.0%	Discounted Terminal Value	29.122			
Cost of Debt net (kd or COD)	4.2%				Equity Market Value (EUR m)	30.914
Target Gearing (D/E) or % Kd	20%	Financial assets	0.841		Number of shares (m)*	13.0
% Ke	80%	**Enterprise Value (EURm)**	**36.168**		**Fair Value per share (EUR)**	**2.4**
Normative Tax Rate	30.0%				Price (EUR)	1.55
WACC	**12.0%**				Potential upside (downside)	53%

Source: GVC Gaesco Beka Estimates ** Diluted and adjusted by treasury stock (185,600 shares at the end 2017) & including latest capital increase due to a credit compensation (+1.698.321 additional shares)*

DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. g

W.A.C.C.	Perpetuity growth rate				
	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
11.5%	2.28	2.42	2.58	2.75	2.95
11.8%	2.20	2.33	2.48	2.64	2.83
12.0%	2.12	2.24	**2.4**	2.54	2.71
12.3%	2.05	2.16	2.29	2.44	2.60
12.5%	1.98	2.09	2.21	2.35	2.50

Source: GVC Gaesco Beka Estimates

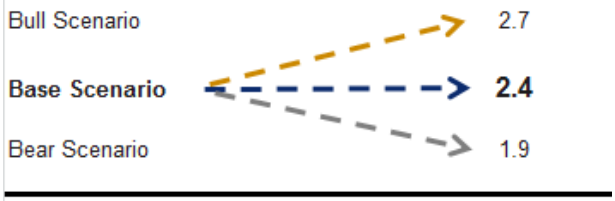
DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. Adj. EBITDA M.

WACC	Residual Adj. EBITDA M.				
	29.1%	29.4%	29.6%	30.1%	30.6%
11.5%	2.52	2.55	2.58	2.63	2.68
11.8%	2.42	2.45	2.48	2.53	2.58
12.0%	2.33	2.36	**2.4**	2.43	2.48
12.3%	2.25	2.27	2.29	2.34	2.39
12.5%	2.16	2.19	2.21	2.26	2.30

Source: GVC Gaesco Beka Estimates

A continuación, determinamos la **sensibilidad de nuestro precio objetivo** a un escenario bullish y otro estresando nuestro modelo más conservador en los cuales el **top-line oscila entre un +20% y -20%** sobre nuestro caso base. ¿Por qué ofrecemos una variabilidad sobre las ventas y no sobre otro KPI financiero de la compañía? Ello tiene que ver con el track récord de la compañía de 2017, año en cual se produjo una merma relevante de ingresos por reducción de ventas con origen en el reposicionamiento de sus líneas de producto. Consideramos que la capacidad de AGIL de hacer crecer el top-line es el origen de los mayores riesgos y también del mayor potencial respecto a nuestro precio objetivo.

AGILE CONTENT. TP SENSITIVITY ANALYSIS (EUR/sh.)



Source: GVC Gaesco Beka Estimates

<u>Finalmente mencionar que, con este análisis estratégico y de valoración, seríamos la primera y única casa de análisis con Agile Content bajo nuestra cobertura.</u> Por lo tanto, nuestras estimaciones y precio objetivo servirán de única referencia y guía para el mercado. Como se comentó con anterioridad, la empresa tampoco proporciona guidance anual ni objetivos.

Múltiplos. Dificultad de encontrar empresas comparables cotizadas…

La falta de comparables cotizados (sombreados en azul) se hace patente en la siguiente tabla expuesta. En ella, mostramos los peers **más directos** de Agile Content por segmentos y rondas de financiación de los mismos.

Company	Segment	Country	Founded	Funding	Revenue	EBITDA	Net Profit	Ticker	Market Cap	2018 %	xRev	xEBITDA	Notes
BRIGHTCOVE	OTT	US	2004	198	156	-19.5		NASDAQ: BCOV	345	40%	2.2		
KALTURA	OTT	US	2006	166				Private					Goldman Sach 50M last round
OOYALA	OTT	US	2007	123	64			Acquired	360		5.6		Acquired by TELSRA
MINERVA	OTT	US	1992					Private					Saints VC secondary market 2017
MOLOTOV	ATV	FR	2015	34.5				Private					SKY iinvested 23M (2016)
FUBOTV	ATV	US	2014	150				Private					Last round, AMC 75M (2018)
IFLIX	ATV	APAC	2014	298				Private					Last round 133M (2017)
ZATOO	ATV	EU		10				Private					
NETGEM	ATV+STB	FR			59	6	2	EPA: NTG	85	1%	1.4	14.2	
ROKU	ATV+STB	US		208	675	-14	-43	NASDAQ: ROKU	3,300	-36%	4.9		IPO sep.17 at 1.3bn
TEADS	ADS	FR	2005	55	200			Acquired	307		1.5		Acquired by ALTICE (2017)
ADMAN	ADS	ES	2010		9			Acquired	14				
SPOTX	ADS	US		12				Acquired	404				Acquired by RTL (2017)
TUBEMOGUL	ADS	US	2006		224			Acquired	530		2.4		Acquired by ADOBE (2016)
MOBILE	VAM	BR						Private					
TIMWE	VAM	PT	2002		600			Private	748		1.2		Frustrated IPO US

Source: GVC Gaesco Beka

Sin embargo, ampliando la lista a otros comparables no tan obvios se observa que la evolución en Bolsa de los mismos fue dispar en función del grado de dependencia de cada compañía al vídeo on-streaming (en claro proceso de commoditización). También la selección realizada está muy polarizada en términos de capitalización, generación de caja y márgenes. A nivel global, los jugadores con una mayor similitud serían: Brightcove, Netgem, Roku, Trade Desk, Espial, TiVo, Anevia, Edgeware o Vista Group.

Para comparar los ratios de AGIL, 1) tomamos las siguientes fuentes para los datos: Factset & Factset Partners ESN Estimates, 2) se calcula tanto mediana como media de los ratios de los competidores y 3) empleamos los ratios de 2018e que recogen la consolidación total de OTTN a nivel anual y el nuevo mix de ventas de la compañía virando hacia segmentos de alto valor.

Una de las principales conclusiones es que la compañía cotiza con descuento: EV/EBITDA18e aj. (13,2x vs. c.16x peers) aun teniendo en cuenta que sus niveles de rentabilidad expresados en M. EBITDA18e están por encima de la media en +2,8 p.p.

Por otro lado se observa la elevada intensidad de capital (capex/ventas) requerida en el sector y cómo, por lo general, la empresas cotizan con elevados múltiplos PER por encontrarse en gran parte un estadio de crecimiento en el que se prima la expansión de ventas frente a un bottom-line elevado.

Empleamos el ratio EV/EBITDA18e 14,2x para elaborar el método de comparables. Con todo, obtenemos un precio objetivo de 1,5EUR/acc., un -37,5% inferior al calculado mediante DCF.

AGILE CONTENT. COMPARABLES VALUATION	
Adj. EV/EBITDA18e	14.2
EBITDA18e	1.7
EV	24.7
Net Debt *	5.3
Market Cap.	19
Number of Shares **	13.0
Target Price	1.5

*Source: GVC Gaesco Beka Estimates. * Net Debt 2018e*
*** Diluted number of shares excl. treasury stocks*

Véase **Anexo V** (pág. 57). **Aproximación gráfica a múltiplos históricos y cotizaciones de comparables** junto con **Anexo VIII** (pág. 62) **Descripción breve de comparables**.

VIDEO SOFTWARE & IT SECTOR.

Company	Country	Market cap. (EURm)	Sales 2018e	EBITDA M. 2018e	EBITDA M. 2019e	EBITDA CARG17/20e	OpCF Yield 2018e	OpCF Yield 2019e	Adj. PER 2018e	Adj. PER 2019e	Adj. EV/EBITDA 2018e	Adj. EV/EBITDA 2019e
Agile Content	SPAIN	17.5	10.2	16.98%	22.15%	63.67%	(3.06%)	2.91%	nm	38.13	13.19	7.44
Brightcove	UNITED STATES	319.4	168.0	2.60%	4.66%					84.00		
Netgem	FRANCE	73.9	59.2			2.13%	5.29%	8.01%	35.74	25.89		
Roku	UNITED STATES	1,621.9	697.8	(0.21%)	3.85%		0.60%	1.29%				104.74
Trade Desk	UNITED STATES	2,435.7	434.6	30.42%	30.62%	24.35%	1.13%	3.09%			24.94	19.02
Espial Group	CANADA	40.2	27.2	(3.28%)	8.79%		(10.94%)	18.00%				7.08
TiVo	UNITED STATES	1,491.9	730.4	33.66%	30.51%	(2.23%)	9.10%	9.05%	11.87	8.77	9.25	9.12
Anevia	FRANCE	10.6	15.5				(1.26%)	7.60%		45.83		
Edgeware	SWEDEN	45.5	246.2	7.88%	12.49%	23.69%	5.83%	17.94%	50.00	19.50	14.20	7.16
Vista Group	NEW ZEALAND	342.0	122.6	25.61%	27.94%	14.88%	4.85%	4.12%	31.74	24.54	17.32	13.56
MEDIAN PEERS		196.7	145.3	12.43%	17.32%	19.28%	1.13%	7.60%	33.74	25.89	14.20	9.12
AVERAGE PEERS		639.9	251.2	14.21%	17.63%	21.08%	1.28%	8.00%	32.34	35.24	15.78	24.02
% premium/(discount) AGIL vs. AVERAGE		-3551.0%	-2353.0%	2.8pp	4.5pp	42.6pp	-4.3pp	-5.1pp	-	7.6%	-19.6%	-222.6%

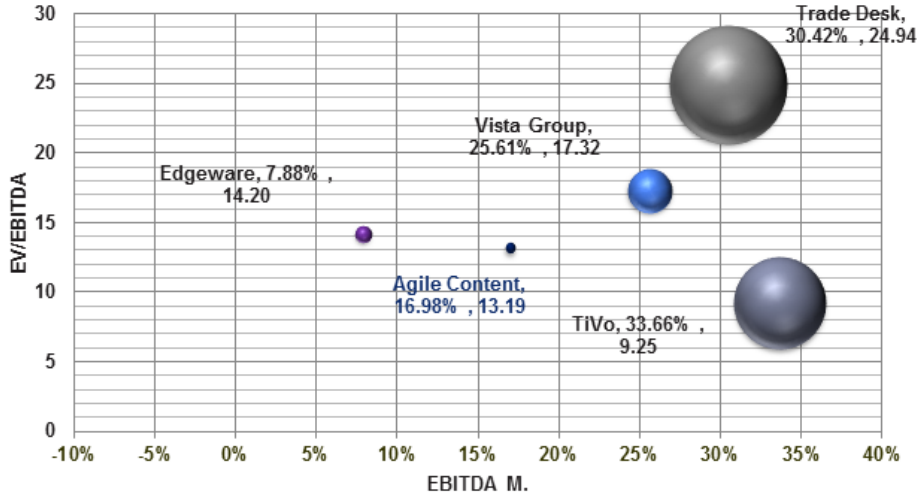
Source: Factset & GVC Gaesco Beka Estimates.

VIDEO SOFTWARE & IT SECTOR.

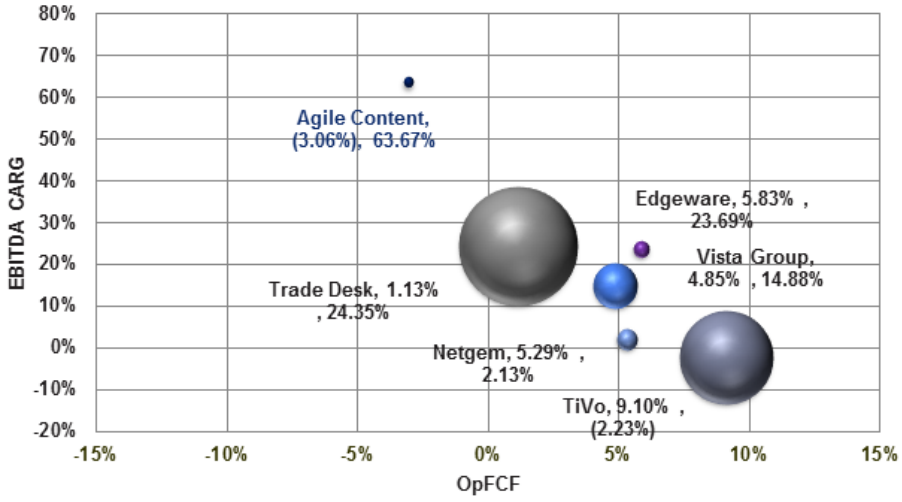
Company	Country	Adj. EPS 2018e	Adj. EPS 2019e	DPS 2018e	DPS 2019e	Dividend Yield 2018e	Dividend Yield 2019e	ROCE 2018e	ROCE 2019e	ROE 2018e	ROE 2019e	ND/EBITDA 2018e	ND/EBITDA 2019e	Capex/sales 2018e	Capex/sales 2019e
Agile Content	SPAIN	(0.06)	0.04	0.00	0.00	0.00%	0.00%	(0.02)	0.06	(0.12)	0.09	3.02	1.75	21.75%	21.03%
Brightcove	UNITED STATES	0.00	0.11					0.84	2.40					102.97%	95.44%
Netgem	FRANCE	0.07	0.10	0.10	0.10	4.02%	4.02%			7.55	10.48			177.48%	194.64%
Roku	UNITED STATES	(0.24)	0.04	0.00	0.00	0.00%	0.00%	(11.56)	0.15	(16.12)	2.38	123.53	(5.66)	167.35%	146.18%
Trade Desk	UNITED STATES	1.71	2.05	0.00	0.00	0.00%	0.00%	27.14	27.26	26.44	23.49	(1.38)	(1.51)	391.75%	370.53%
Espial Group	CANADA	(0.09)	0.02									40.10	(14.74)	260.72%	250.32%
TiVo	UNITED STATES	1.02	1.38	0.62	0.62	5.11%	5.11%	7.35	9.90	8.15	11.55	2.20	1.84	401.20%	345.96%
Anevia	FRANCE	(0.09)	0.18	0.00	0.00	0.00%	0.00%			(70.83)	51.43			388.35%	391.06%
Edgeware	SWEDEN	0.03	0.08	0.00	0.00	0.00%	0.00%	3.34	10.34	3.72	8.71	(9.81)	(6.50)	263.99%	238.05%
Vista Group	NEW ZEALAND	0.06	0.08	0.03	0.04	1.33%	1.75%			11.73	13.85	(0.92)	(0.91)	522.06%	493.94%
MEDIAN PEERS		0.02	0.09	0.00	0.00	0.00%	0.00%	2.09	6.15	5.63	11.01	2.20	(1.51)	262.36%	244.19%
AVERAGE PEERS		0.24	0.41	0.09	0.09	1.31%	1.36%	4.51	8.35	(3.69)	15.25	22.39	(3.68)	269.76%	254.72%
% premium/(discount) AGIL vs. AVERAGE		494.3%	-921.7%	-	-	-	-	19579.9%	-13679.7%	-2882.4%	-17142.0%	-641.2%	310.6%	-1140.5%	-1111.1%

Source: Factset & GVC Gaesco Beka Estimates.

AGILE CONTENT PEERS. EV/EBITDA vs. EBITDA M. 2018e



OpFCF yield vs. EBITDA CARG17/20e



Source: Factset & GVC Gaesco Beka Estimates.

Claro objetivo de M&A

De la tabla antes expuesta se desprende una conclusión clara: Agile Content es un claro candidato a ser adquirido. Las empresas que podrían materializar este movimiento son múltiples en nuestra opinión. Desde private equity generalistas y especializados a operadoras de telecomunicaciones con el fin de acelerar su convergencia o tecnológicas y grupos de medios con falta de posicionamiento en los segmentos en los que AGIL es un claro líder.

Tenemos claros ejemplos que apoyan nuestra teoría: Sky entre otros invirtieron 28,5mUSD en Molotov en 2016, Ooyala fue adquirido por Telsra (operador telco líder de Australia), Teads fue la presa de Altice en 2017, Spotx de RTL en 2017 y finalmente Tubemogul comprado por Adobe en 2016.

En cualquier caso, de nuestro análisis se desprende que AGIL aún tiene un amplio recorrido por delante hasta materializar el valor de sus activos (especialmente intangibles) dada la potencia estructural de los frontales en los cuales está posicionada o lo hará en el corto/medio plazo. En nuestra opinión, el momento óptimo de un potencial exit de alguno de sus accionistas se producirá en el plazo de entre dos/tres años; punto en el cual AGIL generará caja positiva, incrementará su visibilidad (especialmente de AGIL TV) y habrá sumado un mayor número de contratos a su backlog.

A partir de ahí, podría tener sentido que la empresa realice adquisiciones de una mayor masa crítica, integrarse en un Grupo mayor y/o cotizar en otros mercados más relevantes como el NASDAQ.

Estructura de capital. Reiteradas ampliaciones…

AGIL salió a cotizar al MAB (Mercado Alternativo Bursátil) **en 23-Nov-2015 a un precio de salida de 1,87EUR/acc. y capitalizando un total de 17mEUR; siendo el primer fabricante de software cotizado en España**. Los fundadores mantuvieron una posición del 40,37% del capital junto con otros accionistas significativos como son Inveready con un 15,70% y Fides Capital con un 5,82%, ambos presentes en la compañía desde el 2009. A través de los fondos captados, la compañía buscaba principalmente potenciar su expansión internacional tras conseguir un fuerte posicionamiento en algunos mercados latinoamericanos.

El capital social de Agile Content a cierre de 2017 ascendió a 1,15mEUR representado por **11.528.688 acciones** de valor nominal 0,1EUR/acc. estando totalmente suscritas y desembolsadas. Todas las acciones antes citadas gozan de los mismos derechos políticos y económicos; estando admitidas a negociación en el MAB.

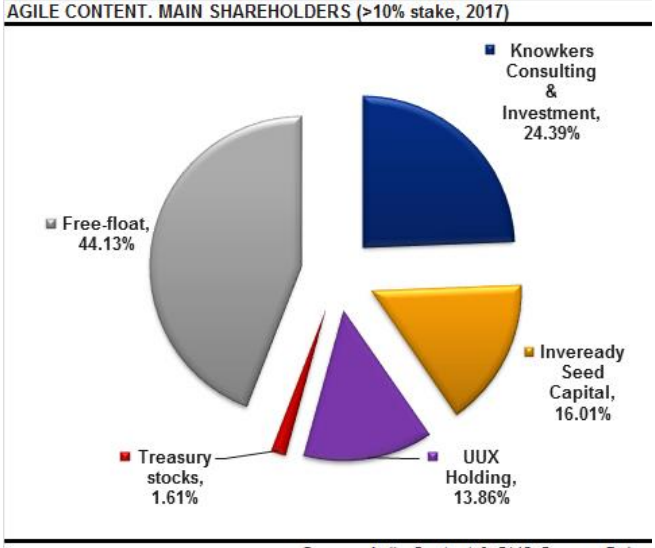
AGILE CONTENT. MAIN SHAREHOLDERS (>10% stake, 2017)

	2015		2016		2017	
	Stake (%)	Number of shares	Stake (%)	Number of shares	Stake (%)	Number of shares
Knowkers Consulting & Investment	40.37%	3,629,140	31.74%	3,659,140	24.39%	2,812,016
Inveready Seed Capital	15.70%	1,411,070	15.72%	1,812,681	16.01%	1,845,391
UUX Holding	0.00%	0	12.75%	1,469,956	13.86%	1,597,916
Treasury stocks	2.39%	275,258	5.68%	552,258	1.61%	185,600
Free-float	41.54%	2,495,126	34.11%	2,230,682	44.13%	5,087,765

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

En el ejercicio 2017, **AGIL procedió a la venta de 445.846 acciones en autocartera** (80,7% del total) por un importe de 622kEUR. Tras los movimientos antes citados, esta fue la estructura accionarial de AGIL a cierre de 2017. En el gráfico de sectores no se muestran accionistas como ICF (Instituto Catalán de Finanzas, entrada en ampliación de capital de 5,3mEUR) u otros consejeros con participaciones del 4,6% y 1,9% por ostentar menos del 10% del capital.

AGILE CONTENT. MAIN SHAREHOLDERS (>10% stake, 2017)



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Podría decirse que AGIL ejecutó una ampliación de capital por año en los últimos tres años como se observa en la tabla expuesta. El objetivo de las mismas tuvo que ver con el reforzamiento del balance y el apoyo al crecimiento inorgánico. Éstas implicaron una progresiva dilución de **Knowkers Consulting** (vehículo de inversión de los socios fundadores), dando entrada a **UXX Holding** (el mexicano Grupo Salinas, principal accionista de OTTN) en 2016 y con **Inveready** (formando parte de un caso de éxito como es Másmóvil del cual ostenta a través de su CEO, Josep María Echarri, un 2,704% del capital según la CNMV pre-dilución por convertibles) acudiendo a las mismas para no diluir su posición.

AGILE CONTENT. CAPITAL STRUCTURE MOVEMENTS						
EURm	Date	Capital increase amount	Issue Premium	Number of additional shares	Total shares outstanding	Price (EUR/sh.)
Capital Increase	29-Dec-16	0.107	1.710	1,068,993	11,528,688	1.700
Capital Increase - UXX Holding credit claim co	28-Jun-16	0.147	2.477	1,469,956	10,459,695	1.784
Capital Increase Communi.TV acquisition/ Brazilian subsidiary (before MAB's IPO)	31-Jul-15	0.283	5.009	2,829,949	8,989,739	1.870

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Con la ampliación de capital de 5,3mEUR (2.829.949 nuevas acciones en colocación privada) del 31-Jul-2015, AGIL buscó reforzar su estructura financiera y simultáneamente completar la integración con Communi.TV y la adquisición de la totalidad de su filial brasileña. Este movimiento se produjo como paso previo a su salida a Bolsa en el MAB (gasto extraordinario de 230kEUR), la transformación de la compañía a S.A. y la reestructuración de sus participaciones en línea con sus Planes de Negocio presentados en el mercado.

Con fecha 28-Jun-2016, se aprobó otra ampliación de capital de 147kEUR con prima de emisión de 2,5mEUR emitiendo 1.469.956 nuevas acciones de 0,1EUR/acc. de valor nominal. Dicho aumento se materializó mediante las compensaciones de un derecho de crédito de la Sociedad UXX Holding frente a AGIL.

Posteriormente, el 29-Dic-2016, la JGA aprobó la ejecución de una ampliación de capital de 107kEUR con prima de emisión de 1,7mEUR mediante la puesta en circulación de 1.068.993 nuevas acciones de 0,1EUR/acc. de valor nominal.

AGIL llevó a cabo en el 1T17 el dual listing por el cual comenzó a cotizar simultáneamente en el mercado alemán (Börse Stuttgart) con el fin de ampliar su capacidad de internacionalización. Por otro lado, los ajustes llevados a cabo en balance durante 2016 permitieron la adaptación de las cuentas de AGIL en Spanish-GAAP a Normas Internacionales de Contabilidad NIC/IFRS.

Por último, la compañía anunció en el orden del día de la próxima JGA (22-Junio-2018) que **realizará otra ampliación de capital no dineraria por compensación de crédito por importe de 169.832,1EUR a valor de mercado mediante la emisión y puesta en circulación de 1.698.321 acciones a 0,1EUR/acc. de valor nominal cada una de ellas de la misma serie y clase que las actuales en circulación (a la par, por su valor nominal)** y sin existencia de derecho de suscripción preferente. **Ello provocará una dilución del 14% sobre la anterior base de acciones en circulación ya incluida en nuestras estimaciones y valoración.** Suponemos que ésta se empleará en la reducción de deuda.

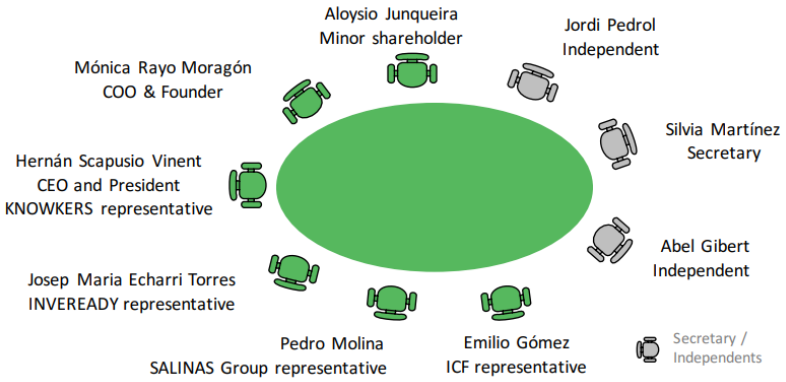
Pensamos que durante lo que queda de 2018, AGIL deberá materializar otra ampliación de capital de al menos 2mEUR con el fin de reducir sus compromisos financieros y apoyar su expansión tanto orgánica como inorgánica. En nuestra opinión, éstas cuentan con el apoyo de los principales accionistas constituyendo éstos un núcleo accionarial estable de cara al medio plazo.

Finalmente mencionar que no descartamos que la compañía plantee en los próximos años un **Plan de Stock Options** para el management y ciertos empleados clave.

CdA con demostrado track-record

El Consejo de Administración de Agile Content está formado por 9 miembros de los cuales 3 son independientes. El CdA se reúne cuantas veces lo exija el interés de la empresa con un mínimo de una reunión por trimestre.

Los acuerdos se adoptan por mayoría absoluta de los consejeros presentes y representados en la sesión. Si se produce un empate en la votación, decide el voto de calidad de quien fuera Presidente (en este caso Hernán Scapusio, CEO & Co-Founder).



A continuación se muestra la trayectoria y credenciales de los miembros del CdA. Especial mención merece la implicación a nivel personal y financiero de sus dos fundadores (Hernán Scapucio –CEO & Co-Founder- y Mónica Rayo –COO & Co-Founder-) ostentando una participación accionarial antes comentada del 24,39% del capital a cierre de 2017. También el know-how de expertos del sector IT/Telco/Media como Aloysio Junqueira (minoritario), Abel Gibert (independiente) y Jordi Pedrol (independiente) que, en nuestra opinión, tiene un alto encaje estratégico con perfiles altamente financieros como Josep María Echarri (CEO & Founder Inveready), Pedro Molina (Director y Consejero de empresas del Grupo Salinas en Europa y otros) y Emilio Gómez (Director Capital MAB del ICF).

Hernán Scapusio Vinent, CEO y co-fundador de Agile Content, lidera el crecimiento orgánico e inorgánico de la compañía, con una fuerte expansión internacional, situándola como player de referencia de grandes compañías en los territorios en los que opera.

Mónica Rayo Moragón, VP Product Management y co-fundadora. Ex Oracle, tiene una extensa trayectoria en la dirección técnica de proyectos digitales para grandes medios y marcas: RTVE, TV3, Telecinco, Vocento, Grupo Zeta, CaixaBank, Grupo RBS, Grupo Estadao, etc.

Pedro Molina es Director y Consejero de las empresas del Grupo Salinas en Europa (y en algunos otros países) desde 2008. También se ha desempeñado como Controlador Financiero del Holding TV AZTECA, SOCIEDAD ANÓNIMA DE CAPITAL VARIABLE, entre otros cargos directivos en diferentes empresas.

Aloysio Junqueira (minoritario), actualmente Founder & CEO de Intelekto, e inversor de la empresa Bisoux, ambas localizadas en Brasil. Ejecutivo con amplia experiencia en el sector servicios de IT y Telecomunicaciones, con larga trayectoria internacional.

Josep Maria Echarri, Founder & CEO de INVEREADY. Actualmente también es Senior VicePresident de MasMovil Ibercom. Previamente ha desempeñado cargos como CFO de Oryzon, y Entrepreneurship Manager en el CIDEM (Generalitat de Catalunya)

Emilio Gómez Jané, Director de Capital MAB del Institut Català de Finances (ICF). Ha trabajado como Director Asociado en Highgrowth Partners, y como Director de Operaciones en Barcelona Ventures. También ha sido docente en diferentes MBAs de la Universidad de Barcelona y la Universidad Pompeu Fabra.

Abel Gibert (independiente). Socio en Seeliger y Conde. Ha sido consultor en Arthur Andersen, O .Dati y Software AG. Trabajo en el Grupo Indra como Director General de: I cuatro. Anteriormente estuvo como Director General del Cono Sur en Sao Paolo y Italia del Grupo CIRSA.

Jordi Pedrol Ruiz (independiente). Con estudios en Carnegie Mellon University y la UAB, y experiencia en Palo Alto, ha trabajado como CFO de diferentes Start-ups y empresas de tecnología (Inspirit, Spamina, Tempos21, eDreams), colaborando con Wayra para Telefónica.

Principales riesgos

Importante erosión de ventas excluyendo cambio de perímetro de consolidación por OTTN

Agile Content adquirió OTTN en Mayo-2016 (se integró de manera efectiva retroactivamente desde Abril-2016) por un importe de 7,9mUSD. La compañía facturaba a cierre de 2015 aproximadamente 7,5mUSD. Aunque no tenemos visibilidad de cara a su crecimiento stand-alone en años posteriores, podemos estimar por prudencia que éstas evolucionaron de manera plana en 2016/17.

Considerando FX medios en los años 2016/17, la aportación de OTTN al top-line de la cuenta de resultados de AGIL fue de 5mUSD (4,5mEUR) en 2016 y 7,5mUSD (6,7mEUR) con el cambio de perímetro de consolidación completado en 2017. En la tabla mostrada a continuación se observa la evolución orgánica del top-line de AGIL en el período 2015/17 excluyendo OTTN,

AGILE CONTENT. ORGANIC TOP-LINE EVOLUTION excl. OTTN's acquisition				
	2015	2016	2017	CARG15/17
OTTN's contribution (USD)	0.000	5.000	7.500	
FX USD/EUR	1.109	1.106	1.127	
OTTN's contribution (EUR)	0	4.521	6.655	
SALES excl. OTTN	8.321	6.316	1.215	*-61.8%*
% change		*-24.1%*	*-80.8%*	

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka Estimates

Como conclusión, las ventas orgánicas excl. OTTN decrecieron un -80,8% en 2017 a/a (CARG15/17 -61,8% estimado). Según la compañía, ello obedece al reposicionamiento mencionado por la compañía en sus Cuentas Anuales 2017 hacia los segmentos de más valor eliminando el video streaming con márgenes medios del 2/3%.

Sin embargo, llegados a este punto mencionar que, aunque la compañía resultante vio mermadas sus ventas por la integración, la rentabilidad se vio incrementada. Con ello se amplió la cartera de clientes y se obtuvieron contratos relevantes que no podrían haberse materializado en caso de optar por los mismos cada compañía stand-alone.

Pérdidas acumuladas con origen en anteriores ejercicios

Según se muestra en las Cuentas Anuales auditadas 2017 (BDO Auditores S.L.P.), la Sociedad obtuvo un resultado de explotación negativo por un importe de 740kEUR y una pérdidas cercanas a los 2,051mEUR de los cuales 2,039mEUR correspondieron al deterioro efectuado en 2017 de crédito a empresas del Grupo.

Por otro lado, es relevante destacar que la compañía registró unas pérdidas acumuladas de 8,5mEUR y un circulante negativo de 0,542mEUR. Llegados a este punto mencionar que tanto las Cuentas Anuales publicadas por Agile Content como nuestro análisis se basan en el Principio de Empresa en Funcionamiento. Ello implica generación de resultados positivos futuros (no esperamos que esto pase hasta 2019e) y tesorería suficiente para continuar las operaciones.

En conclusión, existe una incertidumbre material de que, en caso de prolongarse los resultados negativos, la Sociedad deba acudir a una ampliación de capital para reforzar su balance que podría no ser suscrita en su totalidad.

Fuerte componente de goodwill en años atrás

El fondo de comercio generado en una combinación de negocios se valora, en la fecha de la adquisición, a su coste, siendo éste el exceso del coste de la combinación de negocios sobre el correspondiente valor de los activos identificables adquiridos menos el de los pasivos asumidos. Tras el reconocimiento inicial, el fondo de comercio se valora a su coste menos, en su caso, las pérdidas por deterioro acumuladas, las cuales se consideran irreversibles. **Se realizan las pruebas de deterioro de valor del fondo de comercio anualmente o con más frecuencia si los acontecimientos o cambios de las circunstancias indican que el valor en libros pueda haberse deteriorado.**

AGILE CONTENT. GOODWILL EVOLUTION (2015/17)	
EURm	Amount
Net amount 2015	**1.810**
+ Business combinations	-0.051
- Goodwill impairments	-1.430
Net amount 2016	**0.329**
+ Business combinations	-0.038
- Goodwill impairments	0.000
Net amount 2017	**0.291**

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

En el caso de Agile Content el peso del goodwill sobre el total del activo fue relevante a cierre de 2015 según las Cuentas Anuales auditadas. En concreto, el fondo de comercio (380,4kEUR en 2017 vs. 1,8mEUR dos años antes) se vio acrecentado con anterioridad por el importante número de adquisiciones llevadas a cabo (especialmente OTTN) y llegó a representar un 12,4% del activo total en 2015 frente al limitado 1,8% en 2017. Como se observa, esta reducción se debió a un impairment ejecutado en 2015 por importe de -1,4mEUR de modo que pensamos que este riesgo está bastante controlado por la empresa en la actualidad. **En cambio, no hay que descartar que el goodwill se incremente de nuevo con futuro M&A.**

Elección de potenciales clientes de ejecución de desarrollos in-house

Tanto operadores de telecomunicaciones como OTTs podrían optar por el desarrollo de sus plataformas de Addressable TV internamente sin necesidad de externalizar esas funciones mediante la contratación de empresas como Agile Content.

Por otro lado, podría existir cierto recelo en contratar a AGIL como proveedor en caso de que se tratara de operadores/grupos de medios competidores en un mismo mercado. Sin embargo, llegados a este punto mencionar que consideramos las soluciones de AGIL lo suficientemente personalizables para ofrecer softwares diferenciados. Adicionalmente, AGIL cuenta actualmente con clientes que compiten en un mismo mercado y, por el momento, no se produjo aparentemente conflicto alguno.

Valoración de proyectos en desarrollo

Agile Content, según las Cuentas Anuales publicadas, tenía registrados 1,5mEUR de valor neto contable correspondiente a varios proyectos tecnológicos. Existe alguna posibilidad de que los proyectos no concluyan con éxito y deba realizarse un impairment.

En términos generales, mencionar que los principales activos de Agile Content son el capital humano y los activos intangibles. Aunque la empresa ya realizó un test de deterioro en 2016, podría darse el caso que en el siguiente se materializaran depreciaciones relevantes de valor en dichos activos. Por otro lado, la valoración de los mismos implica **sustanciales juicios de valor y estimaciones significativas** respecto a los resultados económicos futuros con origen en los mismos ("rentabilidad económica").

Los gastos de I+D que figuran en el activo de la empresa se amortizan linealmente durante su vida útil a razón del 20% anual y siempre dentro del plazo de 5 años. En el momento en que existen dudas razonables sobre el éxito técnico o rentabilidad económico/comercial de un proyecto, los importes registrados en el activo se imputan directamente a pérdidas del ejercicio.

Al cierre de cada ejercicio, el Grupo evalúa si existen indicios de deterioro de valor de un elemento activado como desarrollo y en ese caso se estiman los valores recuperables y se efectúan las correcciones de valoración necesarias.

Con todo, a cierre de cada ejercicio el Grupo procede a **estimar** si existe o no indicio de pérdida de valor en sus activos intangibles de modo que realiza el llamado "test de deterioro" siendo este el procedimiento establecido por el management de la Sociedad: los valores recuperables se determinan por cada unidad generadora de efectivo (proyecciones de resultados y EBITDA junto con deuda financiera). Estas estimaciones para el cálculo del valor recuperable se basan en una tasa de descuento (media ponderada del coste del capital), tasa de crecimiento de flujos de caja y experiencias pasadas.

En conclusión, el procedimiento para la valoración de los mismos es una estimación basada en hipótesis que podrían no cumplirse en el futuro. De hecho, en 2016 AGIL materializó impairments tanto de activos intangibles como de fondo de comercio por un valor de 3,2mEUR y 1,5mEUR respectivamente en el período 2015/17.

Recuperabilidad de créditos a clientes

Agile Content registró a cierre de 2017 créditos y cuentas a cobrar con empresas del Grupo por importes de cerca de 7mEUR y 1,3mEUR respectivamente. Como se verá en otro apartado, la Sociedad realizó transacciones relevantes con otras empresas del Grupo (partes vinculadas). Estos importes podrían no liquidarse en el futuro.

AGILE CONTENT. LOANS & OTHER RECEIVABLES

EURm	Amount 2016		Amount 2017	
	Long term	Short term	Long term	Short term
Credits from commercial operations	**0.000**	**3.880**	**0.000**	**1.141**
Third parties clients	0.000	3.711	0.000	1.137
Third parties debtors	0.000	0.169	0.000	0.000
Advances to suppliers	0.000	0.000	0.000	0.004
Credits from non commercial operations	**0.030**	**0.551**	**1.180**	**0.162**
Loans to related parties	0.000	0.410	0.783	0.000
Loans to other companies	0.000	0.019	0.000	0.071
Loans with third parties	0.000	0.000	0.368	0.000
Current account with related parties	0.000	0.011	0.000	0.000
Personnel	0.000	0.050	0.000	0.034
Guarantees and deposits	0.030	0.062	0.029	0.057
TOTAL	**0.030**	**4.431**	**1.180**	**1.303**
% change			*3880.1%*	*-70.6%*

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Necesidades de capital futuras

Dada la naturaleza tecnológica de la compañía, esperamos una alta intensidad de inversión en los años venideros (capex18/19e de -2,5 y -2,9mEUR y 21%/20% sobre ventas). Aunque es cierto que sus productos poseen una elevada escalabilidad, los Planes de Expansión orgánica e inorgánica de la compañía implicarán la apertura de nuevos mercados y segmentos en los próximos años lo que podría suponer que la intensidad de capital necesaria superara nuestras expectativas.

Riesgo de tipo de cambio (FX)

La compañía está expuesta a las oscilaciones de tipo de cambio. Sin embargo, para tranquilidad del lector destacar que, aunque algunos de los principales clientes de AGIL se corresponde con Grupos de telecomunicaciones y medios de países latinoamericanos como Argentina, los contratos se encuentran dolarizados en su mayor parte siendo ésta una de las principales divisas en el mix de ingresos de la compañía (c.45% EUR, c.25% USD y c.30% en BRL según nuestras estimaciones). En materia de opex, estas proporciones varían (c.70% EUR/USD y c.30% en BRL estimado) dada la localización de la fuerza laboral en España y Brasil principalmente. Agile Content en principio no acepta transacciones en monedas distintas de EUR/USD aun teniendo en cuenta su posicionamiento global.

Según la compañía el impacto neto a nivel de EBITDA/FCF, dada la combinación de divisas antes mencionada, es reducido (hedging natural). Por otro lado, enfatizar que la deuda se encontró denominada en su totalidad en EUR a cierre de 2017.

Finalmente, especificar que Agile Content no tiene contratados seguros de cambio con entidades financieras para minimizar las fluctuaciones de los mismos.

Riesgo de crédito

Consideramos que en el caso de AGIL este riesgo hace referencia fundamentalmente a sus deudas comerciales (**"clientes por ventas y prestaciones de servicios" de 1,1mEUR en 2017, -69,4% a/a**). Los importes se reflejaron en el balance neto de provisiones para insolvencias estimadas por el management de la Sociedad en función del track record de ejercicios anteriores y de su valoración en el entorno económico actual.

La empresa mantuvo una concentración significativa sobre el importe neto de su cifra de negocios del ejercicio 2016 prácticamente en un único cliente (distribuidor que a su vez vende a usuarios finales y no concretado por la propia AGIL por ser información comercial sensible) que representó el **82% del total** (Margen bruto del 8,6%).

Sin embargo, AGIL ejecutó un cambio de modelo de negocio sustancial (reenfoque hacia los segmentos más rentables y menos commoditizados con relevante reducción de ventas) durante 2017 que redujo significativamente las operaciones antes mencionadas hasta alcanzar un **peso estimado sobre el total de cifra de negocio del 26%.**

En cambio, de cara a futuro, esta proporción podría incrementarse en el caso de firmarse algún contrato de elevada cuantía.

Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez y solvencia está condicionado a que se dé una posición optima de tesorería y ésta no se tensione por rigideces en circulante, pago a proveedores, compromisos financieros,… Aunque AGIL posee suficientes activos para, en caso necesario, mediante su desinversión hacer frente a sus compromisos en el corto plazo, podría no ser así se si considerara la totalidad del pasivo y teniendo en mente que gran parte de sus activos son intangibles vinculados a proyectos tecnológicos. AGIL podría no encontrar nuevas líneas de financiación a futuro o que éstas fueran concedidas a unos tipos de interés sensiblemente más elevados que los actuales. Por otro lado, el fondo de maniobra podría causar un impacto negativo relevante en futuros ejercicios.

Como factor positivo la entrada de accionistas como el ICF o el posicionamiento desde hace años en el capital de Inveready podrían facilitar la obtención directa o indirecta de líneas de crédito a la empresa.

Riesgo de tipos de interés

Las variaciones de los tipos de interés modifican el valor razonable de aquellos activos y pasivos que devengan a un tipo de interés fijo así como los flujos de caja futuros de activos y pasivos referenciados a tipos de interés variables.

Dada la elevada deuda de la compañía (aunque en gran parte pública a un tipo de interés reducido), un incremento de los tipos de interés podría generar un impacto negativo en gastos financieros netos. En cualquier caso, más de **un 80% de la deuda (préstamos blandos + cierta deuda bancaria) se encontraba contraída a tipo fijo a cierre de 2017.**

AGIL no contrato derivados con el objetivo de mitigar dicho riesgo.

Operaciones relevantes con partes vinculadas

En apartados anteriores se mencionaron los saldos de cuentas a cobrar y pagar con otras compañías del Grupo.

Este es el detalle de los saldos con partes vinculadas de la Memoria Auditada 2017 de la compañía. Como se observa, las cuantías son relevantes.

AGILE CONTENTS. PENDING AMOUNTS WITH RELATED PARTIES (2017)

EURm	Other Group's businesses	Other related parties
NON-CURRENT ASSETS	6.498	0.783
Long term loans	**8.430**	**0.783**
Agile Contents Brasil Desenvolvimento de Software (1)	1.888	0.000
Agile Contents Argentina	0.044	0.000
Agile Contents Inversiones (2)	6.498	0.000
Enreach Solutions (3)	0.000	0.190
Inveready Seed Capital	0.000	0.210
Inveready Seed Capital (7)	0.000	0.383
Impairment losses	**-1.932**	**0.000**
Agile Contents Argentina	-0.044	0.000
Agile Contents Brasil Desenvolvimento de Software (1)	-1.888	0.000
CURRENT ASSETS	1.749	0.071
Short-term investments in group companies and associates	**0.151**	**0.000**
Interests Agile Contents Brasil Desenvolvimento de Software	0.151	0.000
Loans impairments	**-0.151**	**0.000**
Interests Agile Contents Brasil Desenvolvimento de Software	-0.151	0.000
Current accounts with Group's businesses	**0.455**	**0.000**
Agile Contents Inversiones	0.455	0.000
Short term loans	**0.000**	**0.291**
Enreach Solutions (3)	0.000	0.220
Interests Enreach Solutions	0.000	0.039
Inveready Capital Company	0.000	0.032
Loans impairments	**0.000**	**-0.220**
Enreach Solutions	0.000	-0.220
Clients, commercial trades	**1.294**	**0.000**
Agile Contents Brasil Desenvolvimento de Software	0.016	0.000
Agile Contents Argentina	0.005	0.000
Agile Contents Inversiones	1.274	0.000
NON-CURRENT LIABILITIES	1.193	1.259
Long term debts	**1.193**	**1.259**
Agile Contents Brasil Desenvolvimento de Software (5)	1.007	0.000
Agile Media Communities (6)	0.186	0.000
Knowkers Consulting & Investment (4)	0.000	1.259
CURRENT LIABILITIES	0.178	0.437
Short-term debts in group companies and associates	**0.178**	**0.000**
Interests Agile Contents Brasil Desenvolvimento de Software	0.161	0.000
Interests Agile Media Communities	0.012	0.000
Interests OTTN	0.005	0.000
Short term debt	**0.000**	**0.313**
Knowkers Consulting & Investment (4)	0.000	0.233
Knowkers Consulting & Investment - Other debts	0.000	0.080
Commercial creditors	**0.000**	**0.125**
Inveready Capital Company	0.000	0.001
Enreach Solutions	0.000	0.004
Knowkers Consulting & Investment	0.000	0.120

Source: Agile Content

(1) Crédito a largo plazo formalizado el 360-Sept-2013 que devenga un interés anual del 8% y vencimiento 31-Dic-2021.

(2) Con fecha 23-Junio-2016, la Sociedad otorgó a Agile Contents Inversiones un crédito de 5.725.579,22EUR que devenga a un interés anual Euribor+1% y vencimiento a 23-Junio-2026. Dicho préstamo tiene una carencia desde la fecha de formalización de tres años. Con fecha 27-Diciembre-2016 la Sociedad realizó el pago de la parte del precio efectivo aplazado por un importe de 138.720EUR, correspondiente a la adquisición de OTTN, lo que se considera un incremento del crédito concedido inicialmente. Los administradores de la Sociedad consideran que la participada generará flujos de caja suficientes para devolver el importe del crédito en los plazos acordados en el contrato. Con fecha 27-Dic-2017, la Sociedad presta el importe de 772.222,41EUR a su Sociedad Dependiente Agile Content Inversiones, pudiendo disponer de un total de 7mEUR. Las condiciones del préstamo se mantienen según las condiciones iniciales.

(3) Incluye 4 créditos formalizados en Dic-2015 y Feb-2016 que devengan un interés anual del 5% y vencen en Mayo-2017 por importe de 220kEUR, 110kEUR a 30-Junio-2017 y resto con fecha Dic-2017.

(4) Préstamo que otorga Knowers Consulting & Investment a la Sociedad con la finalidad de la puesta a disposición del Proveedor de Liquidez de 160.428 acciones en 2015 y 868.124 en 2017. Dichos títulos serán íntegramente devueltos en 2018 y 2020 respectivamente.

(5) Incluye varios préstamos que devengan a un interés medio del 8% de los cuales 906.625,89EUR vencen en el ejercicio 2018 y 100kEUR restantes el 31-Dic-2021.

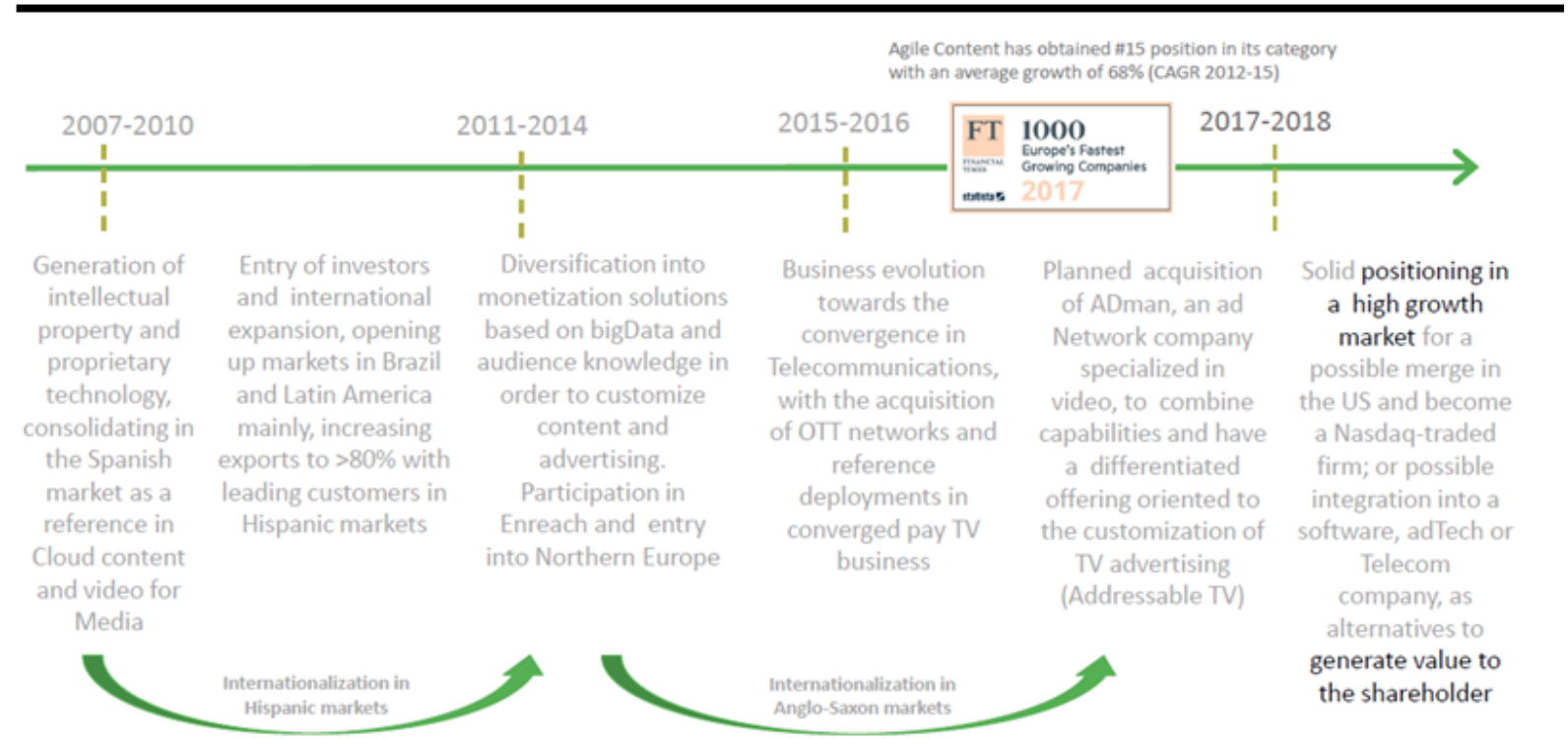
(6) Corresponde a dos préstamos concedidos en Nov-2014 que devenga a un interés del 6,5% y tienen vencimiento Nov-2023.

(7) Con fecha 12-Enero-2017, la Sociedad formalizó un crédito con Inveready Seed Capital por un importe de 382.738EUR cuyo vencimiento máximo será el 1-Enero-2018. Posteriormente, el 29-Dic-2018 acordaron extender el plazo entre el 1-Julio-2017 hasta el 1-Enero-2019.

A cierre de 2017, AGIL deterioró la totalidad del crédito que mantenía con Agile Contents Brasil Desenvolvimento de Software por importe de 1,9mEUR. La Sociedad también deterioró parte de los créditos que mantenía con Enreach Solutions por importe de 220kEUR.

A tener en cuenta es que las posibles operaciones con otras empresas del Grupo u accionistas podrían no atenerse a la lógica industrial, estar desvirtuadas, no generar valor para los accionistas o responder a otro tipo de intereses.

Anexo I. Línea temporal corporativa

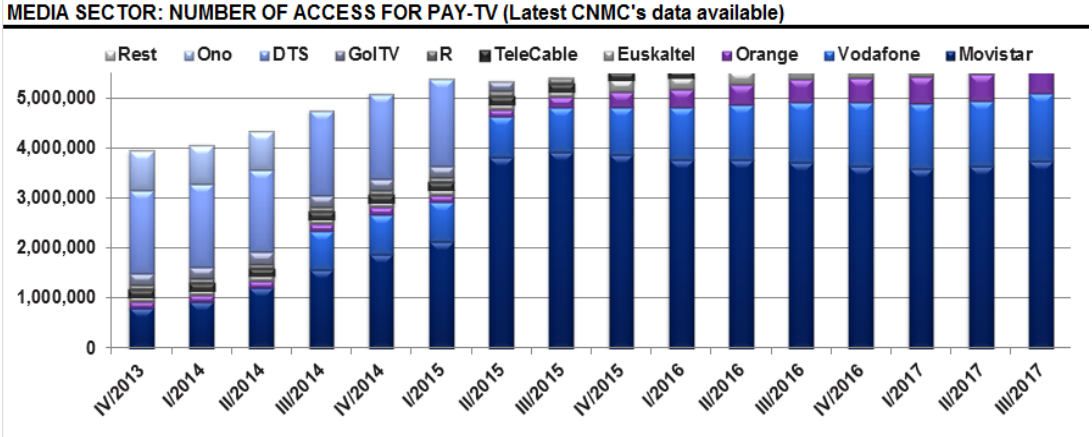


Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Anexo II. Cuotas de mercado por países de operadores telco clientes de Agile

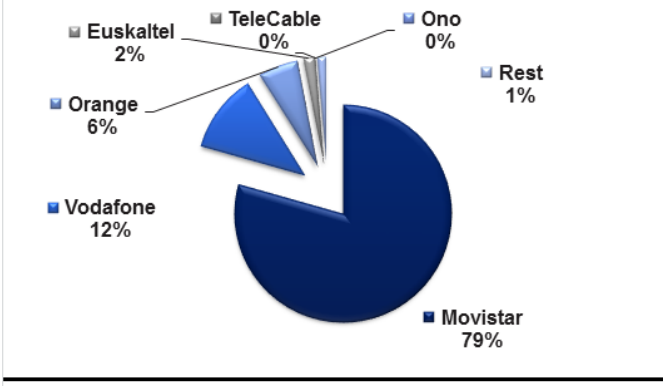
ESPAÑA: Telefónica

MEDIA SECTOR: NUMBER OF ACCESS FOR PAY-TV (Latest CNMC's data available)



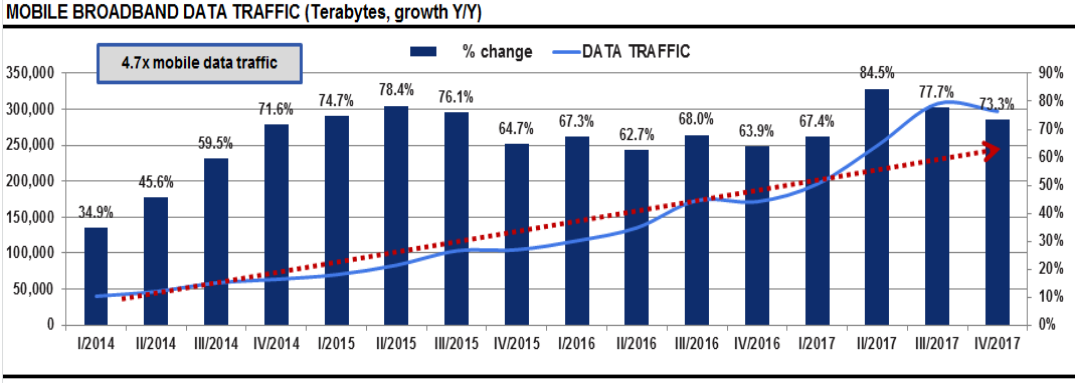
Source: CNMC Data & GVC Gaesco Beka

PAY-TV REVENUES MARKET SHARE (LATEST REPORTED)



Source: CNMC Data & GVC Gaesco Beka

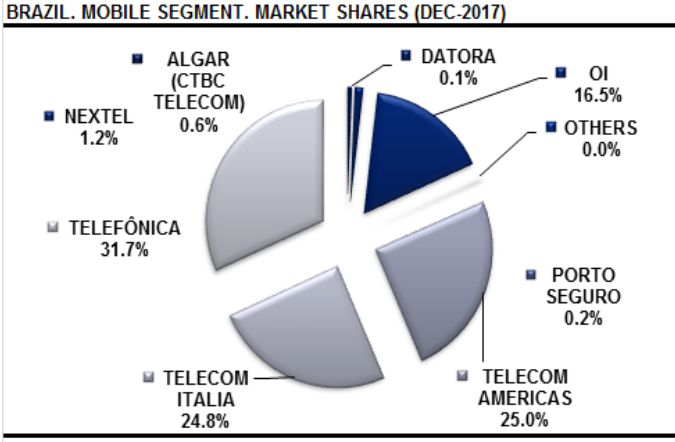
MOBILE BROADBAND DATA TRAFFIC (Terabytes, growth Y/Y)



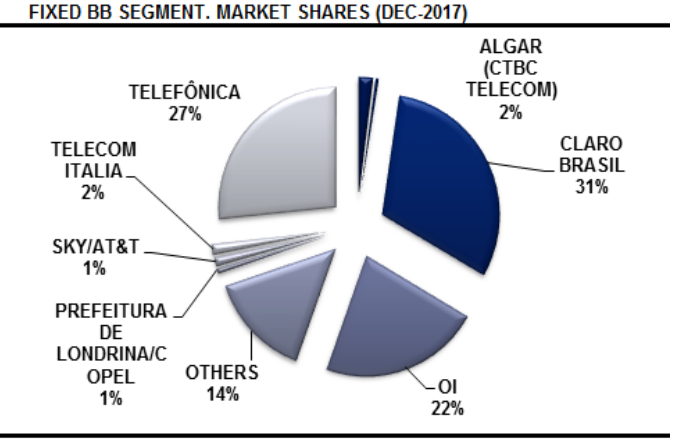
Source: CNMC Data & GVC Gaesco Beka

BRASIL: Vivo (Telefónica Brasil), Net (América Móvil)

BRAZIL. MOBILE SEGMENT. MARKET SHARES (DEC-2017)

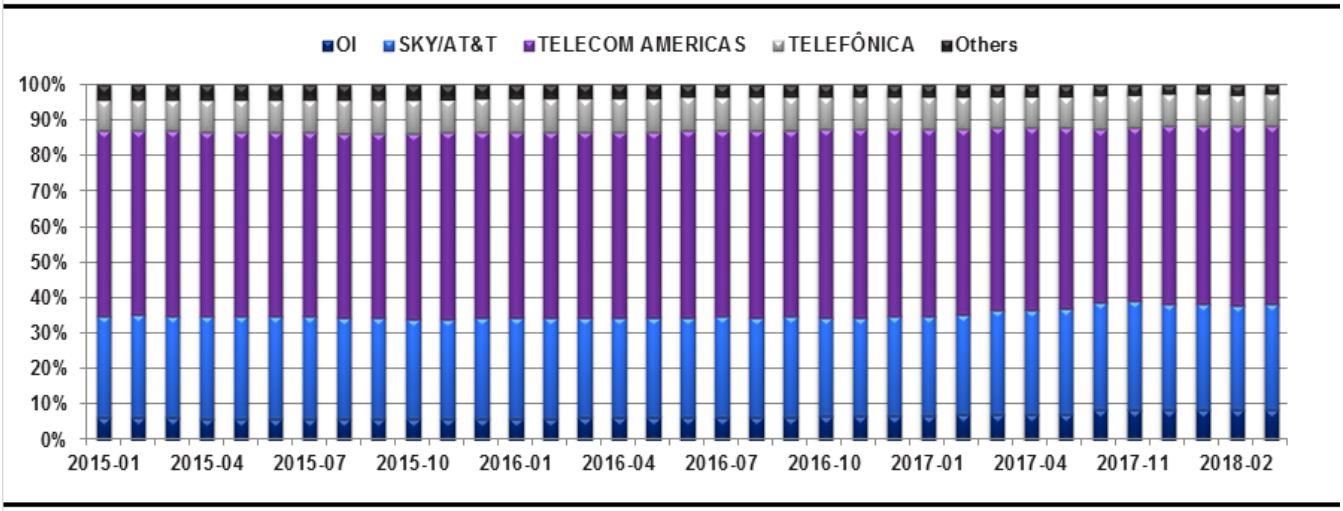


FIXED BB SEGMENT. MARKET SHARES (DEC-2017)



Source: GVC Gaesco Beka & Anatel data

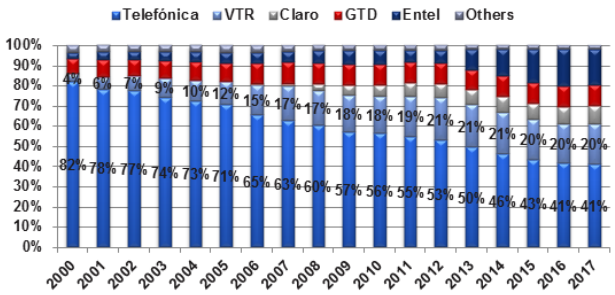
BRAZIL. PAY-TV MARKET SHARE PER GROUP



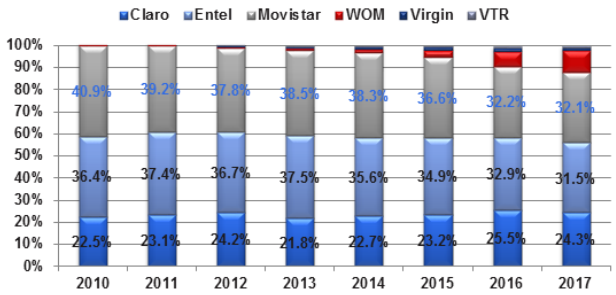
Source: Anatel & GVC Gaesco Beka

CHILE: Claro (América Móvil) / Telefónica

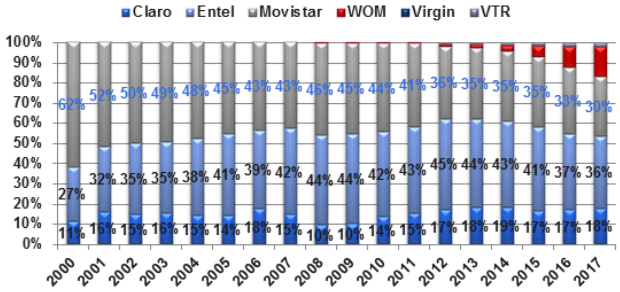
CHILE. FIXED TELEPHONY SEGMENT, MARKET SHARES PER OPERATOR



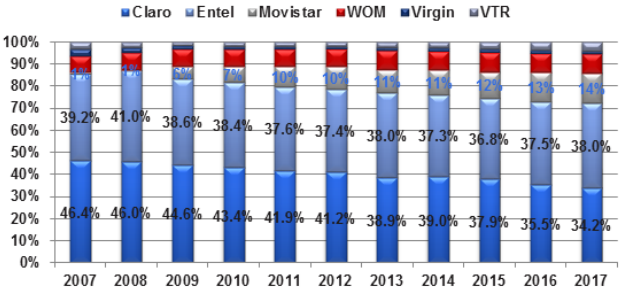
CHILE. MOBILE SEGMENT, MARKET SHARES PER OPERATOR



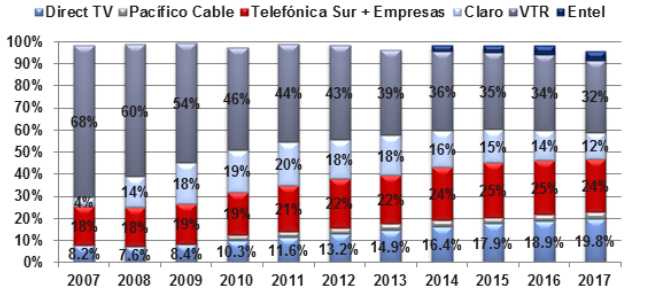
CHILE. POSTPAID MOBILE SEGMENT, MARKET SHARES PER OPERATOR



CHILE. FIXED BROADBAND SEGMENT, MARKET SHARES PER OPERATOR



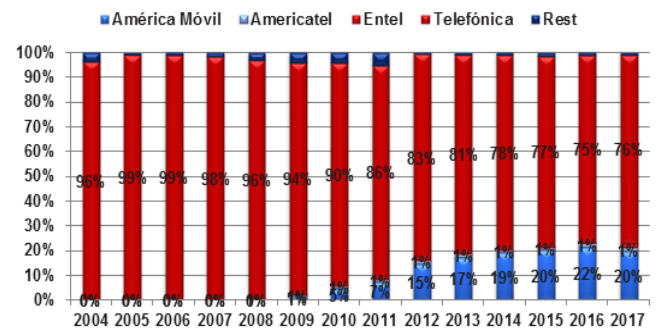
CHILE. FIXED BROADBAND SEGMENT, MARKET SHARES PER OPERATOR



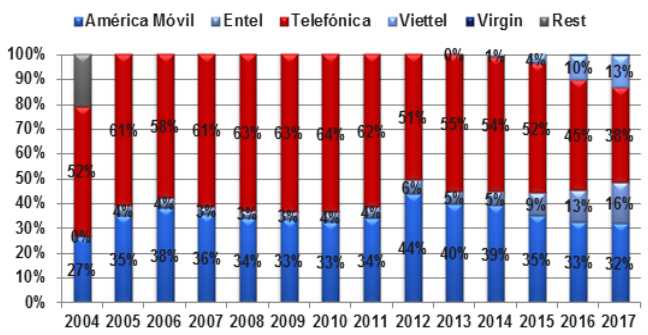
*Source: SUBTEL & GVC Gaesco Beka. *2017, latest data reported*

PERÚ: Mercado potencial

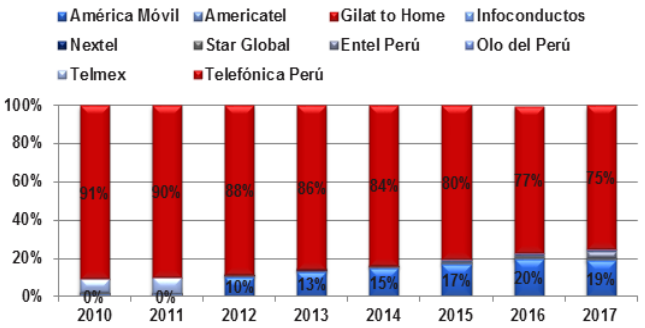
PERÚ. FIXED TELEPHONY PER COMPANY



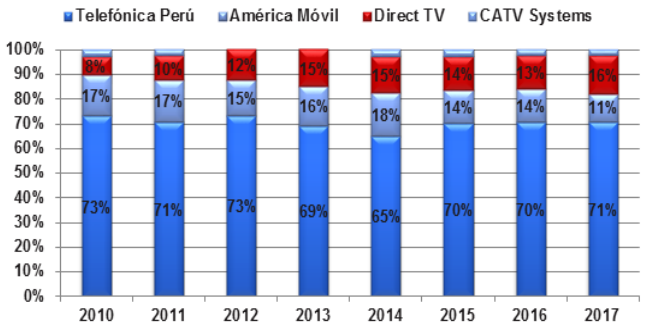
PERÚ. MOBILE SEGMENT PER COMPANY



PERÚ. FIXED BROADBAND SEGMENT PER COMPANY



PERÚ. PAY-TV SEGMENT PER COMPANY



*Source: OSIPTEL & GVC Gaesco Beka. *2017, latest data reported*

Anexo III. Una empresa de intangibles y know-how…

AGILE CONTENT. INTANGIBLE ASSETS PROJECTS (EURm)

EURm	2015	Additions / (Provisions)	Losses / Impairments	2016	Additions / (Provisions)	2017
			OPEX			
Developments	6.269	1.055	0.000	7.324	0.791	8.115
Industrial Property	0.002	0.001	0.000	0.003	0.000	0.003
Goodwill	1.810	0.000	-1.430	0.380	0.000	0.380
IT Applications	0.042	0.001	0.000	0.042	0.000	0.042
TOTAL	8.124	1.056	-1.430	7.750	0.791	8.541
			ACCUMULATED AMORTIZATION			
Developments	-3.117	-1.038	0.000	-4.155	-0.732	-4.888
Goodwill	0.000	-0.051	0.000	-0.051	-0.038	-0.089
IT Applications	-0.035	-0.002	0.000	-0.037	-0.002	-0.038
TOTAL	-3.152	-1.090	0.000	-4.243	-0.772	-5.015
			Impairment			
Developments	0.000	0.000	-1.739	-1.739	0.000	-1.739
NET INTANGIBLE ASSETS	4.972	-0.035	-3.169	1.768	0.019	1.787

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

AGILE CONTENT. INTANGIBLE ASSETS PROJECTS, DEVELOPMENTS (2017)

EURm	Cost	Accumulated Amortization	Impairment	Net book value
Content Engines	1.217	-0.921	-0.054	0.242
Dinamic Data	0.571	-0.370	-0.040	0.161
Value Added Media	0.960	-0.622	-0.046	0.292
Platform Components	4.115	-2.392	-1.492	0.230
MultiScreen Technologies	1.253	-0.583	-0.106	0.564
TOTAL	8.115	-4.888	-1.739	1.488

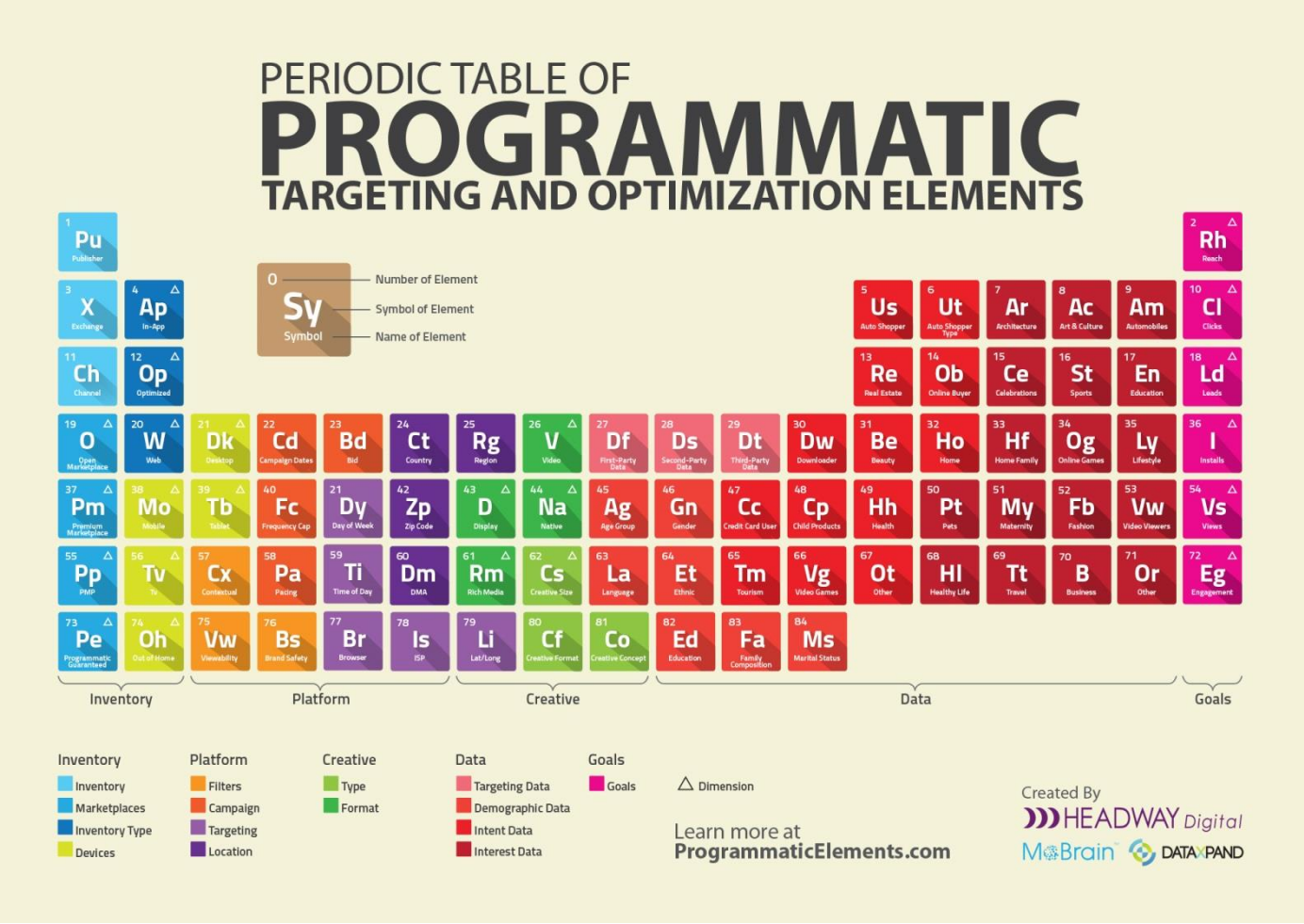
Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

AGILE CONTENT. INTANGIBLE ASSETS PROJECTS, DEVELOPMENTS (2016)

EURm	Cost	Accumulated Amortization	Impairment	Net book value
Content Engines	1.174	-0.764	-0.054	0.355
Dinamic Data	0.544	-0.303	-0.040	0.201
Value Added Media	0.860	-0.494	-0.046	0.320
Platform Components	3.992	-2.101	-1.492	0.398
MultiScreen Technologies	0.754	-0.493	-0.106	0.155
TOTAL	7.324	-4.155	-1.739	1.429

Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Anexo IV. Tabla periódica de la programática… targetización & optimización



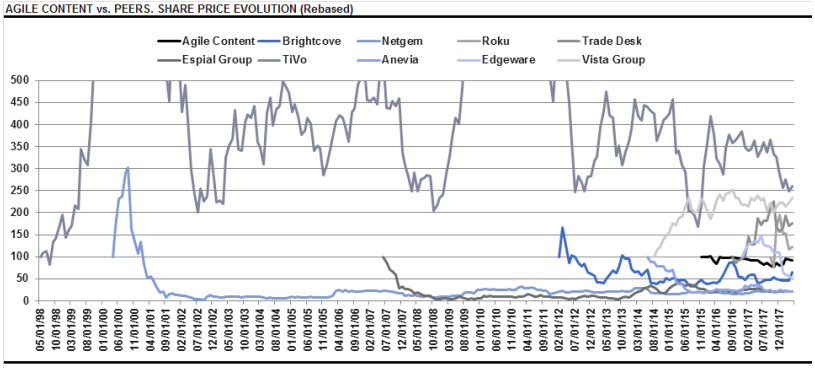
Anexo V. Comparables. Evolución histórica

VIDEO SOFTWARE & IT SECTOR. SHARE PRICE EVOLUTION vs. INDEXES

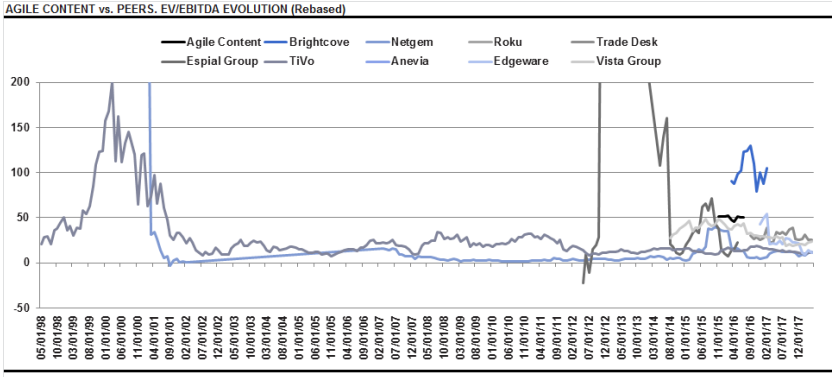
Company	Market Cap. (EURm)	% Change YTD	% Change 1 Week	% Change 1 Month	% Change 3 Month	% Change 6 Months	% Change 1 Year	% Change 3 Years	% Change 5 Years
Agile Content	**20**	**4.8%**	**-1.9%**	**-7.3%**	**-10.6%**	**-1.9%**	**-8.4%**		
Brightcove	319	52.8%	0.3%	18.2%	60.9%	40.2%	61.7%	38.0%	52.8%
Netgem	69	2.9%	0.0%	1.6%	-4.2%	5.5%	-2.0%	17.8%	-3.1%
Roku	3,369	-23.1%	0.3%	22.7%	-0.8%	-15.2%	#N/A		
Trade Desk	2,994	86.6%	0.3%	66.2%	54.0%	68.2%	52.1%		
Espial Group	40	-15.9%	0.6%	-4.4%	-15.6%	-0.1%	-33.4%	-55.8%	138.2%
TiVo	1,492	-6.6%	0.3%	1.3%	-1.3%	-20.4%	-17.3%	-22.1%	-38.0%
Anevia	11	-16.7%	0.4%	-5.2%	-10.7%	10.0%	-43.5%	-47.1%	
Edgeware	45	-52.8%	-2.8%	12.2%	-9.8%	-53.2%	-61.8%		
Vista Group	342	21.1%	1.2%	20.0%	26.4%	29.3%	7.3%	29.7%	
AVERAGE AGILE PEERS	870	5.3%	-0.1%	12.5%	8.8%	6.2%	#N/A	-6.6%	37.5%
Spain IBEX 35	503,139	-2.8%	-0.6%	-1.6%	-0.8%	-3.7%	-10.5%	-14.2%	14.7%
Euro STOXX 50	2,343,074	-0.6%	-0.9%	-1.0%	1.3%	-2.8%	-2.7%	-4.6%	22.8%
NASDAQ	13,330	24.8%	0.3%	8.8%	20.6%	20.9%	32.1%	66.5%	226.1%
S&P Software & Services	8,441	15.9%	0.0%	3.7%	6.6%	13.8%	28.8%	57.3%	126.6%

Source: Factset & GVC Gaesco Beka

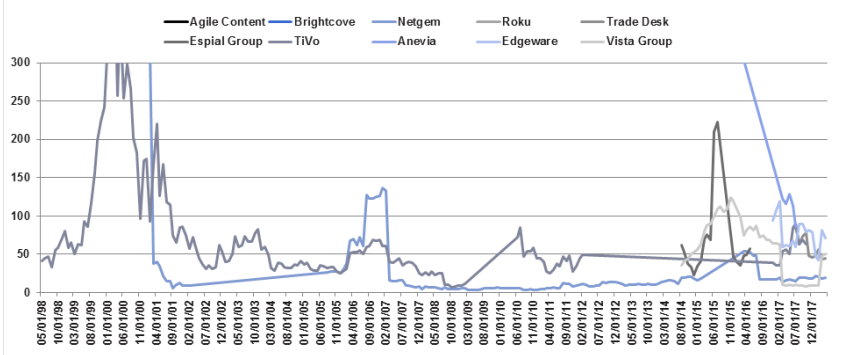
AGILE CONTENT vs. PEERS. SHARE PRICE EVOLUTION (Rebased)



AGILE CONTENT vs. PEERS. EV/EBITDA EVOLUTION (Rebased)



AGILE CONTENT vs. PEERS. PER EVOLUTION (Rebased)



Source: Factset & GVC Gaesco Beka

Anexo VI. Casos de éxito

AGILE CONTENT. SUCCESS STORIES

RTVE's OTT project

TV content management

Platform for multimedia content management and multi-channel and OTT distribution

rtve

rne

Telefónica's Group

Video platform for payTV

Core technology for the Global Video Corporate platform of Telefónica and the different brands of the group

movistar

vivo

Media's Groups Renewals

Content management and multichannel publishing

Examples of Media companies using Agile Content technologies as a basis for its digital presence and newsrooms' main tool.

Telmex' Group

Multi-device payTV experience

Multi-channel access for payTV users

NET

Claro

Personal/Telecom Argentina

Integrated platform for videos, music and games

Combining Agile Content technology with Premium content from Warner Music

Personal

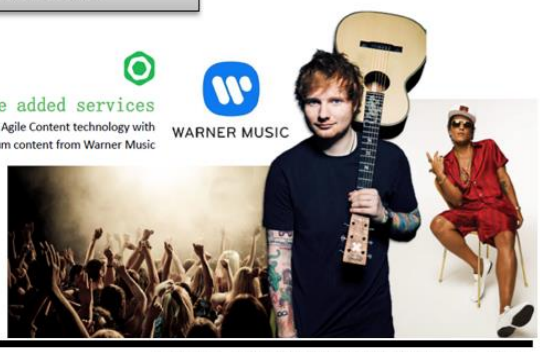
TELECOM

Warner Music

Value added services

ombining Agile Content technology with Premium content from Warner Music

WARNER MUSIC

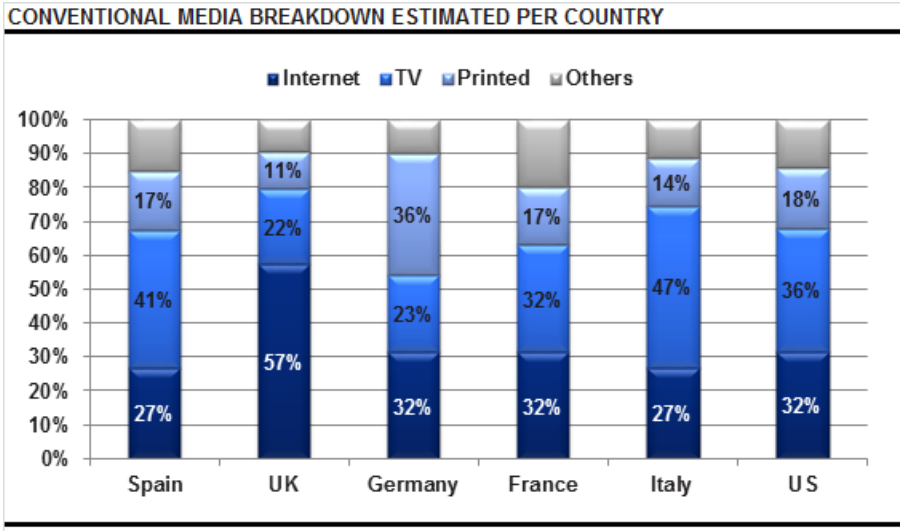


Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Anexo VII. Desayunos en MAD & BCN con el CEO

Tuvimos la oportunidad de contar con Hernán Scapusio, CEO y co-fundador de Agile Content, en sendos desayunos ofrecidos a inversores en nuestras oficinas de Madrid y Barcelona con el fin de tratar las tendencias del sector TMT y consumo de contenidos. Estos fueron los puntos más relevantes a destacar,

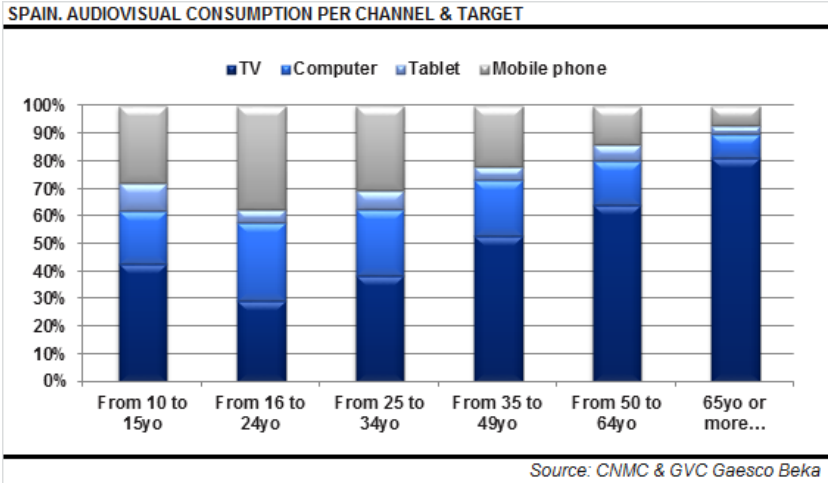
- **Potencia del Addressable-TV**. A medida que los paquetes convergentes son más homogéneos, se hace necesaria en los operadores una plataforma de TV on-demand de calidad para competir. A ello se une el relevante potencial de la Pay-TV en España con un anómalo grado de penetración del 35,8% vs. otros países europeos con niveles superiores al 60%.
- **España, un modelo diferente (share TDT 77% a cierre del 4T17 y audiencia Pay-TV 7,7% 2018 YTD según Barlovento/Infoadex)**. En el caso español, las dinámicas vistas en UK (internet ostenta un 57% de cuota en el mix de medios) están sensiblemente más retrasadas. Según Barlovento (datos de Abril-2018), el visionado diario de TV lineal fue de 241 minutos (235 min lineal incluyendo invitados y 6 min diferido), +1 minuto a/a. El c.70% de las horas visionadas en las plataformas de pago fueron canales FTA.



Source: Companies reports & GVC Gaesco Beka

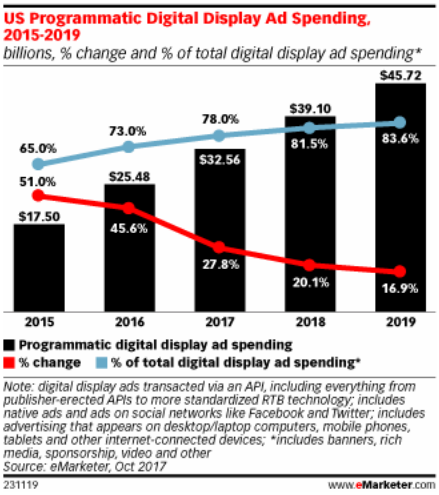
El cada vez más **alto grado de penetración de la banda ancha fija en España** (30% según la CNMC a Enero-18, +1,2 p.p. a/a) junto con la **red más extensa de Europa en FttH/n** (c.37m u.u.i.i pasadas y c.10,2m de HFC a 4T17 según la CNMC) son el caldo de cultivo perfecto para el desarrollo de Agile y plataformas de TV a la carta y tecnológicas.

- **Innegable preferencia de las nuevas generaciones por el visionado de contenidos on-demand y vídeo on-line**. Aunque gran parte de los estudios consultados (TV Media Ericsson ConsumerLab entre otros) muestran un cambio de paradigma en el consumo audiovisual, esta realidad varía por países (tendencias de consumo divergentes) y en función del mix de medios.



A modo de ejemplo, **en EE.UU. la TV tradicional continúa conservando una cuota de mercado c.40%** frente al declive de la TV por cable en favor del IPTV y consumo mediante OTTs como Netflix (efecto bautizado como "cortar el cable"). El escenario es muy distinto en **Alemania, país en el cual la prensa escrita sigue demostrando su fortaleza** (c.36% de cuota); o **Italia/España con un share de TV FTA sobre el mix de medios superior al 40%**. En cualquier caso, los hábitos de consumo están derivando hacia el visionado de contenidos multiplataforma y multicanal con múltiples ventanas incluso de forma simultánea. Para ello, tanto las empresas de medios como los operadores de telecomunicaciones, deberán ser capaces de producir in-house (o llegar a acuerdos ventajosos con terceros) dichos contenidos y estar posicionados de forma eficiente en esas áreas.

- **… y avance de la publicidad programática**. En la actualidad, se está produciendo un **efecto de desintermediación publicitaria** en contra de las agencias. A ello se une una tendencia cada vez más a la baja de las comisiones que éstas cobran a los anunciantes y medios. Según estudios de eMarketer (Nov-2017), **la publicidad programática se dará en el 81,5% de la inversión publicitaria de vídeo digital en EE.UU.** a cierre de este año alcanzando en 2019e más de 4 de cada 5 dólares de publicidad digital en EE.UU. sobre un total de 45,7BnUSD se canalizará por medios automáticos.



- **Aunque no todo es de color de rosa en el mundo digital.** Noticias falsas, robotización que infla los usuarios únicos de las webs, ad-blockers, menor impacto de la publicidad digital vs. medios tradicionales, privacidad y tráfico de datos personales, falta de seguridad, contenidos inadecuados, regulaciones futuras (frente a falta de regulación actual) sensiblemente más restrictivas en la UE vs. tecnológicas/OTTs de modo que se equiparen sus obligaciones a las telcos/media (Mercado Único Digital), fiscalidad, neutralidad de la red,… **Parte de estos inconvenientes pueden solventarse mediante entornos controlados a través de la TV híbrida con plataformas personalizadas y una colaboración entre todos los actores de mercado que contribuirán a acelerar Agile Content.**

Con todo, abogamos por un modelo de negocio intermedio entre la TV de pago (Movistar+, Netflix, TV por cable,…) **y FTA/Free** (TV en abierto, Google, Youtube,…) **que sería capaz de sortear los elevados niveles de piratería en países como España, el control de los contenidos y a la vez dotar a los Grupos de una interacción con anunciantes y espectadores mediante big data y TV programática.** Éste se basaría en una selección freemium (c.3-10EUR/mes) englobando TV lineal y canales especializados junto con funcionalidades asociadas a la Pay-TV y OTTs (almacenamiento de programación/datos, multiplataforma, sugerencias en función de gustos del espectador, publicidad poco intrusiva,…) que permiten reducir el churn.

Anexo VIII. Descripción breve de comparables

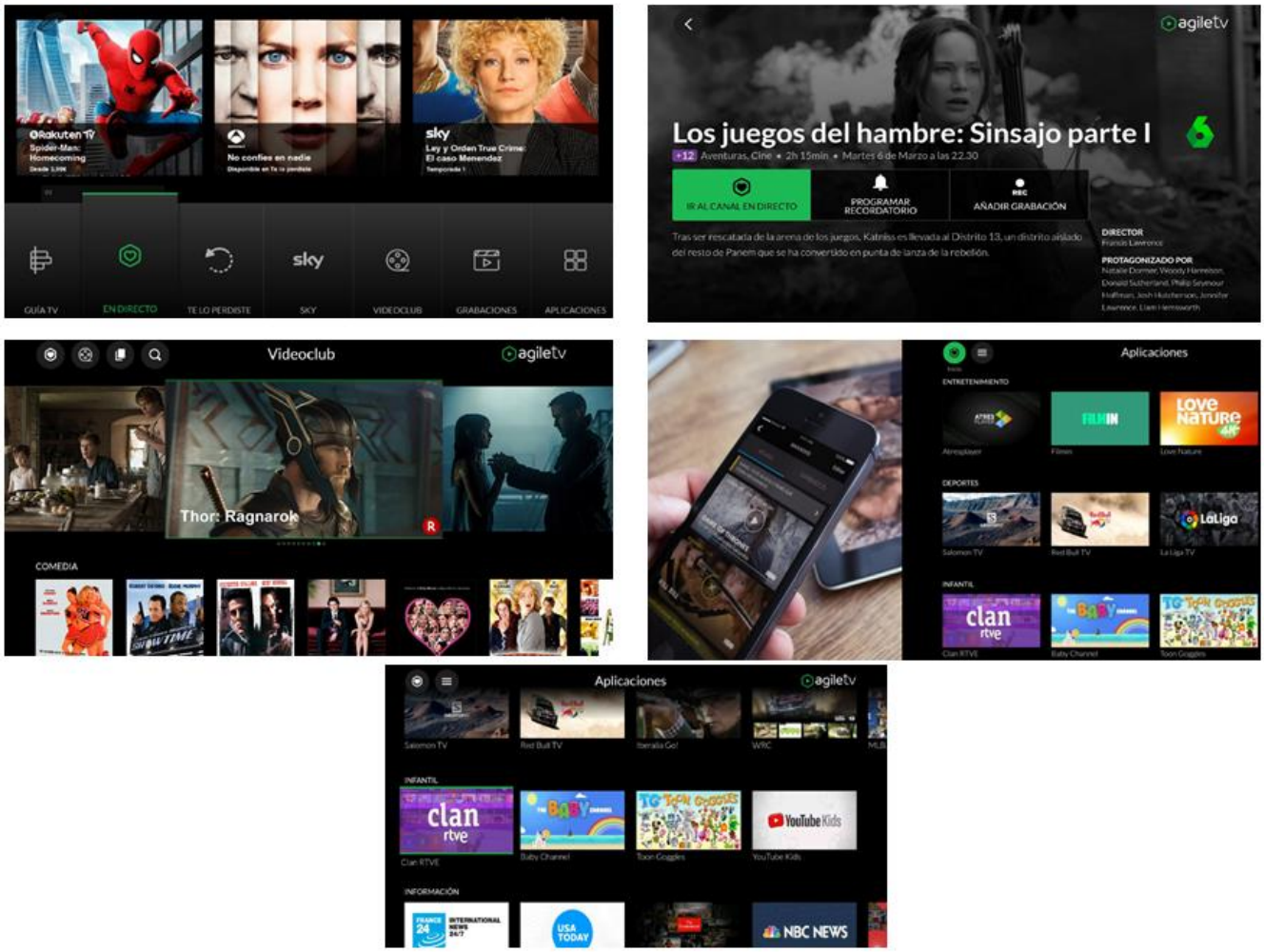
AGILE CONTENT. BRIEF PEERS DESCRIPTION

Company	Description
Brightcove	Brightcove Inc. engages in providing video cloud services. It enables customers to publish and distribute video to Internet-connected devices. Its products comprises of Brightcove Video Cloud, Brightcove Zencoder, Brightcove Once, Brightcove Perform, Brightcove Video Marketing Suite, Brightcove Lift, Brightcove OTT Flow, and Brightcove Enterprise Video Suite. The company founded by Jeremy J. Allaire and Robert Mason on August 24, 2004 and is headquartered in Boston, MA.
Netgem	Netgem SA engages in the provision of solutions to the telecoms industry and services for video entertainment in the connected home. Its solutions include smart multiroom; smooth transition to 4K; end to end TV service; TV estate upgrade; extended OTT reach; and hybrid cable operator upgrade. The company was founded by Joseph Haddad on June 17, 1996 and is headquartered in Courbevoie, France.
Roku	Roku Inc. engages in the provision of a streaming platform for television. It operates through the following business segments: Player and Platform. The Player segment consists of net sales of streaming media players and accessories through retailers and distributors, as well as directly to customers through the company's website. The Platform segment includes fees received from advertisers and content publishers, and from licensing the company's technology and proprietary operating system to service operators. The company was founded by Anthony Wood in October 2002 and is headquartered in Los Gatos, CA.
Trade Desk	The Trade Desk, Inc. provides a technology platform for ad buyers. It offers agencies, aggregators and advertisers technology to manage and display, social, mobile and video advertising campaigns. The company was founded by Jeffrey Terry Green and David Pickles in November 2009 and is headquartered in Ventura, CA.
Espial Group	Espial Group, Inc. engages in the development and marketing of software solutions. It enables video service providers to deploy next-generation, advances video services for all screens. It offers G4 Client Solution, IP Video Back-Office, Elevate Cloud, Smart TV Browser, and Elite Professional Services. The company was founded by Kumanan Yogaratnam and Jaison Dolvane on April 25, 1997 and is headquartered in Ottawa, Canada.
TiVo	TiVo Corp. provides entertainment technology, software, and services. It operates through two segments: Intellectual Property Licensing and Product. The Intellectual Property Licensing segment consists International Patent Group patent licensing to third party guide developers such as multi-channel video service providers, consumer electronics and set-top box manufacturers and interactive television software and program guide providers in the online, over-the-top video, and mobile phone businesses. The Product segment covers licensing of company-developed IPG products and services provided for multi-channel video service providers and CE manufacturers, in-guide advertising revenue, analytics revenue and revenue from licensing Metadata. TiVo was founded on April 28, 2016 and is headquartered in San Carlos, CA.
Anevia	Anevia SA develops and supplies telecom equipment. The firm engages in the creation of software infrastructure for video streaming and the delivery of live television and video-on-demand services. Its products include Flamingo, ViaMotion Edge Server, ViaMotion Infinite and ViaMotion PLUS. The company was founded by Tristan Leteurtre, Damien Lucas, Alexis de Lattre and Brieuc Jeunhomme on June 11, 2003 and is headquartered in Paris, France.
Edgeware	Edgeware AB provides next generation cloud television and video services. It engages in the provision of distributed video delivery network platforms. The firm specializes in the distribution of video and television across the Internet and different devices. The company was founded by Joachim Roos, Kalle Henriksson and Lukas Holm in 2004 and is headquartered in Stockholm, Sweden.
Vista Group	Vista Group International Ltd. operates as a holding company, which engages in the provision of sale, support, and associated development of software for the cinema exhibition industry. Its operations are carried out through the following businesses: Vista Cinema, Veezi, BookMyShow, MACCS International, Movio, Numero, and Share Dimension. The company was founded by Murray Lawrence Holdaway and Brian Cadzow on August 6, 2003 and is headquartered in Newton, New Zealand.

Source: Factset & GVC Gaesco Beka

Anexo IX. Y un "aperitivo" de lo que está por llegar…

AGILE TV. APPEARANCE, PLATFORM, FUNCIONALITIES… OPEN ARCHITECTURE MULTI CHANNEL/CHOICE



Source: Agile Content & GVC Gaesco Beka

Agile Content : Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
Sales	**7.9**	**8.3**	**10.8**	**7.9**	**10.2**	**14.0**
Cost of Sales & Operating Costs	-7.5	-8.0	-10.0	-6.7	-8.5	-10.9
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**0.4**	**0.3**	**0.8**	**1.2**	**1.7**	**3.1**
EBITDA (adj.)*	**0.4**	**0.3**	**0.8**	**1.2**	**1.7**	**3.1**
Depreciation	0.0	-0.2	-3.4	0.0	0.0	0.0
EBITA	**0.4**	**0.1**	**-2.6**	**1.2**	**1.7**	**3.1**
EBITA (adj)*	**0.4**	**0.1**	**-2.6**	**1.2**	**1.7**	**3.1**
Amortisations and Write Downs	-1.6	-1.7	-2.3	-1.9	-2.1	-2.1
EBIT	**-1.1**	**-1.5**	**-4.9**	**-0.7**	**-0.4**	**1.0**
EBIT (adj.)*	**-1.2**	**-1.5**	**-4.9**	**-0.7**	**-0.4**	**1.0**
Net Financial Interest	-0.1	-0.1	-0.2	0.4	-0.4	-0.3
Other Financials	0.0	0.1	-0.1	0.4	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	**-1.3**	**-1.5**	**-5.2**	**0.1**	**-0.7**	**0.7**
Tax	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2
Tax rate	*2.8%*	*2.7%*	*n.m.*	*34.2%*	*0.0%*	*23.0%*
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	**-1.2**	**-1.5**	**-5.2**	**0.0**	**-0.7**	**0.5**
Net Profit (adj.)	**-1.2**	**-1.5**	**-5.2**	**0.0**	**-0.7**	**0.5**

CASH FLOW (EURm)	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
Cash Flow from Operations before change in NWC	0.4	0.3	0.5	2.0	1.4	2.7
Change in Net Working Capital	0.0	0.9	-0.2	0.7	0.2	0.9
Cash Flow from Operations	**0.4**	**1.2**	**0.3**	**2.7**	**1.6**	**3.5**
Capex	-0.9	-1.7	-11.5	-3.1	-2.2	-2.9
Net Financial Investments	-0.9	-1.7	-11.5	-3.1	-0.1	-0.4
Free Cash Flow	**-1.5**	**-2.3**	**-22.6**	**-3.5**	**-0.7**	**0.2**
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	1.6	4.1	5.5	-1.2	0.2	0.3
Change in Net Debt	**0.1**	**1.8**	**-17.1**	**-4.8**	**-0.6**	**0.5**
NOPLAT	-0.9	-1.1	-3.4	-0.5	-0.3	0.7

BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
Net Tangible Assets	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Net Intangible Assets (incl.Goodwill)	6.5	5.8	11.4	10.5	11.4	12.1
Net Financial Assets & Other	1.4	1.5	1.3	2.4	2.4	2.4
Total Fixed Assets	**7.9**	**7.3**	**12.9**	**13.0**	**13.9**	**14.6**
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	2.8	2.8	4.3	1.8	1.8	1.4
Other current assets	0.0	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1
Cash (-)	-0.8	-4.3	-2.4	-1.3	-1.3	-1.3
Total Current Assets	**3.7**	**7.3**	**7.2**	**3.3**	**3.3**	**2.9**
Total Assets	**11.6**	**14.6**	**20.0**	**16.3**	**17.2**	**17.5**
Shareholders Equity	3.9	6.1	6.1	6.2	5.9	5.9
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	3.9	6.1	6.1	6.2	5.9	5.9
Long term interest bearing debt	4.7	4.6	4.4	5.3	3.7	3.9
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Total Long Term Liabilities	**5.0**	**4.8**	**4.5**	**5.5**	**3.9**	**4.0**
Short term interest bearing debt	1.3	1.5	5.8	2.9	2.9	2.9
Trade payables	1.4	2.2	3.5	1.7	2.0	2.4
Other current liabilities	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
Total Current Liabilities	**2.7**	**3.7**	**9.5**	**4.7**	**4.9**	**5.4**
Total Liabilities and Shareholders' Equity	**11.6**	**14.6**	**20.0**	**16.3**	**14.7**	**15.3**
Net Capital Employed	**9.4**	**8.2**	**14.0**	**13.2**	**13.8**	**13.7**
Net Working Capital	**1.5**	**0.6**	**0.8**	**0.1**	**-0.2**	**-1.0**

GROWTH & MARGINS	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
Sales growth		*4.8%*	*30.2%*	*-27.4%*	*30.1%*	*36.9%*
EBITDA (adj.)* growth		***-27.7%***	***191.0%***	***41.5%***	***45.2%***	***78.5%***
EBITA (adj.) growth*		*-65.8%*	*n.m.*	*n.m.*	*45.4%*	*78.5%*
*EBIT (adj)*growth*		*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*

Agile Content : Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
Net Profit growth		*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*
EPS adj. growth		*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*
DPS adj. growth						
EBITDA (adj) margin*	*5.1%*	*3.5%*	*7.8%*	*15.2%*	*17.0%*	*22.1%*
EBITA (adj) margin*	*5.1%*	*1.7%*	*-23.7%*	*15.2%*	*17.0%*	*22.1%*
EBIT (adj) margin*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*n.m.*	*6.9%*

RATIOS	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
Net Debt/Equity	1.3	0.3	1.3	1.1	0.9	0.9
Net Debt/EBITDA	12.1	6.2	9.3	5.8	3.0	1.7
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	4.9	2.9	4.3	n.m.	4.7	10.6
Capex/D&A	60.4%	96.3%	200.3%	160.6%	105.3%	138.0%
Capex/Sales	11.9%	21.0%	105.8%	39.7%	21.7%	21.0%
NWC/Sales	18.6%	7.2%	7.4%	1.1%	-1.5%	-7.4%
ROE (average)		-30.0%	-85.4%	0.8%	-12.4%	8.8%
ROCE (adj.)	-10.6%	-17.3%	-27.7%	-4.9%	-2.3%	6.1%
WACC	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
ROCE (adj.)/WACC	-0.9	-1.4	-2.3	-0.4	-0.2	0.5

PER SHARE DATA (EUR)***	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
Average diluted number of shares	6.2	7.3	9.2	11.3	12.2	13.0
EPS (reported)	-0.20	-0.21	-0.57	0.00	-0.06	0.04
EPS (adj.)	-0.20	-0.21	-0.57	0.00	-0.06	0.04
BVPS	0.64	0.84	0.66	0.54	0.48	0.45
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

VALUATION	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
EV/Sales		1.7	2.1	2.7	2.2	1.6
EV/EBITDA		49.2	27.2	17.7	13.2	7.4
EV/EBITDA (adj.)*		**49.2**	**27.2**	**17.7**	**13.2**	**7.4**
EV/EBITA		103.9	-9.0	17.7	13.2	7.4
EV/EBITA (adj.)*		**103.9**	**-9.0**	**17.7**	**13.2**	**7.4**
EV/EBIT		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	23.9
EV/EBIT (adj.)*		**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**23.9**
P/E (adj.)		**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**n.m.**	**38.1**
P/BV		2.1	2.6	2.7	3.2	3.4
Total Yield Ratio		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE		2.2	1.9	2.0	2.0	2.1
OpFCF yield		-4.0%	-67.5%	-2.5%	-3.1%	2.9%
OpFCF/EV		-3.9%	-48.4%	-2.0%	-2.7%	2.5%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

EV AND MKT CAP (EURm)	12/2014	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e
Price** (EUR)		1.80	1.70	1.45	1.52	1.52
Outstanding number of shares for main stock	6.2	7.8	9.7	11.5	13.2	13.2
Total Market Cap		**14**	**17**	**17**	**20**	**20**
Net Debt	**5**	**2**	**8**	**7**	**5**	**5**
o/w Cash & Marketable Securities (-)	*-1*	*-4*	*-2*	*-1*	*-1*	*-1*
o/w Gross Debt (+)	*6*	*6*	*10*	*8*	*7*	*7*
Other EV components	**-1**	**-2**	**-1**	**-2**	**-2**	**-2**
Enterprise Value (EV adj.)		**14**	**23**	**21**	**23**	**23**

Source: Company, GVC Gaesco Beka estimates.

Notes

** Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj)= EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj)= EBIT-/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation*

***Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years*

Sector: Software & Computer Services/Software & Computer Services

Company Description: Agile Content is a technological Company that offers cloud-based solutions to media companies, telecom enterprises and corporations. Agile's solutions, focused towards the transformations of business to digital, cover the complete livecycle of multimedia contents, facilitating content creation and distribution to any destination from mobile, social media and websites. Agile Content assists its clients in maximizing the visits and revenue thanks to its sophisticated big data technology, which facilitates automatically offering relevant contents and advertising through the analysis of the user's interests, behavior and profile. Its technological leadership and potential for growth has been acknowledged in the prestigious Gartner report, which situates the company among the best 18 enterprises in video management, being the only Hispanic company in the report.

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)
Airbus Se	CIC
Dassault Aviation	CIC
Latecoere	CIC
Leonardo	BAK
Lisi	CIC
Mtu Aero Engines	EQB
Ohb Se	EQB
Rheinmetall	EQB
Safran	CIC
Thales	CIC
Alternative Energy	**Mem(*)**
Daldrup & Soehne	EQB
Siemens Gamesa Re	GVC
Sif Group	NIBC
Solaria	GVC
Automobiles & Parts	**Mem(*)**
Bittium Corporation	OPG
Bmw	EQB
Brembo	BAK
Continental	EQB
Daimler Ag	EQB
Elringklinger	EQB
Ferrari	BAK
Fiat Chrysler Automobiles	BAK
Hella Gmbh & Co. Kgaa	EQB
Indelb	BAK
Kamux	OPG
Landi Renzo	BAK
Leoni	EQB
Nokian Tyres	OPG
Norma Group	EQB
Piaggio	BAK
Pwo	EQB
Schaeffler	EQB
Sogefi	BAK
Stabilus	EQB
Stern Groep	NIBC
Volkswagen	EQB
Banks	**Mem(*)**
Aareal Bank	EQB
Aktia	OPG
Alpha Bank	IBG
Banca Carige	BAK
Banca Mps	BAK
Banco Sabadell	GVC
Banco Santander	GVC
Bankia	GVC
Bankinter	GVC
Bbva	GVC
Bcp	CBI
Bper	BAK
Bpi	CBI
Caixabank	GVC
Commerzbank	EQB
Credem	BAK
Credit Agricole Sa	CIC
Creval	BAK
Deutsche Bank	EQB
Deutsche Pfandbriefbank	EQB
Eurobank	IBG
Intesa Sanpaolo	BAK
Liberbank	GVC
Mediobanca	BAK
Merkur Bank	EQB
National Bank Of Greece	IBG
Natixis	CIC
Nordea	OPG
Piraeus Bank	IBG
Poste Italiane	BAK
Procredit Holding	EQB
Rothschild & Co	CIC
Societe Generale	CIC
Ubi Banca	BAK
Unicredit	BAK
Basic Resources	**Mem(*)**
Acerinox	GVC
Altri	CBI
Arcelormittal	GVC
Corticeira Amorim	CBI
Ence	GVC
Europac	GVC
Metka	IBG
Metsä Board	OPG
Mytilineos	IBG
Outokumpu	OPG
Ramada	CBI
Semapa	CBI
Ssab	OPG
Stora Enso	OPG
Surteco	EQB
The Navigator Company	CBI
Tubacex	GVC
Upm-Kymmene	OPG
Chemicals	**Mem(*)**
Air Liquide	CIC
Arkema	CIC
Avantium	NIBC
Brenntag	EQB
Fuchs Petrolub	EQB
Holland Colours	NIBC
Imcd	NIBC
Kemira	OPG
Kws Saat	EQB
Lanxess	EQB
Linde	EQB
Siegfried Holding Ag	EQB
Symrise Ag	EQB
Tikkurila	OPG
Electronic & Electrical Equipment	**Mem(*)**
Euromicron Ag	EQB
Neways Electronics	NIBC
Pkc Group	OPG
Rexel	CIC
Vaisala	OPG
Viscom	EQB
Financial Services	**Mem(*)**
Amundi	CIC
Anima	BAK
Athex Group	IBG
Azimut	BAK
Banca Farmafactoring	BAK
Banca Generali	BAK
Banca Ifis	BAK
Banca Sistema	BAK
Bb Biotech	EQB
Bolsas Y Mercados Espanoles Sa	GVC
Capman	OPG
Cir	BAK
Comdirect	EQB
Corestate Capital Holding S.A.	EQB
Corp. Financiera Alba	GVC
Digital Magics	BAK
Dobank	BAK
Dws	EQB
Eq	OPG
Eurazeo	CIC
Eyemaxx Real Estate	EQB
Ferratum	EQB
Ffp	CIC
Finecobank	BAK
Grenke	EQB
Hypoport Ag	EQB
Mlp	EQB
Ovb Holding Ag	EQB
Patrizia	EQB
Rallye	CIC
Tip Tamburi Investment Partners	BAK
Unipol Gruppo Finanziario	BAK
Wendel	CIC
Food & Beverage	**Mem(*)**
Acomo	NIBC
Atria	OPG
Campari	BAK
Coca Cola Hbc Ag	IBG
Corbion	NIBC
Danone	CIC
Ebro Foods	GVC
Enervit	BAK
Fleury Michon	CIC
Forfarmers	NIBC
Heineken	NIBC
Hkscan	OPG
La Doria	BAK
Lanson-Bcc	CIC
Laurent Perrier	CIC
Ldc	CIC
Lucas Bols	NIBC
Massimo Zanetti	BAK
Naturex	CIC
Olvi	OPG
Orsero	BAK
Pernod Ricard	CIC
Raisio	OPG
Refresco Group	NIBC
Remy Cointreau	CIC
Suedzucker	EQB
Takeaway.Com	NIBC
Telepizza	GVC
Vapiano	EQB
Vidrala	GVC
Vilmorin	CIC
Viscofan	GVC
Vranken Pommery Monopole	CIC
Wessanen	NIBC
Food & Drug Retailers	**Mem(*)**
Ahold Delhaize	NIBC
Carrefour	CIC
Casino Guichard-Perrachon	CIC
Ceconomy Ag	EQB
Dia	GVC
Jeronimo Martins	CBI
Kesko	OPG
Marr	BAK
Metro Ag	EQB
Sligro	NIBC
Sonae	CBI

General Industrials	Mem(*)
2G Energy	EQB
Aalberts	NIBC
Accell Group	NIBC
Ahlstrom	OPG
Arcadis	NIBC
Aspo	OPG
Cembre	BAK
Huhtamäki	OPG
Kendrion	NIBC
Nedap	NIBC
Pöyry	OPG
Prelios	BAK
Saf-Holland	EQB
Serge Ferrari Group	CIC
Tkh Group	NIBC

General Retailers	Mem(*)
Beter Bed Holding	NIBC
Elumeo Se	EQB
Fielmann	EQB
Fnac Darty	CIC
Folli Follie Group	IBG
Fourlis Holdings	IBG
Grandvision	NIBC
Hornbach Holding	EQB
Inditex	GVC
Jumbo	IBG
Ovs	BAK
Rapala	OPG
Stockmann	OPG
Takkt Ag	EQB
Tokmanni	OPG
Unieuro	BAK
Windeln.De	EQB
Yoox Net-A-Porter	BAK
Zalando	EQB

Healthcare	Mem(*)
4Sc	EQB
Abivax	NIBC
Advicenne	NIBC
Amplifon	BAK
Bayer	EQB
Biotest	EQB
Diasorin	BAK
El.En.	BAK
Epigenomics Ag	EQB
Genfit	CIC
Gerresheimer Ag	EQB
Guerbet	CIC
Heidelberg Pharma	EQB
Korian	CIC
Merck	EQB
Oriola-Kd	OPG
Orion	OPG
Orpea	CIC
Pihlajalinna	OPG
Recordati	BAK
Silmaasema	OPG
Terveystalo	OPG

Household Goods	Mem(*)
De Longhi	BAK
Elica	BAK
Fila	BAK
Maisons Du Monde	CIC
Philips Lighting	NIBC

Industrial Engineering	Mem(*)
Accsys Technologies	NIBC
Aixtron	EQB
Alstom	CIC
Ansaldo Sts	BAK
Biesse	BAK
Caf	GVC
Cargotec Corp	OPG
Carraro	BAK
Cnh Industrial	BAK
Danieli	BAK
Datalogic	BAK
Deutz Ag	EQB
Duerr	EQB
Emak	BAK
Envipco	NIBC
Exel Composites	OPG
Fincantieri	BAK
Gea Group	EQB
Gesco	EQB
Heidelberger Druck	EQB
Ima	BAK
Indus Holding Ag	EQB
Interpump	BAK
Koenig & Bauer	EQB
Kone	OPG
Konecranes	OPG
Krones Ag	EQB
Manitou	CIC
Manz Ag	EQB
Max Automation Ag	EQB
Metso Corporation	OPG
Outotec	OPG
Pfeiffer Vacuum	EQB
Ponsse	OPG
Prima Industrie	BAK
Prysmian	BAK
Schaltbau Holding Ag	EQB
Smt Scharf Ag	EQB
Talgo	GVC
Technotrans	EQB
Valmet	OPG
Wacker Neuson Se	EQB
Wärtsilä	OPG
Zardoya Otis	GVC

Industrial Transportation	Mem(*)
Bollore	CIC
Ctt	CBI
Logwin	EQB

Insurance	Mem(*)
Allianz	EQB
Axa	CIC
Banca Mediolanum	BAK
Cattolica Assicurazioni	BAK
Generali	BAK
Hannover Re	EQB
Mapfre Sa	GVC
Munich Re	EQB
Sampo	OPG
Talanx Group	EQB
Unipolsai	BAK

Materials, Construction & Infrastructure	Mem(*)
Abertis	GVC
Acs	GVC
Aena	GVC
Aeroports De Paris	CIC
Astaldi	BAK
Atlantia	BAK
Boskalis Westminster	NIBC
Buzzi Unicem	BAK
Caverion	OPG
Cramo	OPG
Eiffage	CIC
Ellaktor	IBG
Eltel	OPG
Ezentis	GVC
Fcc	GVC
Ferrovial	GVC
Heidelberg Cement Ag	CIC
Heijmans	NIBC
Imerys	CIC
Lafargeholcim	CIC
Lehto	OPG
Lemminkäinen	OPG
Maire Tecnimont	BAK
Mota Engil	CBI
Obrascon Huarte Lain	GVC
Ramirent	OPG
Royal Bam Group	NIBC
Sacyr	GVC
Saint Gobain	CIC
Salini Impregilo	BAK
Sias	BAK
Sonae Industria	CBI
Srv	OPG
Tarkett	CIC
Thermador Groupe	CIC
Titan Cement	IBG
Trevi	BAK
Uponor	OPG
Vicat	CIC
Vinci	CIC
Volkerwessels	NIBC
Yit	OPG

Media	Mem(*)
Alma Media	OPG
Arnoldo Mondadori Editore	BAK
Atresmedia	GVC
Axel Springer	EQB
Brill	NIBC
Cairo Communication	BAK
Cofina	CBI
Cts Eventim	EQB
Digital Bros	BAK
Gedi Gruppo Editoriale	BAK
Gl Events	CIC
Impresa	CBI
Iol	BAK
Ipsos	CIC
Jcdecaux	CIC
Lagardere	CIC
M6-Metropole Television	CIC
Mediaset	BAK
Mediaset Espana	GVC
Notorious Pictures	BAK
Nrj Group	CIC
Publicis	CIC
Rcs Mediagroup	BAK
Relx	NIBC
Rtl Group	EQB
Sanoma	OPG
Solocal Group	CIC
Spir Communication	CIC
Syzygy Ag	EQB
Teleperformance	CIC
Tf1	CIC
Ubisoft	CIC
Vivendi	CIC
Wolters Kluwer	NIBC
Xing Ag	EQB

Oil & Gas Producers	Mem(*)
Eni	BAK
Galp Energia	CBI
Gas Plus	BAK
Hellenic Petroleum	IBG
Maurel Et Prom	CIC
Motor Oil	IBG
Neste Corporation	OPG
Qgep	CBI
Repsol	GVC
Total	CIC
Oil Services	**Mem(*)**
Bourbon	CIC
Cgg	CIC
Fugro	NIBC
Rubis	CIC
Saipem	BAK
Sbm Offshore	NIBC
Technipfmc Plc	CIC
Tecnicas Reunidas	GVC
Tenaris	BAK
Vallourec	CIC
Vopak	NIBC
Personal Goods	**Mem(*)**
Adidas	EQB
Adler Modemaerkte	EQB
Amer Sports	OPG
Basicnet	BAK
Cie Fin. Richemont	CIC
Geox	BAK
Gerry Weber	EQB
Hermes Intl.	CIC
Hugo Boss	EQB
Kering	CIC
Luxottica	BAK
Lvmh	CIC
Marimekko	OPG
Moncler	BAK
Puma	EQB
Safilo	BAK
Salvatore Ferragamo	BAK
Sarantis	IBG
Swatch Group	CIC
Technogym	BAK
Tod'S	BAK
Real Estate	**Mem(*)**
Adler Real Estate	EQB
Beni Stabili	BAK
Citycon	OPG
Demire	EQB
Deutsche Euroshop	EQB
Grivalia	IBG
Hispania Activos Inmobiliarios	GVC
Igd	BAK
Lar España	GVC
Merlin Properties	GVC
Realia	GVC
Technopolis	OPG
Wcm Ag	EQB
Software & Computer Services	**Mem(*)**
Affecto	OPG
Akka Technologies	CIC
Alten	CIC
Altran	CIC
Assystem	CIC
Atos	CIC
Axway Software	CIC
Basware	OPG
Comptel	OPG
Ctac	NIBC
Digia Plc	OPG
Econocom	CIC
Esi Group	CIC
Exprivia	BAK
F-Secure	OPG
Gft Technologies	EQB
Ict Group	NIBC
Indra Sistemas	GVC
Nemetschek Se	EQB
Neurones	CIC
Nexus Ag	EQB
Novabase	CBI
Ordina	NIBC
Psi Software Ag	EQB
Reply	BAK
Rib Software	EQB
Rovio Entertainment	OPG
Scout24	EQB
Seven Principles Ag	EQB
Sii	CIC
Software Ag	EQB
Sopra Steria Group	CIC
Tieto	OPG
Tomtom	NIBC
Support Services	**Mem(*)**
Amadeus	GVC
Asiakastieto Group	OPG
Batenburg	NIBC
Cellnex Telecom	GVC
Dpa	NIBC
Ei Towers	BAK
Enav	BAK
Fiera Milano	BAK
Inwit	BAK
Lassila & Tikanoja	OPG
Openjobmetis	BAK
Rai Way	BAK
Technology Hardware & Equipment	**Mem(*)**
Asm International	NIBC
Asml	NIBC
Besi	NIBC
Ericsson	OPG
Gigaset	EQB
Nokia	OPG
Roodmicrotec	NIBC
S&T Ag	EQB
Slm Solutions	EQB
Stmicroelectronics	BAK
Suess Microtec	EQB
Teleste	OPG
Va-Q-Tec	EQB
Telecommunications	**Mem(*)**
1&1Drillisch Ag	EQB
Acotel	BAK
Bouygues	CIC
Deutsche Telekom	EQB
Dna	OPG
Elisa	OPG
Euskaltel	GVC
Freenet	EQB
Iliad	CIC
Kpn Telecom	NIBC
Masmovil	GVC
Nos	CBI
Orange	CIC
Ote	IBG
Retelit	BAK
Tele Columbus	EQB
Telecom Italia	BAK
Telefonica	GVC
Telefonica Deutschland	EQB
Telia	OPG
Tiscali	BAK
United Internet	EQB
Vodafone	BAK
Travel & Leisure	**Mem(*)**
Accor	CIC
Aegean Airlines	IBG
Air France Klm	CIC
Autogrill	BAK
Beneteau	CIC
Compagnie Des Alpes	CIC
Elior	CIC
Europcar	CIC
Finnair	OPG
Gamenet	BAK
I Grandi Viaggi	BAK
Ibersol	CBI
Int. Airlines Group	GVC
Intralot	IBG
Kotipizza	OPG
Melia Hotels International	GVC
Nh Hotel Group	GVC
Opap	IBG
Snaitech	BAK
Snowworld	NIBC
Sodexo	CIC
Sonae Capital	CBI
Trigano	CIC
Utilities	**Mem(*)**
Acciona	GVC
Acea	BAK
Albioma	CIC
Direct Energie	CIC
Edp	CBI
Edp Renováveis	CBI
Enagas	GVC
Endesa	GVC
Enel	BAK
Erg	BAK
Eydap	IBG
Falck Renewables	BAK
Fortum	OPG
Gas Natural Fenosa	GVC
Hera	BAK
Iberdrola	GVC
Iren	BAK
Italgas	BAK
Public Power Corp	IBG
Red Electrica De Espana	GVC
Ren	CBI
Snam	BAK
Terna	BAK

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CM CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Beksa, SV, SA; EQB: equinet bank; IBG: Investment Bank of Greece, NIBC: NIBC Bank N.V: OPG: OP Corporate Bank:;as of 4th April 2018

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Stefan Augustin	EQB	+49-69-58997-430	stefan.augustin@equinet-ag.de
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt
Winfried Becker	EQB	+49 69 58997-416	winfried.becker@equinet-ag.de
Javier Bernat	GVC	+34 91 436 7816	javier.bernat@gvcgaesco.es
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cmcic.fr
Rafael Bonardell	GVC	+34 91 436 78 71	rafael.bonardell@gvcgaesco.es
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cmcic.fr
Christian Bruns	EQB	+49 69 58997 415	christian.bruns@equinet-ag.de
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Niclas Catani	OPG	+358 10 252 8780	niclas.catani@op.fi
Pierre Chedeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cmcic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cmcic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cmcic.fr
Edwin de Jong	NIBC	+312 0 5508569	edwin.de.jong@nibc.com
Martijn den Drijver	NIBC	+312 0 5508636	martijn.den.drijver@nibc.com
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cmcic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Eduardo Garcia Arguelles	GVC	+34 914 367 810	eduardo.garciaarguelles@gvcgaesco.es
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcic.fr
Philipp Häßler, CFA	EQB	+49 69 58997 414	philipp.haessler@equinet-ag.de
Simon Heilmann	EQB	+49 69 58 997 413	simon.heilmann@equinet-ag.de
Dr. Knud Hinkel, CFA	EQB	+ 49 69 58997 419	knud.hinkel@equinet-ag.de
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 87	ebrahim.homani@cmcic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Mark Josefson	EQB	+4969-58997-437	mark.josefson@equinet-ag.de
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cmcic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Katharina Mayer	EQB	+49 69 58997-432	katharina.mayer@equinet-ag.de
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cmcic.fr
Marietta Miemietz CFA	EQB	+49-69-58997-439	marietta.miemietz@equinet-ag.de
Dustin Mildner	EQB	+49 69 58997-438	dustin.mildner@equinet-ag.de
Henri Parkkinen	OPG	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@op.fi
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvcgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cmcic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcic.fr
Francesco Previtera	BAK	+39 02 4344 4033	francesco.previtera@bancaakros.it
Jari Raisanen	OPG	+358 10 252 4504	jari.raisanen@op.fi
Hannu Rauhala	OPG	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@op.fi
Matias Rautionmaa	OPG	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@op.fi
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cmcic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvcgaesco.es
John David Roeg	NIBC	+31 (0)20 550 86 46	John.David.Roeg@nibc.com
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cmcic.fr
Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Zafer Rüzgar	EQB	+49 69 58 99 74 12	zafer.ruezgar@equinet-ag.de
Antti Saari	OPG	+358 10 252 4359	antti.saari@op.fi
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Tim Schuldt, CFA	EQB	+49 69 5899 7433	tim.schuldt@equinet-ag.de
Cengiz Sen	EQB	+4969 58997 435	cengiz.sen@equinet-ag.de
Pekka Spolander	OPG	+358 10 252 4351	pekka.spolander@op.fi
Kimmo Stenvall	OPG	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@op.fi
Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsviriadi@ibg.gr
Manuel Tanzer, CFA	EQB	+49 69 58997-418	manuel.tanzer@equinet-ag.de
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it
Johan van den Hooven	NIBC	+312 0 5508518	johan.van.den.hooven@nibc.com
Dylan van Haaften	NIBC	+312 0 611915485	Dylan.van.Haaften@nibc.com
Sebastian Winkler	NIBC	+31 6 21 16 17 94	sebastian.winkler@nibc.com

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.valores.gvcgaesco.es and our offices

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Beka S.V., S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Beka S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, GVC Gaesco Beka S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Beka S.V., S.A., and the mentioned companies.

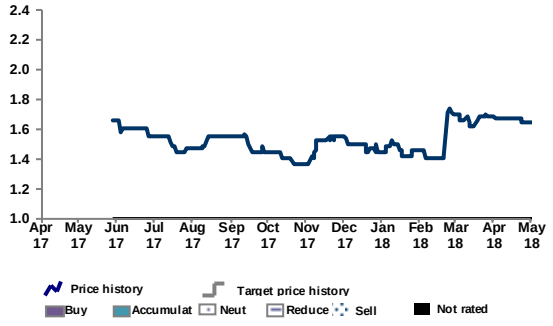
As of the date of this report, GVC Gaesco Beka S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Bioorganic Research Services; Carbures Europa SA; Clever Global SA, Euroespes, S.A., Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A. Trajano Iberia Socimi, SA; Obsido Socimi SA; Eurona Telecom SA; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Catenon SA; Mercal Inmuebles Socimi SA; Neuron Bio SA; Neol Biosolutions SA, Student Properties Spain (SOCIMI); Solaria Casiopea (MARF bonds); Atrys Health.
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Solaria (Globalsol Villanueva);
- has, during the last year, performed a significant amount of business with: Bankia; Ferrovial, Codere.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which GVC Gaesco Beka S.V.,S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: CaixaBank S.A., Grupo Ezentis S.A.
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Indra Sistemas; Melia Hotels International.
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services and in return, GVC Gaesco Beka receives a compensation. These reports have been or could have been previously shown to the companies: Agile Content, Atrys Health.

Recommendation history for AGILE CONTENT

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
28-May-18	Buy	2.40	1.52

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.
This chart shows GVC Gaesco Beka continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Eduardo Garcia Arguelles (since 00/00/0000)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.

The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B), Accumulate (A), Neutral (N), Reduce (R) and Sell (S)**.

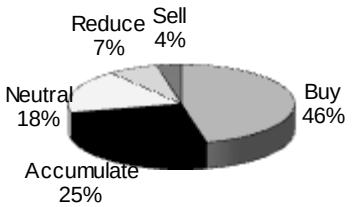
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy**: the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12 months time horizon
- **Neutral**: the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12 months time horizon
- **Reduce**: the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12 months time horizon
- **Sell**: the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended**: the rating is suspended due to a change of analyst covering the stock or a capital operation (take-over bid, SPO, …) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved
- **Not Rated**: there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

Certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website Link
Date and time of production: *29 May 15:25 CET*
First date and time of dissemination: *29 May 15:30 CET*

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc. (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website (http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access/insite)

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Member

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cmcicms.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.equinet-ag.de regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

www.ibg.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.nibc.com regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

www.op.fi regulated by the Financial Supervision Authority

www.valores.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)

Banca Akros S.p.A.
Viale Eginardo, 29
20149 MILANO
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302

GVC Gaesco Beka, SV, SA
C/ Marques de Villamagna 3
28001 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813

Caixa-Banco de Investimento
Avenida João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 73 00
Fax: +351 21 389 68 98

Investment Bank of Greece
32 Aigialeias Str & Paradissou,
151 25 Maroussi,
Greece
Phone: +30 210 81 73 383

CM - CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris
Cedex 09
France
Phone: +33 1 53 48 81 93

NIBC Bank N.V.
Gustav Mahlerlaan 348
P.O.Box 235
1082 ME Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064

equinet Bank AG
Gräfstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone:+49 69 – 58997 – 212
Fax:+49 69 – 58997 – 299

OP Corporate Bank plc
P.O.Box 308
Teollisuuskatu 1, 00013 Helsinki
Finland
Phone: +358 10 252 011
Fax: +358 10 252 2703