

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Fecha del informe: 22 abr 2021

Hora distribución: 13:00

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 24,80 (21 abr 2021)

Cuatroochenta (480S), es una compañía tecnológica dedicada al diseño, desarrollo e implantación de software cloud (bajo modelo SaaS) y ciberseguridad, con productos propios enfocados a la optimización de procesos específicos del entorno empresarial. Sus ingresos fuera de España representan c. del 25% (esencialmente Latam). Desde noviembre de 2020 cotiza en BME Growth. El equipo directivo controla c. 75% del capital.

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	55,2	66,4
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	59,1	71,1
Número de Acciones (Mn)	2,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	28,20 / 22,90 / 13,30	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽²⁾	n.s.	
Refinitiv / Bloomberg	480S.MC / 480S SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁷⁾

Familia Montesinos	22,8
Sergio Aguado Gonzalez	22,0
Alfredo Cebrián Fuertes	21,1
Grupo Pavasal	6,0
Free Float	24,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,2	2,2	2,2	2,2
Total Ingresos	11,8	15,1	17,2	19,7
EBITDA Rec. ⁽³⁾	1,5	2,0	2,3	2,9
% Var.	31,2	32,8	16,5	24,7
% EBITDA Rec./Ing.	12,7	13,2	13,5	14,7
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	11,7	19,1	16,4	14,7
Beneficio neto	0,2	1,0	1,2	1,7
BPA (EUR)	0,11	0,45	0,55	0,75
% Var.	866,7	309,1	21,9	37,2
BPA ord. (EUR)	0,37	0,45	0,55	0,75
% Var.	39,3	20,4	21,9	37,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	1,7	1,1	1,3	1,7
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,5	5,7	4,4	2,7
DN / EBITDA Rec.(x)	2,3	2,8	1,9	0,9
ROE (%)	6,8	16,5	16,6	19,0
ROCE (%) ⁽⁵⁾	9,1	9,7	9,8	13,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	55,4	45,4	33,1
PER Ordinario	66,7	55,4	45,4	33,1
P/BV	10,3	8,2	7,0	5,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	5,00	3,91	3,44	3,00
EV/EBITDA Rec.	39,3	29,6	25,4	20,4
EV/EBIT	n.a.	41,0	34,2	25,9
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	3,0	2,1	2,3	3,2

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) 480S presenta sus estados financieros en base PGC, no viéndose afectado por la aplicación de la NIIF 16.

(4) Sector: TRBC Europe Technology Index.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(7) Otros: Santiago Gimeno 4,1%.

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

En el “lugar” correcto, en el momento adecuado

UNA “HISTORIA DE CRECIMIENTO” (APOYADA EN EL M&A)... Desde 2019, 480S ha desarrollado una intensa actividad de M&A con la que ha integrado pequeños jugadores con productos de software propio (bajo modelo SaaS), y con fácil encaje dentro de su negocio (con un claro enfoque hacia la optimización de procesos). Lo que ha permitido a 480S: (i) materializar un importante “salto” en tamaño (sin “estresar” en exceso su rentabilidad), (ii) reforzar su cartera de productos y plataformas propias (la entrada en ciberseguridad es un ejemplo) y (iii) ampliar su presencia geográfica (c. 25% de sus ingresos ya se generarían fuera de España).

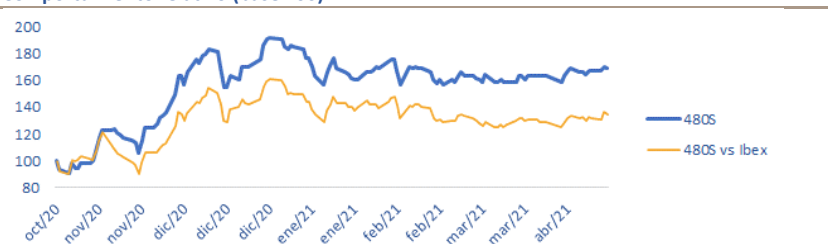
...QUE ESPERAMOS QUE CONTINÚE. Por varias razones: (i) producto propio que elude la comoditización, (ii) con una base de ingresos recurrentes elevada, (iii) sobre un negocio muy escalable y (iv) todo ello apoyado sobre la propia inercia de un mercado en plena fase de crecimiento (SaaS y ciberseguridad).

SI PONEMOS LA VISTA EN 2023e... el escenario que planteamos debiera permitir a 480S consolidar niveles de ingresos de c. EUR 20Mn (+18,5% TACC 2020-2023e), hasta alcanzar c. EUR 3Mn en EBITDA (+24,5% TACC 2020-2023e). Y con una capacidad de generación de caja que dejaría el apalancamiento por debajo de 1x DN/EBITDA en 2023e (desde 2,8x en 2021e).

...EL EQUITY STORY ES CLARO: 480S se posiciona como una compañía en la que lo visto en los últimos tres años (crecimiento rentable; manteniendo unas métricas de apalancamiento razonables), apunta a un posible “salto” (racional) en tamaño y valor en el largo plazo (más allá de 2023e).

UNA OPCIÓN (CREÍBLE, RACIONAL) DE “JUGAR” LA TRANSFORMACIÓN DIGITAL DE LAS EMPRESAS. Teóricamente, 480S estaría en el “lugar” correcto (SaaS y ciberseguridad), en el momento adecuado (el Covid-19 no ha hecho más que acelerar la transformación digital; hoy una tendencia imparable). Nuestras estimaciones 2021e cotizarían a un EV/Vtas de 3,9x, que se reduce hasta c. 3x en 2023e (vs c. 8x de la industria de software). Lo que apunta a una posible reserva de valor (aunque condicionada a que el modelo de negocio aporte durante los próximos años lo que sobre el papel parece factible).

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	6,0	-4,6	n.a.	-12,1	n.a.	n.a.
vs Ibox 35	5,6	-9,1	n.a.	-16,7	n.a.	n.a.
vs Ibox Small Cap Index	9,9	-8,6	n.a.	-16,0	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	2,3	-13,2	n.a.	-21,4	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	0,3	-10,4	n.a.	-21,2	n.a.	n.a.

Cuatroochenta (480S) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.120 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Conclusiones

Una manera (creíble, racional) de “jugar” la imparable transformación digital de las empresas

Incorporada a BME Growth en noviembre de 2020, 480S es una pequeña tecnológica de soluciones de software de nicho, que ha materializado un importante salto en tamaño durante los últimos dos años (apoyando su crecimiento sobre una intensa actividad de M&A). Nos encontramos, por tanto, ante una “historia de crecimiento”. Los números proforma explican con sencillez lo ocurrido (basta con comparar el nivel de ingresos generado en 2020 vs 2018: EUR 11,8Mn vs EUR 2Mn). Y plantean, a su vez, tres preguntas esenciales: ¿lo visto hasta ahora es sostenible? ¿qué debe esperarse para su futuro más próximo (2021e-2023e) en términos de resultado operativo y generación de caja? Y, la última, pero quizás también la más importante, ¿qué podemos esperar de un negocio como el de 480S en el más largo plazo?

A) 2018-2020: “despegue” del negocio (apoyado sobre el M&A)

2018-2020: Un salto en tamaño muy relevante (Ingresos proforma 2020: EUR 11,8Mn)...

Fundada en 2011 como una compañía de desarrollo de software empresarial a medida, y con un negocio aún incipiente (“cuasi startup”), 480S inicia en 2019 una intensa actividad de M&A ejecutando una estrategia de consolidación “hacia abajo” (con cinco adquisiciones entre 2019 y 2020), integrando pequeños jugadores con productos de software propios, y de nicho, con fácil encaje en el modelo de negocio de 480S. Una estrategia de crecimiento que permite a 480S cambiar en tres direcciones durante el período 2018-2020:

... sin “estresar” en exceso los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA 2020: c. 13%)

- **Cambio de escala (sin “estresar” en exceso la rentabilidad):** 480S alcanza un nivel de ingresos proforma de EUR 11,8Mn en 2020. Lo que implica un “salto” en tamaño muy relevante, permitiendo llevar el negocio de la compañía a otra dimensión (vs Ingresos de c. EUR 2Mn en 2018). Y con capacidad de generar EBITDA positivo (EUR 1,5Mn en 2020; Mg. EBITDA c. 13%); pese a encontrarse aún en plena fase de crecimiento (algo muy poco habitual en las startups del sector tecnológico).
- **Negocio.** Diversificando su actividad más allá del desarrollo de software a medida con: (i) soluciones de software propias (bajo modelo SaaS) como ChekingPlan (adquirida en 2019) o Fama (adquirida en marzo 2021), (ii) nuevos servicios, incluyendo en su oferta la implantación del ERP Dynamics 365 Business Central de Microsoft y (iii) entrada en Ciberseguridad, lo que permite ampliar la presencia de 480S a lo largo de la cadena de valor de los procesos de transformación digital empresariales.
- **Presencia geográfica.** A cierre de 2020 los ingresos fuera de España representaban c. 25% s/Vtas (frente a un negocio tradicionalmente local a comienzos de 2019), siendo Panamá y Colombia los principales destinos de sus ventas fuera de España. Hoy, Latam se posiciona como una de las mayores oportunidades de 480S para expandir su negocio.

Manteniendo unas métricas de apalancamiento razonables (DN/EBITDA 2020: 2,3x)

En definitiva, 2020 supone un claro punto de inflexión para 480S. Y en el arranque de 2021, la “foto” es la de una compañía que: (i) ha materializado un importante salto en tamaño (Ingresos 2020 proforma: EUR 11,8Mn vs EUR 2Mn en 2018), (ii) sin estresar de forma excesiva sus niveles de rentabilidad (EBITDA 2020: EUR 1,5Mn; Mg. EBITDA Rec. 13%) y (iii) sin sobre apalancar su estructura financiera (DN/EBITDA 2020: 2,3x; incluyendo pagos pendientes por M&A).

B) 2021e-2023e: fuerte (y creíble) crecimiento en ingresos. Manteniendo márgenes (en el peor de los casos...)

Un negocio con capacidad de seguir creciendo, ¿por qué? La estrategia ejecutada durante los dos últimos años no sólo permite a 480S “despegar” en ingresos, sino que aporta los “mimbres” necesarios sobre los que apoyar el crecimiento esperado en los próximos años. Las principales palancas sobre las que consideramos que se apoyará el negocio de 480S durante el período 2021e-2023e son las siguientes:

- **Base de ingresos recurrente.** Las soluciones y productos propios de 480S están enfocados a optimizar tareas y procesos muy específicos dentro del entorno empresarial (gestión de activos, planes de trabajo, ciberseguridad...). Una vez que un cliente ha adaptado sus procesos internos a los productos de 480S, los costes de cambio a un nuevo proveedor son elevados. Lo que implica una elevada recurrencia de sus ingresos (especialmente en sus negocios de producto y ciberseguridad; c. 53% s/Ingresos 2021e).

- **Sobre un negocio escalable.** 480S cuenta con soluciones de software propio (bajo modelo SaaS) completamente desarrolladas. Y que, por tanto, no necesitarán de inversiones significativas adicionales para seguir creciendo.
- **Apuntalado por la propia inercia de un sector en plena fase de crecimiento,** empujado por los procesos de transformación digital; hoy una prioridad para muchas organizaciones (y donde el SaaS y la ciberseguridad jugarán un papel clave).

2020-2023e: Ingresos y EBITDA, +18,5% y 24,5% TACC, respectivamente

¿Cuál es el escenario central que hay detrás de nuestras proyecciones 2021e-2023e? En términos cuantitativos, el escenario que planteamos para el período analizado debiera permitir a 480S aspirar a: (i) continuar creciendo a ritmos de doble dígito en ingresos (+18,5% TACC 2020-2023e), (ii) manteniendo márgenes (c. 13% s/EBITDA Rec. en el peor de los casos) y (iii) con unas métricas de apalancamiento razonables (DN/EBITDA 2021e 2,8x, reduciéndose hasta niveles de c. 1x en 2023e).

...manteniendo márgenes (en el peor de los casos)

Si ponemos el “foco” en 2021e, nuestras estimaciones contemplan unos ingresos de EUR 15,1Mn (+28% vs 2020; EV/Vtas 3,9x) y niveles de EBITDA de EUR 2Mn (Mg. EBITDA del 13,2%; en línea con el visto en 2020). Y una Deuda Neta que alcanzará su máximo (EUR 5,7Mn; DN/EBITDA 2,8x) como resultado del esfuerzo inversor para adquirir Fama Systems en marzo 2021 (compañía de soluciones SaaS para el sector facility management).

Lo que debiera llevar el nivel de Ingresos hasta c. EUR 20Mn en 2023e. Y EBITDA de c. EUR 3Mn

¿Y en 2023e? A nuestro juicio, a partir de 2022e los productos propios adquiridos por 480S (especialmente ChekingPlan en 2019 y Fama Systems) se encontrarán completamente afianzados en el mercado, contando con una mayor capacidad comercial, lo que, junto a la propia inercia de un sector en plena fase de crecimiento, debiera permitir a 480S crecer a un ritmo del 14% anual hasta alcanzar en 2023e unos ingresos de c. EUR 20Mn (EV/Vtas 2023e: 3x), empujando al EBITDA Rec. hasta niveles de c. EUR 3Mn (Mg. EBITDA c. 15%). Y situando los niveles de apalancamiento por debajo de 1x DN/EBITDA (lo que deja la puerta abierta a seguir creciendo vía M&A; un acelerador del crecimiento).

Tabla 1. Principales magnitudes (2020-2023e)

EUR Mn	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 20-23e
Proyectos	7,1	7,1	7,5	7,9	3,8%
Productos	2,6	4,5	5,2	6,0	32,2%
Ciberseguridad	2,1	3,4	4,5	5,8	40,2%
Total ingresos	11,8	15,1	17,2	19,7	18,5%
Cto. Total ingresos	99,3%	27,8%	13,7%	14,5%	
Margen Bruto	8,7	11,1	12,7	14,5	
Costes de explotación	(7,2)	(9,1)	(10,3)	(11,6)	17,1%
EBITDA recurrente	1,5	2,0	2,3	2,9	24,5%
EBITDA rec. / Ingresos	12,7%	13,2%	13,5%	14,7%	
Free Cash Flow	(1,4)	(2,5)	1,3	1,7	
Deuda financiera neta	3,5	5,7	4,4	2,7	
DN/EBITDA Rec.	2,3x	2,8x	1,9x	0,9x	

Nota: Las magnitudes de 2021e incluyen la adquisición de Fama Systems (adquirida en marzo 2021e por EUR 4,7Mn, de los que EUR 1Mn ya se habrían pagado, e integrada dentro del negocio de Productos, con unos ingresos estimados de c. EUR 2Mn).

C) ¿Qué podemos esperar de 480S en el muy largo plazo?

¿Y en el muy largo plazo? Con razones objetivas para seguir creciendo

Llegados a este punto y simplificando de manera extrema, hoy (abril 2021) estamos ante una tecnológica de pequeño tamaño, con productos de nicho y especializada en el diseño, desarrollo e implantación de soluciones de software para el entorno empresarial. Sobre el papel, los sectores de Software as a Service (SaaS) y ciberseguridad ofrecen una oportunidad. Y, a nuestro juicio, 480S estaría bien posicionada para aprovecharla:

- **Producto que elude la comoditización** (uno de los mayores riesgos del sector).
- **Negocio incipiente (cuasi startup),** pero con un track record que apunta a un potencial de crecer a ritmos de doble dígito.
- **Escalabilidad:** sobre el papel, capacidad de apalancar el crecimiento sobre una tecnología ya desarrollada (permitiendo aspirar a mejoras de márgenes; aunque no antes de 2023e).
- **Capacidad de crecer vía M&A rentable.** Lo que supone un acelerador del crecimiento (velocidad en definitiva). El M&A visto hasta ahora apunta a adquisiciones sensatas: con fácil encaje en el modelo de producto/estrategia de la compañía. Y sin perder el foco en la rentabilidad.

Nuestras estimaciones 2021e cotizan a un EV/Vtas de 3,9x (vs c.8x de la industria de software)

Lo que apunta a una oportunidad de “jugar” el driver de la transformación digital...

... un driver que seguirá actuando en los próximos años (acelerado con el impacto del Covid-19)

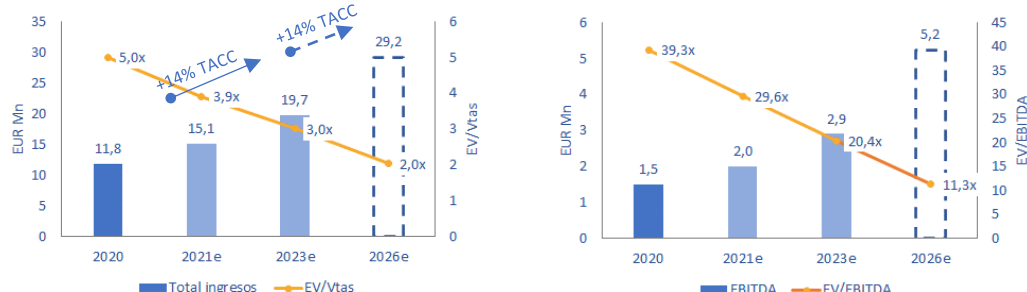
Hoy, el Equity Story de 480S apunta a un “modelo” que busca acelerar el crecimiento (orgánico, M&A y sinergias de ingresos) sin estresar la rentabilidad del negocio. Y hoy (abril 2021), el escenario que planteamos para el período 2021e-2023e debiera permitir a 480S consolidar niveles de ingresos de c. EUR 20Mn (+18,5% TACC 2020-2023e), empujando la generación de EBITDA hasta c. EUR 3Mn (+24,5% TACC 2020-2023e). Y con capacidad de generar FCF positivo, que estimamos que permitiría reducir el nivel de apalancamiento por debajo de 1x DN/EBITDA (desde 2,8x en 2021e).

Su múltiplo EV/Vtas hoy se situaría en c. 3,9x, reduciéndose hasta c. 3x en 2023e (vs una industria de software que cotizaría a niveles de múltiplos de c. 8x s/Vtas). Lo que apunta a una oportunidad de “jugar” el driver que la transformación digital de las compañías ya supone para el sector tecnológico. Un driver que seguirá actuando en el largo plazo.

¿Y qué cabría esperar más allá del 2023e? Dado el tamaño/momento/sector del negocio de 480S, quizás lo más interesante sea elevar la vista y preguntarnos que cabe esperar de la compañía en un plazo más largo. De continuar el ritmo de crecimiento orgánico estimado hasta 2023e (c. 14% anual excluyendo el cto. inorgánico de Fama Systems en 2021e), 480S aspiraría a niveles de facturación de c. EUR 29Mn en 2026e (Gráfico 1). Y lo más importante, a nuestro juicio, el potencial de mejora en márgenes que se abre en el más largo plazo (post-2023e) podría ser mucho mayor al estimado como resultado de la elevada escalabilidad del negocio de Producto (que irá ganando peso sobre el mix de ingresos); uno de los principales drivers que debiera permitir a 480S acercarse a niveles más cercanos a los de la industria de software: ¿Mg. EBITDA Rec. post-2023e c. 18%? Lo que implicaría una generación de EBITDA de EUR 5,2Mn en 2026e (Gráfico 1). Lo que se conseguiría con dos condicionantes: mantenimiento de las tasas de crecimiento orgánico en ingresos esperadas para los próximos tres años (c.+14%/año). Y márgenes que mejoran hasta el 18% (aunque aún sin alcanzar niveles medios de c. 20% del sector en Europa).

Esto constituye, en sí mismo, el pilar fundamental del Equity Story de 480S. Que se posiciona como una compañía en la que lo visto en los últimos tres años (crecimiento rentable) apunta a un posible “salto” (racional) en tamaño y valor en el largo plazo.

Gráfico 1. Evolución teórica de ingresos y EBITDA a l/p. Y su impacto en múltiplos (EV/Vtas y EV/EBITDA)



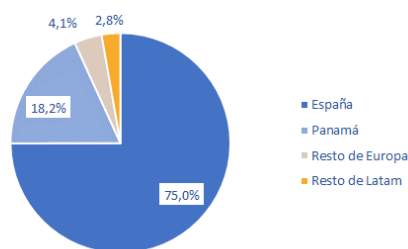
Y que, en el largo plazo (post-2023e), podría implicar un posible “salto” (racional) en el negocio de 480S

Es decir, sobre el papel, 480S estaría teóricamente en el lugar correcto (sector tecnológico en general, desarrollo de software bajo modelo SaaS y ciberseguridad en particular), en el momento adecuado (el Covid-19 no ha hecho más que acelerar los procesos de transformación digital; hoy una tendencia imparable). Tan sólo falta un ingrediente: la velocidad de crecer en ingresos. Y este depende de dos factores estrictamente “micro”: la capacidad de renovar contratos y la de seguir creciendo en número de clientes. Aunque quizás lo más interesante sea que ya en 2021e 480S debiera alcanzar niveles de múltiplos EV/Vtas significativamente por debajo de los vistos en la industria de software (3,9x vs c. 8x). Lo que apuntaría a una reserva de valor (condicionada a que el modelo de negocio aporte en los próximos 5 años lo que sobre el papel parece factible).

Descripción del negocio

Una pequeña tecnológica de soluciones de software de nicho. Y en fase de despegue

Gráfico 1. Distribución geográfica de ingresos (2020)



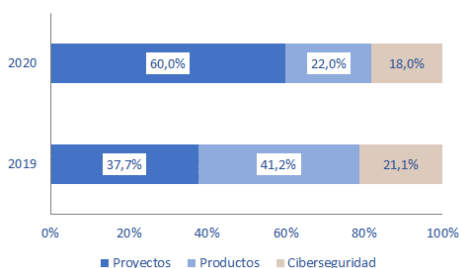
Cuatroochenta (480S), es una pequeña compañía dedicada al diseño, desarrollo e implantación de software cloud para la optimización de procesos, tareas y objetivos empresariales muy específicos (vs la consultoría de sistemas generalista). Lo que explica que sus soluciones se complementen con el software “core” de fabricantes como SAP, Microsoft, Oracle, IBM o Google. Fundada en 2011, desde octubre 2020 cotiza en BME Growth (Mkt. Cap EUR 55Mn).

Tras un importante crecimiento apoyado en el M&A (con 6 integraciones -2y; ver Tabla 3 en la pág. siguiente), los ingresos fuera de España representan c. 25% (esencialmente en Panamá). Dentro del segmento de compañías de software dedicadas al desarrollo de aplicaciones SaaS, encontramos compañías cotizadas de gran tamaño como Qualtrics International, RealPage, Descartes Systems o AppFolio. No obstante, los principales comparables de 480S son compañías de menor tamaño como QAD, Magic Software o American Software y compañías locales no cotizadas como Ekon, Deiser, Stack y Mirai.

Un modelo de negocio orientado a cubrir la cadena de valor de los procesos de transformación digital en el entorno empresarial...

En la actualidad, 480S desarrolla su actividad a través de tres líneas de negocio:

Gráfico 2. Mix de ingresos proforma por línea de negocio (2020 vs 2019)



- **Proyectos (60% s/Ingresos 2020):** Desarrollo de software cloud empresarial a medida bajo arquitectura de microservicios y alcance omnicanal (web, mobile, IoT...), aportando desde servicios de consultoría (como análisis de requerimientos, arquitectura y experiencia de usuario) hasta el desarrollo, implantación, soporte y mantenimiento. Adicionalmente, tras la adquisición de Ekamat (2020), 480S cuenta con un área de soluciones de negocio especializada en la implantación de ERP (partner de Microsoft) con soluciones específicas para el sector de la distribución y textil.

Con un margen EBITDA de c. 15%, se trata de un negocio estratégico: no sólo aporta negocio, sino que contribuye al conocimiento de las necesidades del mercado para el desarrollo de nuevos productos.

- **Productos (22% s/Ingresos 2020):** Soluciones de software propias bajo modelos Software as a Service (SaaS), con un modelo de ingresos recurrente a través de licencias anuales. Se trata de un negocio con elevada recurrencia de ingresos (>85% son recurrentes; Tabla 2) y margen EBITDA elevado (c. 30-40% s/ingresos) dada la escalabilidad del modelo sobre unos productos ya desarrollados.

480S cuenta con una cartera de varios productos SaaS propios, entre los que destacan CheckingPlan y Fama Systems (sus principales productos), dos plataformas que engloban diversas soluciones dirigidas al sector Facility Services con módulos especializados en gestión de activos, planes de trabajo, gestión de mantenimiento e incidencias, control horario, geomonitorización... Entre los principales clientes se encuentran Sareb, Clece, FCC, Ferrovial y Vodafone, entre otros

- **Ciberseguridad (18% s/Ingresos 2020):** Incorporada en 2019 tras la integración de Sofistic, engloba servicios de consultoría, proyectos y productos de ciberseguridad a través de la comercialización de soluciones propias (Uarsafe y Using) y de terceros (con un Mg. EBITDA de c. 10%). Su principal mercado es el centroamericano (Panamá y Colombia) y los sectores principales son Banca e Infraestructuras críticas.

Actualmente cuenta con acuerdos con fabricantes de soluciones especializadas en Inteligencia Artificial aplicada a la ciberseguridad: (i) Darktrace, solución dirigida a la monitorización de infraestructuras (redes) y (ii) Crowstrike, dirigida a la monitorización de “endpoints” (ordenadores, dispositivos móviles...) mediante la aplicación de IA y Machine Learning.

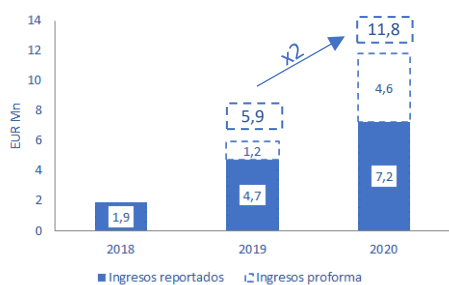
Tabla 1. Posicionamiento geográfico y sectorial por línea de negocio

	Proyectos	Productos	Ciberseguridad
Principales Mercados Geográficos	España Panamá	España Chile (Partner)	Panamá Colombia
Principales Sectores	Empresa familiar Sectores atomizados	Grandes empresas de Facility Services	Sector financiero e Infraestructuras

Tabla 2. Recurrencia de ingresos por línea de negocio (2019)

Recurrencia	Negocio	% s/Ingresos
One-shot	Proyectos	13,9%
One-shot	Productos	5,9%
One-shot	Ciberseguridad	3,0%
Total One-shot		22,8%
Recurrente	Proyectos	25,2%
Recurrente	Productos	38,2%
Recurrente	Ciberseguridad	13,7%
Total Recurrente		77,1%

Gráfico 3. Ingresos proforma (2018-2020)



Nota: Los ingresos proforma incluyen las aportaciones de las compañías adquiridas en 2019 y 2020 como si se hubiesen adquirido el 1 de enero (Tabla 3). Para más información ver análisis financiero.

...en fase de “despegue” (impulsada sobre una intensa actividad M&A)

2019 marca un auténtico punto de inflexión para 480S con la ejecución de sus dos primeras operaciones corporativas de calado; dos adquisiciones que permiten ganar masa crítica hasta situar el nivel de ingresos proforma 2019 en EUR 5,9Mn (vs c. EUR 2Mn en 2018; Gráfico 3). Estas dos operaciones son: (i) Asintec Gestión (abril 2019), con la que 480S incorpora un producto SaaS (CheckingPlan) para el sector de Facility Services y (ii) Sofistic (mayo 2019) compañía que permite a 480S entrar en el mercado de la ciberseguridad (con una fuerte especialización en el sector bancario y presencia internacional; esencialmente en Panamá).

Con todo, la política de crecimiento inorgánico no ha cesado, y entre 2020 y el 1T21 se cierran cuatro nuevas operaciones, con un claro foco en la adquisición de compañías que complementen la cartera de soluciones propias de 480S (Tabla 3); destacando las adquisiciones de (i) Iris-Ekamat (Gold partner de Microsoft) con experiencia en la implantación de ERP y (ii) Fama Systems (marzo 2021), compañía de soluciones digitales (SaaS) para el sector facility management (que, junto a CheckingPlan, encabezará los productos propios de 480S).

En definitiva, la intensa actividad M&A permite a 480S cambiar en tres direcciones:

- **Tamaño:** 480S alcanza unos ingresos proforma de EUR 11,8Mn en 2020. Lo que implica un “salto” en tamaño muy relevante que permite llevar el negocio de la compañía a otra dimensión (EUR 11,8Mn vs c. EUR 2Mn en 2018; Gráfico 3). Adicionalmente, destacamos que la adquisición de Fama System (adquirida en marzo 2021) debiera aportar una facturación adicional de c. EUR 2Mn en 2021e.
- **Negocio.** Diversificando su actividad más allá del desarrollo de software a medida, reforzando su cartera tanto de producto, con soluciones propias como ChekingPlan (2019) o Fama Systems (2021), como de servicios, incluyendo en su oferta la implantación del ERP Business Central de Microsoft (lo que explica el crecimiento del mix de ingresos del negocio de proyectos en 2020). Adicionalmente, permite entrar en el negocio de Ciberseguridad (18% s/Ingresos 2020 proforma) y ampliar su presencia a lo largo de la cadena de valor de los procesos de transformación digital.
- **Presencia geográfica.** En la actualidad, los ingresos fuera de España representan c. 25% s/Vtas (frente a un negocio tradicionalmente local a comienzos de 2019), siendo Panamá y Colombia los principales destinos de sus ventas fuera de España.

Gráfico 4. Mix de ingresos proforma (2019-2020)

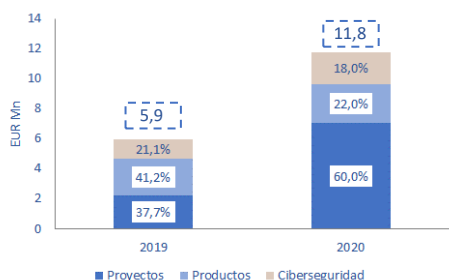
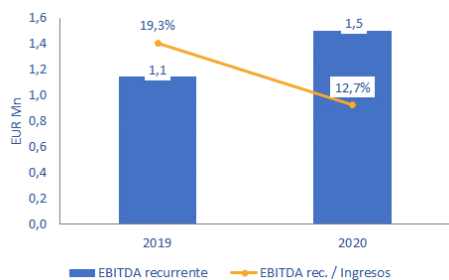


Tabla 3. Actividad M&A

Compañía adquirida	Fecha	% de control	Línea de negocio	Precio (EUR Mn)	Ventas Proforma (EUR Mn)
Asintec	Apr-19	100%	Productos	3,3	2,4
Sofistic	May-19	90%	Ciberseguridad	0,5	1,1
4TIC	Jul-20	100%	Proyectos	0,2	0,2
Ekamat	Nov-20	100%	Proyectos	4,2	4,0
Sofistic Colombia	Dec-20	100%	Ciberseguridad	0,7	0,4
Fama Systems	Mar-21	100%	Productos	4,7	2,0
				13,5	10,1

Gráfico 5. EBITDA proforma y Mg. EBITDA proforma (2019-2020)



Nota: EBITDA Recurrente 2020 ajustado por: (i) gastos de incorporación al BME Growth (EUR 0,2Mn), (ii) gastos asociados al M&A (EUR 0,1) y (iii) gastos capitalizados (EUR 0,1Mn).

Y rentable. Aunque con unos márgenes temporalmente marcados por el “salto” en tamaño

El crecimiento no orgánico es la vía más rápida, y la elegida por 480S, para incrementar la cuota de mercado en una industria altamente competitiva. No obstante, 480S habría priorizado la adquisición de negocios rentables, “huyendo” del crecimiento basado únicamente en la ganancia en tamaño. Lo que se traduce en un negocio que ya es rentable pese a encontrarse en plena fase de despegue (algo poco habitual en las startups del sector tecnológico).

No obstante, la adquisición de Iris-Ekamat en 2020 (c. 35% s/Ingresos 2020; negocio de menor margen), junto al fuerte incremento de la estructura de la compañía (con una plantilla de 200 empleados a cierre de marzo 2021 vs 67 en 2019) habrían arrastrado temporalmente el margen EBITDA Rec. hasta 12,7% (vs c. 19% en 2019; Gráfico 5). Pese a ello, vemos capacidad de mejora de márgenes: apalancando sobre la estructura actual los nuevos productos propios adquiridos (con elevada escalabilidad al contar con una tecnología ya desarrollada).

Gráfico 6. Deuda Neta (2019-2020)

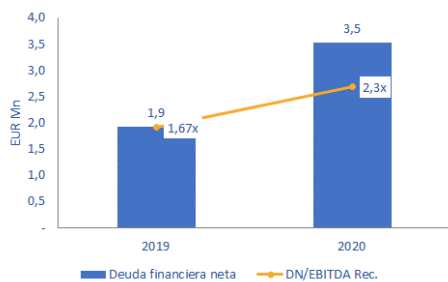
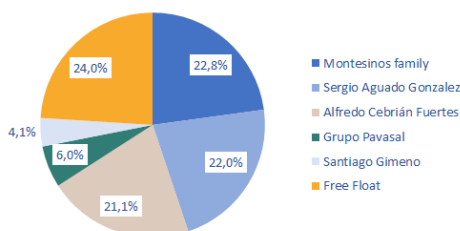


Tabla 4. Composición de la Deuda Neta (2019-2020)

EUR Mn	2019	2020
Préstamos y otras deudas LT	1,6	3,3
Préstamos y otras deudas CP	0,4	0,8
Deuda financiera	2,1	4,1
M&A aplazado LP	0,5	0,9
M&A aplazado CP	0,3	2,2
Deuda total	2,9	7,2
Inversiones financieras CP	-	(0,9)
Caja	(1,0)	(2,8)
Deuda Neta	1,9	3,5

Gráfico 7. Estructura accionarial



¿Cómo se ha financiado este crecimiento?

Dado el tamaño y momento de negocio de la compañía, el capital necesario para su desarrollo ha procedido principalmente de dos fuentes:

- **Sucesivas ampliaciones de capital**, destacando durante 2020: (i) la incorporación a BME Growth (OPS de EUR 2,5Mn; con una demanda 6x superior al importe ofertado), (ii) la conversión del préstamo convertible concedido por Grupo Pivasal (EUR 0,8Mn) y (iii) las ampliaciones de capital por compensación de créditos relacionadas con la adquisición de Sofistic (EUR 0,3Mn).
- **Financiación bancaria**. En febrero 2021, 480S firma con el Fondo Smart de Banco Santander el acceso a nueva financiación por un importe máximo de hasta EUR 5Mn. Lo que refuerza la estructura de balance de la compañía y permite hacer frente a la adquisición de Fama Systems en marzo 2021 por EUR 4,7Mn (de los que EUR 1Mn se habrían desembolsado de forma anticipada).
- **Aplazamiento de pagos por M&A**. A cierre del ejercicio 2020, 480S mantenía un importe de c. EUR 3Mn asociado a los pagos aplazados del M&A de las siguientes operaciones: (i) Iris-Ekamat (EUR 1,9Mn), (ii) Sofistic Colombia (EUR 0,6Mn) y (iii) Asintec (EUR 0,5Mn). Adicionalmente, mantiene un saldo de EUR 0,9Mn en un fondo de inversión pignorado para la obtención de los avales entregados en la operación de Iris-Ekamat (inversiones financieras a CP; Tabla 4).

Un accionariado controlado por el Consejo de Administración. Lo que asegura una plena alineación de intereses con el mercado. Free Float c. 25%.

Sin participación de inversores institucionales, el Consejo de Administración controla de forma directa e indirecta cerca de un 75% del capital de 480S, prevaleciendo la participación del equipo fundador (controla c. 43% del capital), que mantiene dos puestos clave en la dirección de la compañía (ocupando los cargos de CEO y CTO).

Todo ello asegura una plena alineación de intereses del management con los accionistas minoritarios. Free float c. 25% del capital.

En conclusión: ¿qué es 480S hoy?

Simplificando de manera extrema, estamos ante una tecnológica de pequeño tamaño y estrategia de nicho, especializada en el diseño, desarrollo e implantación de soluciones de software para el entorno empresarial. Y que pivota sobre cuatro pilares:

- Producto que elude la commoditización (uno de los mayores riesgos del sector).
- Negocio incipiente (“cuasi startup”), pero con un track record (desde su fundación en 2011) que apunta a un fuerte potencial de crecimiento.
- Escalabilidad: sobre el papel, alta capacidad para apalancar el crecimiento en la estructura existente y mejorar márgenes en el largo plazo.
- Capacidad de crecer vía M&A rentable. Lo que supone un acelerador del crecimiento (velocidad). El M&A visto hasta ahora apunta a adquisiciones sensatas: fácil encaje en el modelo de producto/estrategia de la compañía. Y sin perder el foco en la rentabilidad.

El equity story apunta a un modelo que busca un salto en tamaño (orgánico, M&A y sinergias de ingresos) sin estresar la rentabilidad del negocio; buscando el ¿“imposible”? de crecer sin dejar de mejorar márgenes.

La transformación digital se acelera, ¿hay otra opción? Todo indica que no...

Tabla 5. Segmento de mercado de 480S

Tipología de Empresa	Servicios	Ejemplos Players
Consultoras	Consultoría y estrategia Digital Outsourcing "Body Shopping"	Accenture, Indra, Caggemini, Ica, Altia, Babel, Hiberus, Izertis
Grandes Fabricantes Generalistas Software	Software Core: ERP / CRM Tecnologías Commodity	SAP, Microsoft, Google, IBM, Cisco
Fabricantes Especializados Software	Desarrollo de Software Microservicios Soluciones Especializadas	Ekon, Deiser, Stack, Miral
Distribuidoras	Distribución de Soluciones de Terceros	Seidor, GTI, EKON, Ingram Micro, Aryan Comunicaciones, Diode
Empresas de Infraestructura y Sistemas	Servicios de Infraestructura (Cloud) Mantenimiento y Soporte	AWS, Arsys, T-systems, Gigas, Azure

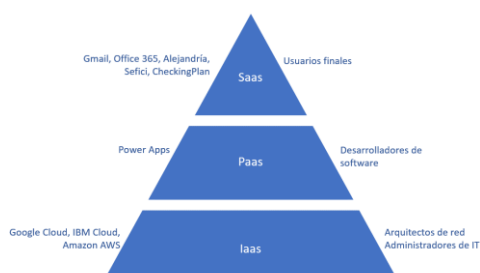
■ 480S desarrolla su actividad en el segmento de fabricantes de software especializados.

Por regla general, las compañías tecnológicas no son estrictamente mono producto, y cubren diferentes capas de servicios, solapándose de forma vertical con otras entidades (manteniendo la innovación como activo diferencial de claro valor añadido). Como ejemplo, las consultoras suelen contar con unidades de desarrollo de software para determinados procesos, así como las empresas de desarrollo (entre las que se incluiría 480S) pueden prestar servicios de consultoría.

Con el objetivo de ayudar a visualizar de forma más clara el posicionamiento de 480S dentro de una industria tan heterogénea como la tecnológica, la Tabla 5 muestra un resumen de los servicios prestados por distintas compañías del sector. Y el posicionamiento de 480S dentro del mismo. Dentro del sector IT, las actividades "core" de 480S se enmarcan en el desarrollo e implantación de soluciones digitales cloud, tanto de proyectos a medida, como de productos SaaS (Software as a Service) especializados, y ciberseguridad. Por tanto, las actividades de 480S juegan un papel clave en los procesos de transformación digital de sus clientes.

Ya en 2019, una encuesta realizada a 270 directivos de empresas españolas por IT Trends indicó que las áreas a las que destinarían su inversión en IT serían seguridad, servicios cloud, modernización de aplicaciones, procesos de automatización y software de gestión. En 2020, el impacto de la pandemia del Covid-19 no hace más que acelerar esta tendencia: un informe elaborado por Accenture en febrero 2021 indica que las empresas que lideran los procesos de digitalización hoy tienen una mayor probabilidad de recuperarse más rápido del impacto provocado por la pandemia (c. 45% de las empresas españolas estaría priorizando la transformación digital). Lo que justifica el fuerte crecimiento esperado para los negocios con exposición a tecnología durante los próximos años.

Gráfico 8. Modelos de servicio cloud

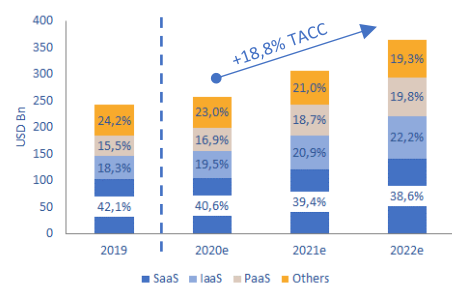


Soluciones cloud: un mercado atractivo y en pleno crecimiento (ahora acelerado por el Covid-19)

Las soluciones cloud pueden englobarse en tres categorías bien diferenciadas (Gráfico 8): (i) software as a service (SaaS; acceso a aplicaciones concretas ejecutadas en la nube, segmento sobre el que pivota el negocio de 480S), (ii) platform as a service (PaaS; entornos de trabajo para desarrollar y gestionar aplicaciones de software) y (iii) infrastructure as a service (IaaS; permitiendo acceder a recursos informáticos como servidores o unidades de almacenamiento).

Durante los últimos años, las soluciones cloud se han convertido en uno de los segmentos de mayor crecimiento dentro del sector IT (representando cada vez más parte del "pastel" de gasto total en IT). Una tendencia que se habría acelerado con el incremento de las necesidades de trabajo en remoto tras el impacto del Covid-19: según datos de Gartner, se prevé que las soluciones cloud representen c. 14% del gasto total en IT empresarial en 2024 (vs 9% en 2020). De hecho, una encuesta realizada por Gartner en 2020 apuntaba a que c. del 70% de las compañías que ya utilizaban servicios cloud planeaban aumentar su gasto a raíz del Covid-19.

Gráfico 9. Gasto del usuario final en servicios públicos cloud en el mundo (2019-2022e)



Fuente: Gartner, Julio 2020. IaaS = infrastructure as a service; PaaS = platform as a service; SaaS = software as a service.

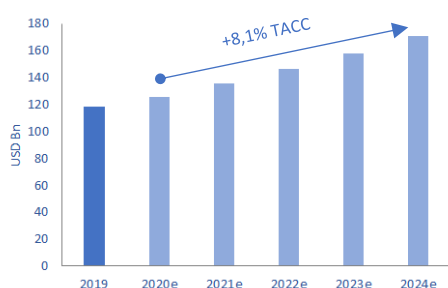
Dentro del negocio de software, la diferencia principal entre el SaaS y el software tradicional (adquirido a través de una licencia) reside en la flexibilidad del modelo, que permite escalarlo en función de las necesidades puntuales de cada compañía. Lo que resulta en una inversión inicial más baja: se trata de pasar de un modelo de Capex a otro de Opex. Un modelo de negocio que cobra cada vez más sentido en un entorno de constante disrupción tecnológica como el actual. Y su desarrollo implicará crecimiento para las compañías del sector IT que trabajan en este segmento (al menos en el corto y medio plazo).

Por volumen de gasto, el software as a service (SaaS) se mantiene como el segmento de mayor tamaño dentro de las soluciones cloud, generando c. USD 105Bn en 2020 (c. 40,5% s/gasto total; Gráfico 9). Un segmento (SaaS) para el que Gartner espera un crecimiento de c. 16% TACC entre 2020e y 2022e (vs c. 19% de los servicios cloud en su conjunto), empujado por los esfuerzos de transformación digital que estarían realizando las compañías para mover sus aplicaciones a la nube y adaptarse a entornos de trabajo en remoto más flexibles.

En Europa, el fuerte crecimiento experimentado por la industria durante los últimos años se ha traducido en un mercado muy fragmentado, donde encontramos pequeños jugadores con productos de nicho (como 480S) compitiendo con grandes proveedores de IT que buscan expandirse en los mercados de software. Lo que estaría incentivando/acelerando los procesos de concentración: en lo que llevamos de 2021, en el sector de software se habrían anunciado 7 transacciones con valoración > EUR 1Bn (vs 0 en 1T20 y 2 en 1T19), habiéndose pagado un EV/Vtas medio de 5,7x.

Si ponemos el foco en España, donde 480S genera la mayor parte de su actividad de desarrollo/comercialización de software bajo modelo SaaS, vemos como el mercado de software habría presentado tasas de crecimiento de doble dígito durante el período 2015-2019, hasta alcanzar un tamaño de c. USD 8,5Bn en 2019 (+12,6% TACC 2015-2019). Un crecimiento que, según MarketLine, habría estado empujado esencialmente por la mayor demanda de servicios cloud para empresas. Y que se espera que continúe durante los próximos años: +12,5% TACC para el período 2019-2024e.

Gráfico 10. Inversión en ciberseguridad en el mundo (2019-2024e)



Fuente: IDC Worldwide Security Spending Guide, Agosto 2020.

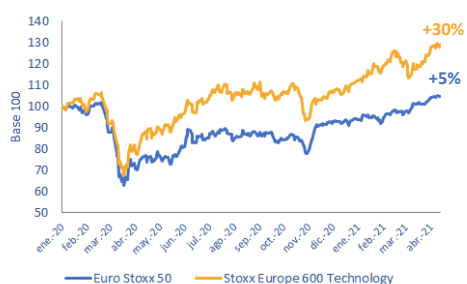
Ciberseguridad: “clave” en los procesos de transformación digital

El foco que toda la industria estaría poniendo en la transformación digital ha puesto de manifiesto la importancia de la ciberseguridad, pasando de ser una materia reservada a grandes compañías e infraestructuras críticas a ser un requisito casi indispensable para cualquier empresa (independientemente de su tamaño o modelo de negocio).

Dentro del sector IT, se espera que la creciente demanda de servicios en la nube (más expuestos a ciberataques) empuje el segmento de ciberseguridad. Lo que implica que hoy los departamentos de IT se encuentran en búsqueda constante de soluciones que permitan proteger sus datos y reducir los riesgos tecnológicos.

Según datos de IDC (International Data Corporation) el gasto en servicios relacionados con la seguridad alcanzó en 2020 un nivel estimado de c. USD 125Bn, lo que implica un crecimiento de c. 6% vs 2019. Un crecimiento que IDC espera que se acelere a medida que la economía se recupera del impacto del Covid-19 y que debiera impulsar el gasto total en ciberseguridad hasta niveles de c. USD 175Bn en 2024 (+8% TACC 2020-2024; Gráfico 10).

Gráfico 11. Stoxx Europe 600 Technology vs Euro Stoxx 50 (enero 2020-abril 2021)



En definitiva, soplan vientos a favor para las compañías con exposición a servicios de transformación digital

La transformación digital es hoy una tendencia imparable. Y el Covid-19 habría validado la propuesta de valor de los servicios cloud (lo que refuerza los negocios donde 480S desarrolla su actividad). Entre las principales tendencias identificadas por IT Trends que ayudarán a “apuntalar” la transformación digital, destacamos:

- Las empresas priorizan el teletrabajo, o modalidades mixtas. Lo que indudablemente debiera impactar en los modelos de negocio y en las tecnologías demandadas.
- El mercado en la nube crece y se consolida, generando oportunidades en un mercado dominado por unas pocas empresas tecnológicas de gran tamaño.
- Aumentan los presupuestos destinados a tecnología para acelerar la transformación digital y mantener la competitividad.
- La ciberseguridad seguirá jugando su papel como pilar de la transformación digital.

Todo ello debiera impulsar aún más, si cabe, a los negocios con exposición a tecnología. Algo no ignorado por el mercado, ya que el segmento de compañías tecnológicas habría mostrado un claro "outperformance" vs los principales índices durante los últimos años, especialmente tras el impacto del Covid-19 (que habría actuado como un driver de crecimiento adicional para el sector). Si ponemos el foco en Europa, el índice de compañías tecnológicas (Stoxx Europe 600 Technology) habría batido ampliamente al EuroStoxx 50 con un diferencial de c. 25p.p. desde enero 2020 (+30% del índice de compañías tecnológicas vs 5% del Eurstoxx; Gráfico 11). Lo que se habría traducido en una expansión del múltiplo EV/Vtas del segmento de compañías de software en Europa hasta niveles de c. 8,5x en 2020 (vs media -5y de 5,9x y c. 2x del mercado europeo en su conjunto).

2021-2022e: Fuerte (y creíble) crecimiento en ingresos. Manteniendo márgenes (en el peor de los casos...)

A lo largo de este informe trabajaremos con cifras proforma (2019, 2020) para contemplar el impacto en resultados de las transacciones realizadas en cada ejercicio desde 1 de enero. En 2019 se adquiere Asintec (abril 2019) y Sofistic (mayo 2019) y en 2020, 4TIC (julio 2020), Iris-Ekamat (noviembre 2020) y Sofistic Colombia (diciembre 2020).

La industria de software en España se caracteriza por una elevada fragmentación, con un gran número de compañías de tamaño muy reducido (facturación < EUR 10Mn) y productos de nicho. En este contexto, durante los últimos años 480S habría estado ejecutando una estrategia de consolidación “hacia abajo”, integrando compañías de pequeño tamaño que le han aportado nuevas soluciones para ampliar y reforzar su cartera de servicios y productos propios. Una estrategia que habría comenzado a dar fruto ya en los resultados 2020 con: (i) un salto en tamaño evidente (alcanzando un nivel de ingresos proforma de EUR 11,8Mn vs EUR 5,9Mn en 2019), (ii) sin estresar los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA Rec. c. 13%) y (iii) con una estructura financiera controlada (DN 2020: EUR 3,5Mn; 2,3x DN/EBITDA).

Ahora, tras el importante “salto” de 2020, toca contestar a las siguientes preguntas: ¿Cuál es la capacidad de crecimiento orgánico del negocio? ¿Los niveles de rentabilidad podrían mantenerse en un escenario de alto crecimiento? ¿Cuál es la capacidad de generación de caja del negocio? Contestar a estas preguntas exige un análisis sistemático de la cuenta de resultados. Lo que dará criterio a la hora de valorar si esta “historia de crecimiento” es sostenible (y rentable) en el medio y largo plazo.

Con capacidad de seguir creciendo en ingresos (+18,5% TACC 2020-2023e; empujado por la adquisición de Fama en marzo 2021)

La estrategia de integración ejecutada durante los últimos años no sólo permite a 480S materializar el importante salto en tamaño visible en los resultados proforma 2020, sino que permite asentar los “mimbres” necesarios sobre los que apoyar el crecimiento esperado para los próximos años. En general, destacamos:

- **Base de ingresos recurrente...** Las soluciones y productos de 480S están enfocados a optimizar tareas y procesos muy específicos dentro del entorno empresarial (gestión de activos, planes de trabajo, ciberseguridad...). Una vez que un cliente ha adaptado sus procesos internos a los productos de 480S, los costes de cambio a un nuevo proveedor son elevados.
- **... sobre un negocio escalable.** El negocio de producto de 480S cuenta con soluciones de software propio (bajo modelo SaaS) completamente desarrolladas. Y que, por tanto, no necesitarán de inversiones significativas adicionales para seguir creciendo.
- **Y “apuntalado” por la propia inercia de un sector en plena fase de crecimiento,** empujado por los procesos de transformación digital; hoy una prioridad para muchas organizaciones (y donde el SaaS y la ciberseguridad jugarán un papel clave).

Gráfico 12. Evolución de ingresos (2019-2023e)

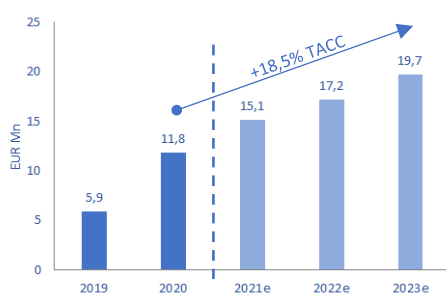
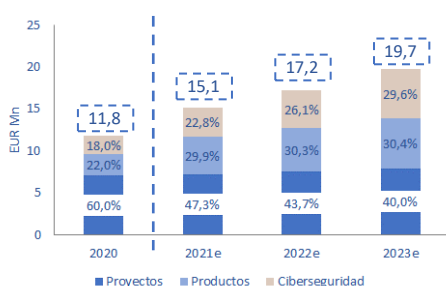


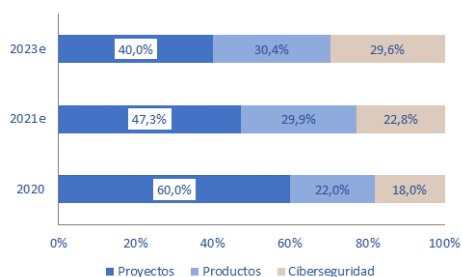
Gráfico 13. Crecimiento de ingresos por negocio (2020-2023e)



En concreto, el escenario que planteamos para el período 2021e-2023e contempla una aceleración del crecimiento orgánico de ingresos hasta alcanzar un nivel de c. EUR 20Mn en 2023e (Gráfico 12 y 13; +18,5% TACC 2020-2023e). ¿Cuáles son las principales hipótesis detrás de nuestros números? Por negocios:

- **Producto (+32% TACC 2020-2023e).** Estimamos un importante crecimiento para el negocio de Producto hasta alcanzar un volumen de c. EUR 4,5Mn en 2021e (vs EUR 2,6Mn en 2020) esencialmente por dos razones: (i) la adquisición de Fama Systems en marzo 2021e, que debiera aportar un volumen de ingresos de c. EUR 1,7Mn (85% s/cto. estimado para el negocio) y (ii) un crecimiento orgánico de c. 10% (apoyado esencialmente en el producto SaaS CheckingPlan; adquirido en 2019).

Gráfico 14. Mix de ingresos (2020-2023e)

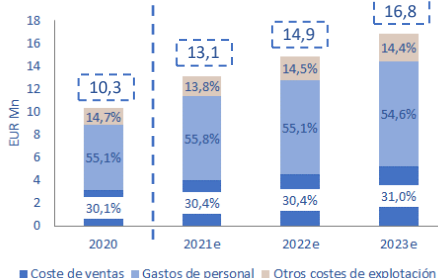


A partir de 2022e, esperamos que los productos propios (CheckingPlan y Fama) se encuentren completamente afianzados en el mercado y cuenten con una mayor capacidad comercial, lo que debiera permitir al negocio de Producto de 480S acelerar su crecimiento orgánico hasta niveles de c. 15%/año (en línea con el sector) hasta alcanzar un nivel de ingresos de c. EUR 6Mn en 2023e (+32% TACC 2020-2023e). Lo que elevará el peso del negocio de Producto, de mayor recurrencia y márgenes, hasta c. 30% (vs 22% en 2020; Gráfico 13 y 14).

- Ciberseguridad (+40% TACC 2020-2023e).** Los resultados 2020 mostraron un importante crecimiento del negocio hasta alcanzar un nivel de facturación proforma de EUR 2,1Mn en 2020 (lo que implica un crecimiento del 70% vs 2019; +40% orgánico). Y, en nuestra opinión, 480S presenta razones suficientes para seguir esperando altas tasas de crecimiento en este segmento durante el período estimado. Estas razones son: (i) exposición a un mercado aún incipiente y presencia en el sector bancario (uno de los principales inversores en sistemas de ciberseguridad), (ii) adquisición de Sofistic Colombia en 2020 (que abre un nuevo mercado geográfico), (iii) la capacidad creíble de crecer en España (en la actualidad su principal mercado es el centroamericano; desde su sede en Panamá) y (iv) con el apoyo de productos de terceros (Darktrace y CrowdStrike) y propios (Uaresafe y Usign).
- Proyectos (+3,8% TACC 2020-2023e).** Pese a ser el principal negocio por volumen de ingresos en 2020 (tras la adquisición de Ekamat; implantación del ERP Dynamics 365 Business Central de Microsoft), consideramos que 480S centrará sus esfuerzos de crecimiento en los negocios de Producto y Ciberseguridad (donde la compañía cuenta con producto propio), destinando parte de los recursos del negocio de Proyectos a actividades de I+D (lo que reducirá su capacidad de crecimiento en ingresos pero generará valor a través del desarrollo de nuevos productos y servicios que posteriormente podrían ser comercializados).

Sin “estresar” los niveles de rentabilidad de la compañía (Mg. EBITDA Rec. 2021e: 13,2%; en línea con el visto en 2020)

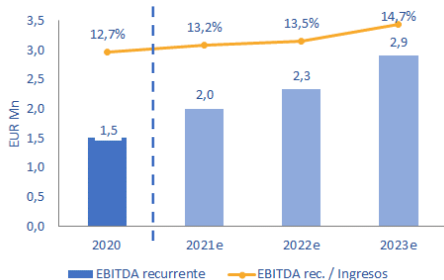
Gráfico 15. Estructura de costes (2019-2023e)



Pese al importante crecimiento en volumen ejecutado durante los últimos dos años (apoyado sobre una intensa actividad M&A), 480S habría priorizado la adquisición de compañías rentables, “huyendo” del crecimiento basado únicamente en la ganancia en tamaño. Lo que se traduce en un negocio que ya es rentable pese a encontrarse en plena fase de despegue (algo muy poco habitual en las startups del sector tecnológico). Aunque la adquisición de Iris-Ekamat en 2020 (negocio que aporta una cartera de clientes estable, pero márgenes reducidos) contrajo el Mg. Bruto c. 2,5p.p. hasta el 73,7%. Lo que, junto al fuerte incremento de la estructura operativa de la compañía (con 160 empleados a cierre de 2020 y c. 200 en marzo 2021 vs 67 en 2019), ha penalizado temporalmente los márgenes (Mg. EBITDA Rec. c. 13% vs c. 19% en 2019).

En la actualidad, los gastos de personal se mantienen como la principal partida de gastos (EUR 5,7Mn en 2020; 55,1% s/costes totales, Gráfico 15). Y, pese a que una de las principales fortalezas de un negocio de software como el de 480S es su elevado apalancamiento operativo, no estimamos economías de escala significativas (al menos hasta 2023e): a nuestro juicio, la compañía continuará invirtiendo en el desarrollo de su estructura (esencialmente gastos de personal) para adaptarla a volúmenes de ingresos (muy) superiores a los actuales. Lo que impedirá ver mejoras de márgenes significativas en el corto plazo.

Gráfico 16. EBITDA Recurrente y Mg. EBITDA (2019-2023e)



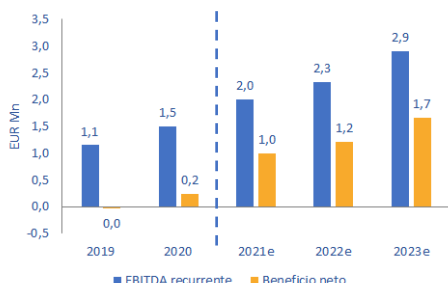
De este modo, el importante crecimiento de ingresos estimado para 2021e (c. +30%) debiera traducirse en uno muy similar en términos de EBITDA (sin “estresar” los niveles de rentabilidad actuales de la compañía). Lo que en nuestras proyecciones financieras se resume en un EBITDA Recurrente 2021e de EUR 2Mn (+33% vs 2020; Mg. EBITDA 13,2%, en línea con el visto en 2020).

Nota: EBITDA Recurrente 2020 ajustado por: (i) gastos de incorporación al BME Growth (EUR 0,2Mn), (ii) gastos asociados al M&A (EUR 0,1) y (iii) gastos capitalizados (EUR 0,1Mn).

Si ponemos la vista en 2023e, momento en el que la fase de integración de las compañías adquiridas entre 2020 y 2021 debería estar completada, estimamos una ligera mejora de márgenes hasta el 14,7% (+1,5p.p. vs 2020) y niveles de EBITDA de c. EUR 3Mn (+24,5% TACC 2020-2023e; Gráfico 16). No obstante, de continuar las tasas de crecimiento estimadas, el potencial de crecimiento de márgenes que se abre en el largo plazo (post-2023e) podría ser mucho mayor al estimado (resultado de la elevada escalabilidad del negocio de Producto que irá ganando peso sobre el mix de ingresos).

Lo que debería permitir a 480S acercar sus márgenes a niveles más cercanos a los de la industria de software: ¿Mg. EBITDA Rec. post-2023e c. 18%? Lo que constituye en sí mismo uno de los pilares fundamentales del Equity Story de 480S.

Gráfico 17. EBITDA vs Beneficio neto (2020-2023e)

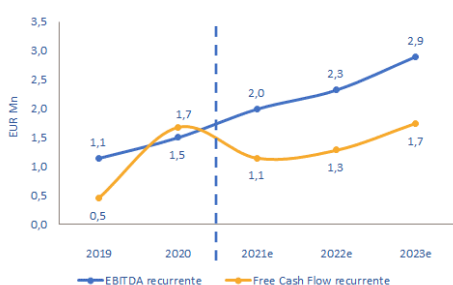


Empujando el Beneficio Neto hasta niveles de EUR 1Mn en 2021e (vs EUR 0,2Mn en 2020)

480S supera niveles de breakeven en Beneficio Neto en 2020, alcanzando un Beneficio Neto proforma de EUR 0,2Mn. Los principales impactos que encontramos entre la línea de EBITDA y el Beneficio Neto corresponden a: (i) los gastos por amortización, esencialmente de intangibles relacionados con el M&A (c. EUR 0,7Mn) y (ii) un gasto extraordinario por la actualización a valor contable del préstamo de acciones formalizado por la compañía con sus tres accionistas mayoritarios para atender las necesidades de liquidez durante el proceso de salida a BME Growth (impacto de EUR 0,3Mn).

Sin impacto significativo por gastos financieros (máximo EUR 0,2Mn/año), las principales partidas que estimamos por debajo de la línea de EBITDA para el período 2021e-2023e son: (i) amortización de intangibles (c. EUR 0,7Mn/año) e (ii) impuestos (estimamos una tasa fiscal del 22%; impacto de EUR 0,3Mn en 2021e). En este contexto, la capacidad de la compañía de apalancar crecimientos de EBITDA sobre el Beneficio Neto es muy elevada.

Gráfico 18. Evolución del EBITDA Rec. vs Cash Flow Rec.



Free Cash Flow: el crecimiento en EBITDA acelerará la generación de caja (aunque en 2021e continuará marcada por el M&A)

Con un CAPEX “cero” y un impacto muy reducido por resultado financiero, sólo la gestión del circulante y los impuestos a pagar se interpondrán entre el EBITDA y la generación de FCF Recurrente (Gráfico 19). Y es que, pese a que el circulante resultó ser una fuente de generación de cash flow en 2020 (impacto positivo de EUR 0,8Mn) trabajamos con una hipótesis de normalización del circulante hasta niveles del 4% s/ingresos en 2023e.

El escenario que planteamos debiera permitir a 480S generar un FCF Recurrente positivo en 2021e de c. EUR 1,1Mn (c. 55% s/EBITDA; FCF Rec. yield 2,1%) que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 1,7Mn en 2023e (FCF Rec. yield 2023e 3,2%; Gráfico 18). Aunque el FCF 2021e continuará marcado por el M&A: estimamos un impacto de c. EUR 3,7Mn como resultado de la adquisición de Fama Systems en marzo 2021e por EUR 4,7Mn (de los que EUR 1Mn ya se habrían desembolsado a cuenta en 2020).

Gráfico 19. Desde EBITDA hasta FCF 2021e

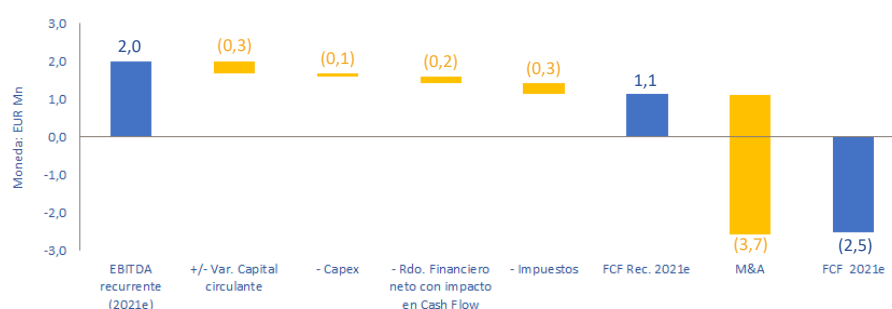
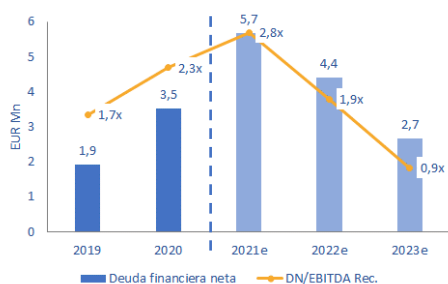


Gráfico 20. Deuda Neta (2019-2023e)



Nota: La Deuda Neta 2020 incluye c. EUR 3Mn correspondientes a los importes pendientes de pago por el M&A (netos de EUR 0,9Mn de inmovilizado financiero).

Manteniendo unos niveles de apalancamiento razonables (DN/EBITDA 2021e 2,8x)

A cierre de 2020, la Deuda Neta de 480S (incluyendo pagos pendientes por M&A) se incrementó hasta EUR 3,5Mn (DN/EBITDA 2020: 2,3x), esencialmente como resultado de los importes pendientes de pago relacionados con el crecimiento no orgánico (c. EUR 3Mn, netos de EUR 0,9Mn pignorados en un fondo de inversión). Y estimamos que se incremente en 2021e hasta EUR 5,7Mn, esencialmente como consecuencia de la adquisición de Fama Systems.

Pese al importante salto en tamaño, las métricas de apalancamiento se mantendrán en niveles razonables hasta 2023e (nivel máximo de DN/EBITDA 2021e de 2,8x). Y la generación de caja estimada a partir de 2022e permitirá reducir los niveles de DN/EBITDA por debajo de las 2x. Lo que deja la puerta abierta a seguir creciendo vía M&A (lo que supone un acelerador del crecimiento).

En conclusión: en base a estimaciones 2021-2023e, 480S aparece como una buena opción para “jugar” la transformación digital

Pese al contexto general de elevada incertidumbre, 2020 supone un claro punto de inflexión para 480S: la “foto” que dejan los resultados 2020 es la de una compañía que ha materializado un importante salto en tamaño (Ingresos 2020 proforma: EUR 11,8Mn), sin estresar de forma excesiva sus niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA Rec. 13%) y manteniendo unas métricas de apalancamiento razonables (DN/EBITDA 2020: 2,3x).

Hoy (abril 2021), el escenario que planteamos para el período 2021e-2023e debiera permitir a 480S consolidar niveles de ingresos de c. EUR 20Mn (+18,5% TACC 2020-2023e), que empujarían la generación de EBITDA hasta c. EUR 3Mn (+24,5% TACC 2020-2023e; EV/EBITDA 2023e: c. 20x). Y una generación de caja que permitirá reducir el apalancamiento por debajo de 1x DN/EBITDA (desde 2,8x en 2021e).

Pero dado el tamaño/momento/sector del negocio de 480S, quizás lo más interesante sea elevar la vista y preguntarnos que cabe esperar de la compañía en un plazo más largo. Sobre el papel, los sectores de Software as a Service (SaaS) y ciberseguridad ofrecen una oportunidad. Y 480S estaría bien posicionada para aprovecharla: (i) producto que elude la comoditización (uno de los mayores riesgos del sector), (ii) niveles de apalancamiento razonables y (iii) con un negocio escalable (que permite aspirar matemáticamente a fuertes incrementos en márgenes). Su múltiplo EV/Vtas hoy se situaría en c. 3,9x, reduciéndose hasta c. 3x en 2023e (vs una industria de software que cotizaría a múltiplos EV/Vtas c. 8x). Todo ello, apunta a una oportunidad de “jugar” el driver que la transformación digital de las compañías ya supone para el sector tecnológico. Y muy especialmente para el segmento de las soluciones de producto (software). Un driver que seguirá actuando en el largo plazo.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,4)	1,4	1,9	n.a.			
Market Cap	55,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	3,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta			2,8%	3,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,2%	2,6%	
Risk free rate (rf)	0,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,2	B (Refinitiv y Lighthouse)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			9,7%	12,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	94,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	6,0%	D			=	=	
WACC	10,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,3%	12,1%	
G "Razonable"	2,5%				3,0%	2,0%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
Qualtrics International	XM.O	14.403,0	n.a.	60,9%	n.a.	n.a.	17,9	19,1%	n.a.	n.a.	52,9%
RealPage	RP.O	7.527,3	40,9	16,1%	26,6	14,6%	7,6	10,0%	28,5%	3,0%	15,6%
Descartes Systems	DSGX.O	4.507,7	88,2	44,3%	33,4	9,1%	13,7	8,9%	41,0%	2,3%	n.a.
Appfolio	APPF.O	4.211,3	n.a.	47,1%	92,8	35,0%	14,1	17,0%	15,2%	0,5%	39,9%
QAD	QADB.O	1.204,2	n.a.	n.a.	69,8	n.a.	4,0	n.a.	5,7%	n.a.	n.a.
American Software	AMSWA.O	549,9	74,9	21,0%	47,8	24,2%	5,0	6,9%	10,5%	n.a.	n.a.
Software			68,0	37,9%	54,1	20,8%	10,4	12,4%	20,2%	1,9%	36,2%
Crowdstricke	CRWD.O	39.139,8	n.a.	95,9%	n.a.	67,8%	34,8	30,6%	11,8%	0,6%	51,8%
SecureWorks	SCWX.O	936,3	n.a.	53,7%	n.a.	71,4%	1,7	5,6%	n.a.	2,6%	n.a.
Absolute Software	ABST.O	591,8	90,1	35,8%	21,5	13,9%	5,0	12,4%	23,4%	4,7%	11,8%
Ciberseguridad			90,1	61,8%	21,5	51,0%	13,8	16,2%	17,6%	2,6%	31,8%
Cuatroochenta	480.S	55,2	55,4	29,3%	29,6	20,5%	3,9	14,1%	13,2%	2,1%	64,1%

Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	14,9%	2,6	23,04x
Central	13,5%	2,3	25,43x
Min	12,1%	2,1	28,36x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 22e			Escenario	FCF Rec./Yield 22e		
	EBITDA 22e	0,3%	0,5%		1,0%	Max	Central
2,6	1,6	1,5	1,4	Max	2,9%	2,8%	2,6%
2,3	1,3	1,3	1,2	Central	2,4%	2,3%	2,2%
2,1	1,1	1,0	1,0	Min	2,0%	1,9%	1,7%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Competencia y riesgo comercial:** Los negocios de elevados márgenes, como es el caso del negocio de 480S (Margen EBITDA Recurrente 2021e c. 13%%) atraen necesariamente a nuevos participantes al mercado, incrementando la competencia, y el riesgo comercial de pérdida de clientes y cuota. Una desaceleración del crecimiento orgánico de ingresos hasta el 8% en 2021e (vs 13,7% estimado en términos orgánicos) implicaría una reducción del EBITDA de c. 10%.
- 2. Exposición sectorial.** En la actualidad, los productos y soluciones de 480S están orientadas al sector Facility Services (a través del negocio de Producto) y Banca (con el negocio de Ciberseguridad). Cualquier factor que generase desaceleración o caída en alguno de estos sectores, impactaría tanto en la capacidad crecimiento de 480S, como en el margen consolidado.
- 3. El sector tecnológico es deflacionario por naturaleza** (lo que es compatible con la existencia de nichos de producto/servicio). Al enfrentarse a un entorno en el que los precios unitarios tienden claramente a la baja, la rentabilidad del negocio de las compañías del sector tecnológico puede verse comprometida. Recortes de precios agresivos por parte de los líderes del sector podrían reducir de forma significativa el margen bruto de los productos comercializados por 480S. Una reducción del margen bruto hasta niveles del 71,6% en 2021e (vs 73,6% estimado) implicaría una reducción de c. 15% del EBITDA estimado.
- 4. Exposición a emergentes (Latam).** Aunque 480S no está expuesta a riesgo divisa emergente (sus transacciones se cierran esencialmente en euros o dólares), el crecimiento en Latam (Panamá, Colombia) es uno de los pilares que explican el crecimiento esperado de la compañía durante el período 2021e-2023e. Lo que en sí mismo implica dependencia de la “macro” y crecimiento de la región.
- 5. Ampliaciones de capital y potencial dilución.** Aunque 480S ya ha alcanzado el breakeven tanto en EBITDA como en beneficio neto (BN estimado para 2021e: EUR 1Mn), acelerar el crecimiento del negocio podría elevar las necesidades de capital (DN/EBITDA 2021e: 2,8x). Dado el tamaño/sector/momento de negocio de 480S, el acceso a nuevo capital para crecer pasaría, muy probablemente, por incrementos adicionales del equity (que implicarían dilución para los actuales accionistas).
- 6. Mala disciplina en M&A.** La creciente actividad corporativa, junto al interés por pequeños actores con capacidad de crecimiento (especialmente del sector tecnológico), pueden conllevar un aumento en la competencia en los procesos de compra con riesgo de destrucción de valor (al pagar múltiplos de valoración muy elevados). Adicionalmente, la búsqueda de crecimiento (vía volumen) podría provocar una reducción de márgenes a nivel consolidado.
- 7. Disrupción tecnológica:** El negocio de 480S depende directamente de productos y servicios esencialmente tecnológicos, lo que se traduce en una necesidad permanente de actualización para hacer frente a su obsolescencia. Los cambios tecnológicos anticipados por los consumidores y reguladores pueden afectar a la demanda en el medio y largo plazo. Y la capacidad de respuesta de 480S a los mismos es en sí misma, un riesgo.

Un consejo con alta exposición al precio de la acción. Y gestión en manos de sus fundadores y accionistas de control

Fundada en 2011 por Alfredo Cebrián (CEO) y Sergio Aguado (CTO), 480S cotiza en BME Growth desde octubre de 2020. Una compañía en la que el consejo de administración mantiene el control efectivo (con una participación del 76% del capital) y se encuentra plenamente involucrado en su gestión. Sin presencia de consejeros ejecutivos “puros” (sin participación accionarial significativa). Destacamos los siguientes puntos:

Tabla 6. Consejo de Administración

Nombre	Cargo	Caracter	Fecha	% Capital
Vicente Montesinos Contreras	Presidente	Dominical	jul-18	22,8%
Alfredo Cebrián Fuertes	CEO	Ejecutivo	jul-18	21,1%
Sergio Aguado González	CTO	Ejecutivo	jul-18	22,0%
Miguel Gimeno Piquer	Vocal	Ejecutivo	jul-18	4,1%
Alfonso Martínez Vicente	Vocal	Dominical	jul-18	0,0%
Manuel Pastor Martínez ¹	Vocal	Dominical	jun-19	6,0%
Javier Rillo Sebastián	Vocal	Independiente	nov-19	0,0%
Carlos Ochoa Arribas	Secretario Consejero	Independiente	nov-19	0,0%
Zenayda Sanfeliu Gasent	Vicesecretario no consejero	-	jun-19	0,0%
Total				76,0%

Nota: Manuel Pastor Martínez en nombre de Multiactividades Reunidas (Grupo Pavasal).

Un consejo de administración con alta exposición al precio de la acción... en 480S encontramos un consejo de administración amplio compuesto por 8 miembros (Tabla 6), de los que 5 tendrían una posición relevante en el capital de la compañía. En su conjunto, el consejo de administración controla el 76% del capital de 480S, con un “núcleo duro” (compuesto por Vicente Montesinos, Alfredo Cebrián y Sergio Aguado) que se ha mantenido estable desde 2013. Lo que asegura una plena alineación de intereses con los accionistas minoritarios. Tan solo dos de los consejeros son independientes. De acuerdo con los estatutos, el plazo de duración de los cargos de los administradores será de 6 años, sin perjuicio de su reelección o de la facultad de la Junta General de proceder a su cese.

... y plenamente involucrado en la gestión de la compañía, con tres de sus ocho miembros ejecutivos. Entre los que encontramos a Alfredo Cebrián y Sergio Aguado, socios fundadores de 480S, plenamente involucrados en la gestión de la compañía: manteniendo los cargos de CEO y CTO, respectivamente.

Retribución del consejo de administración. En 2020 la remuneración del consejo de administración en su conjunto ascendió a c. 286.000 euros (+34% vs 2019; 5% s/gastos de personal), desglosándose en los siguientes conceptos: (i) servicios prestados por c. 111.000 euros (c. 144.000 euros en 2019) y (ii) remuneración como consejeros por c. 174.000 euros (vs c. 99.000 euros en 2019).

Retribución de la alta dirección. El contrato suscrito con los directivos se compone de los siguientes conceptos: (i) una asignación fija de 60.000 euros bruto/año y (ii) una retribución variable sobre el margen neto del negocio (pagadero en efectivo o en acciones de 480S equivalente al precio de cotización con un descuento del 10%). Finalmente no hay cláusulas de blindaje del equipo directivo.

Remuneración variable en acciones. Los objetivos para la obtención de la remuneración variable son: (i) 25% ligado a la obtención de EBITDA global de la compañía, (ii) 25% ligado al EBITDA de cada unidad de negocio y (iii) 50% ligado a objetivos individuales. Si el empleado cumple con los objetivos anuales, se calculará el número de acciones que le corresponderían según el valor medio de la acción en el mes en el que se realice la evaluación. En 2020, el importe registrado como otros instrumentos de patrimonio correspondiente a la remuneración variable de la plantilla a pagar en acciones ascendió a EUR 0,4Mn (EUR 0,2Mn en 2019).

Y sin perverse retribución al accionista en el medio plazo: No existe ningún compromiso en relación al pago de dividendo. Hoy, el principal foco de 480S está en la consolidación del crecimiento orgánico del negocio. El foco de atención (corto y medio plazo) es, por tanto, el de acelerar y rentabilizar el crecimiento del negocio. Y en ese contexto prevemos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos dos años.

Conflictos de interés. No hay transacciones materiales con partes vinculadas con la “propiedad” en la contratación de proveedores/clientes. Ni tampoco en las decisiones de inversión de la compañía. No obstante, en 2020, 480S formaliza un préstamo de 16.043 acciones con Vicente Montesinos, Alfredo Cebrián y Sergio Aguado para atender a las necesidades de liquidez del proceso de salida al BME Growth (vencimiento a los 5 años y 3% de interés anual). Su valoración a cierre de 2020 es de c. EUR 0,4Mn.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e		
Inmovilizado inmaterial				2,4	3,9	3,4	2,9	2,3		
Inmovilizado material				0,1	0,2	0,3	0,3	0,3		
Otros activos no corrientes				0,3	0,5	5,1	5,1	5,1		
Inmovilizado financiero				0,0	1,0	0,0	0,0	0,0		
Fondo de comercio y otros intangibles				1,8	5,1	5,1	5,1	5,1		
Activo circulante				1,6	2,8	3,5	4,0	4,6		
Total activo				6,2	13,6	17,4	17,5	17,5		
Patrimonio neto				1,9	5,4	6,7	7,9	9,6		
Minoritarios				0,0	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP				1,1	1,4	1,4	1,4	1,4		
Otros pasivos no corrientes				-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta				1,9	3,5	5,7	4,4	2,7		
Pasivo circulante				1,2	3,3	3,6	3,7	3,8		
Total pasivo				6,2	13,6	17,4	17,5	17,5		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
Total Ingresos				5,9	11,8	15,1	17,2	19,7	<i>n.a.</i>	18,5%
<i>Cto. Total Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>99,3%</i>	<i>27,8%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,5%</i>		
Coste de ventas				(1,4)	(3,1)	(4,0)	(4,5)	(5,2)		
Margen Bruto				4,5	8,7	11,1	12,7	14,5	<i>n.a.</i>	18,5%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>				<i>76,2%</i>	<i>73,7%</i>	<i>73,6%</i>	<i>73,7%</i>	<i>73,6%</i>		
Gastos de personal				(2,5)	(5,7)	(7,3)	(8,2)	(9,2)		
Otros costes de explotación				(0,8)	(1,5)	(1,8)	(2,2)	(2,4)		
EBITDA recurrente				1,1	1,5	2,0	2,3	2,9	<i>n.a.</i>	24,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>				<i>n.a.</i>	<i>31,2%</i>	<i>32,8%</i>	<i>16,5%</i>	<i>24,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>				<i>19,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,5%</i>	<i>14,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.				-	(0,3)	-	-	-		
EBITDA				1,1	1,2	2,0	2,3	2,9	<i>n.a.</i>	34,3%
Depreciación y provisiones				(0,4)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)		
Gastos capitalizados				-	0,1	0,1	0,1	0,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-	-		
EBIT				0,7	0,6	1,4	1,7	2,3	<i>n.a.</i>	52,3%
<i>Cto. EBIT</i>				<i>n.a.</i>	<i>-10,3%</i>	<i>123,4%</i>	<i>20,0%</i>	<i>31,8%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>				<i>12,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,1%</i>	<i>11,6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros				-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto				(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia				-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario				0,7	0,5	1,3	1,6	2,1	<i>n.a.</i>	60,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>				<i>n.a.</i>	<i>-22,7%</i>	<i>144,6%</i>	<i>21,9%</i>	<i>37,2%</i>		
Extraordinarios				(0,5)	(0,3)	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos				0,1	0,2	1,3	1,6	2,1	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Impuestos				(0,2)	0,0	(0,3)	(0,3)	(0,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>22,0%</i>	<i>22,0%</i>	<i>22,0%</i>		
Minoritarios				-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas				-	-	-	-	-		
Beneficio neto				(0,0)	0,2	1,0	1,2	1,7	<i>n.a.</i>	89,9%
<i>Cto. Beneficio neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>309,1%</i>	<i>21,9%</i>	<i>37,2%</i>		
Beneficio ordinario neto				0,5	0,8	1,0	1,2	1,7	<i>n.a.</i>	26,3%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>75,1%</i>	<i>20,4%</i>	<i>21,9%</i>	<i>37,2%</i>		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
EBITDA recurrente						2,0	2,3	2,9	<i>n.a.</i>	24,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(0,3)	(0,4)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						1,7	1,9	2,5	<i>n.a.</i>	2,9%
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,1)		
Impuestos						(0,3)	(0,3)	(0,5)		
Free Cash Flow Recurrente						1,1	1,3	1,7	<i>n.a.</i>	1,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(3,7)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,5)	1,3	1,7	<i>n.a.</i>	47,5%
Ampliaciones de capital						0,4	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						2,2	(1,3)	(1,7)		

Nota 1: Datos históricos proforma: incluyen las aportaciones de las compañías adquiridas en 2019 y 2020 como si se hubiesen adquirido el 1 de enero (página 7). Para más información ver análisis financiero.

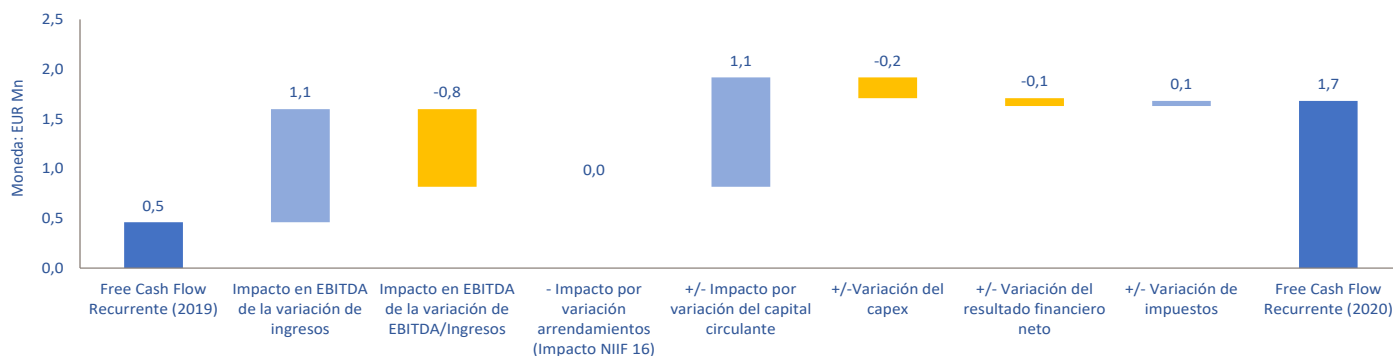
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾⁽²⁾

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
EBITDA recurrente			1,1	1,5	2,0	2,3	2,9	n.a.	24,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			n.a.	31,2%	32,8%	16,5%	24,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			19,3%	12,7%	13,2%	13,5%	14,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(0,3)	0,8	(0,3)	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente			0,8	2,3	1,7	1,9	2,5	n.a.	2,9%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			n.a.	181,7%	-26,1%	13,0%	30,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			13,5%	19,1%	11,0%	11,0%	12,5%		
- CAPEX			(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)		
- Impuestos			(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,5)		
= Free Cash Flow recurrente			0,5	1,7	1,1	1,3	1,7	n.a.	1,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			n.a.	265,2%	-31,7%	11,8%	36,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			7,8%	14,2%	7,6%	7,5%	8,9%		
- Gastos de reestructuración y otros			-	(0,3)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones			(3,1)	(2,8)	(3,7)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow			(2,6)	(1,4)	(2,5)	1,3	1,7	n.a.	47,5%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			n.a.	45,0%	-74,8%	150,9%	36,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			0,8%	3,0%	2,1%	2,3%	3,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	2,3%	3,2%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)				0,5	1,7	1,1	1,3		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos				1,1	0,4	0,3	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos				(0,8)	0,1	0,1	0,2		
= Variación EBITDA recurrente				0,4	0,5	0,3	0,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante				1,1	(1,1)	(0,1)	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente				1,5	(0,6)	0,2	0,6		
+/- Variación del CAPEX				(0,2)	0,2	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto				(0,1)	(0,0)	(0,0)	0,0		
+/- Variación de impuestos				0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente				1,2	(0,5)	0,1	0,5		
Free Cash Flow Recurrente				1,7	1,1	1,3	1,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
EBIT			0,7	0,6	1,4	1,7	2,3	n.a.	52,3%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>			30,0%	0,0%	22,0%	22,0%	22,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			(0,2)	-	(0,3)	(0,4)	(0,5)		
EBITDA recurrente			1,1	1,5	2,0	2,3	2,9	n.a.	24,5%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(0,3)	0,8	(0,3)	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente			0,8	2,3	1,7	1,9	2,5	n.a.	2,9%
- CAPEX			(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			(0,2)	-	(0,3)	(0,4)	(0,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			0,5	2,0	1,3	1,4	1,9	n.a.	-1,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			n.a.	293,9%	-35,0%	11,2%	31,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			8,4%	16,6%	8,5%	8,3%	9,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones			(3,1)	(2,8)	(3,7)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"			(2,6)	(0,9)	(2,4)	1,4	1,9	n.a.	61,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			n.a.	66,9%	-180,0%	159,3%	31,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			0,8%	3,3%	2,2%	2,4%	3,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	2,4%	3,1%		

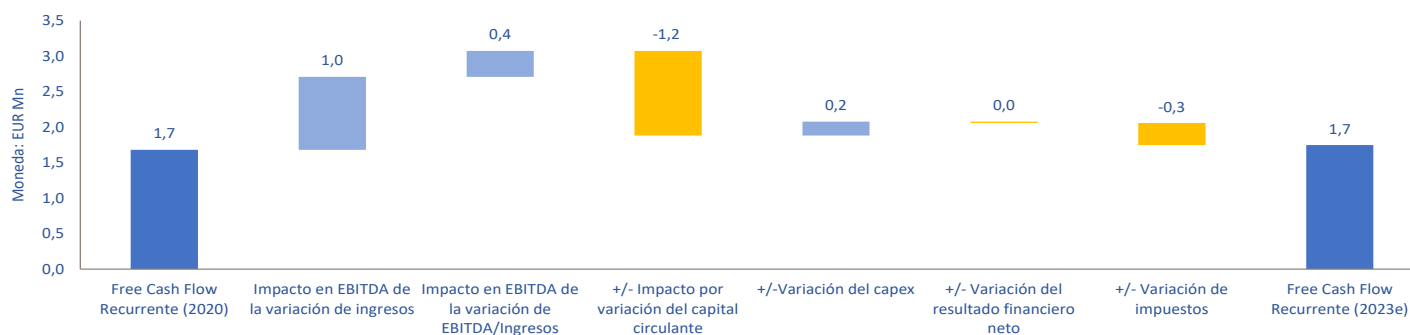
Nota 1: 480S presenta sus estados financieros en base PGC, no viéndose afectado por la aplicación de la NIIF 16.IIF 16.

Nota 2: Datos históricos proforma: incluyen las aportaciones de las compañías adquiridas en 2019 y 2020 como si se hubiesen adquirido el 1 de enero (Ver Tabla 3 en página 7). Para más información ver análisis financiero.

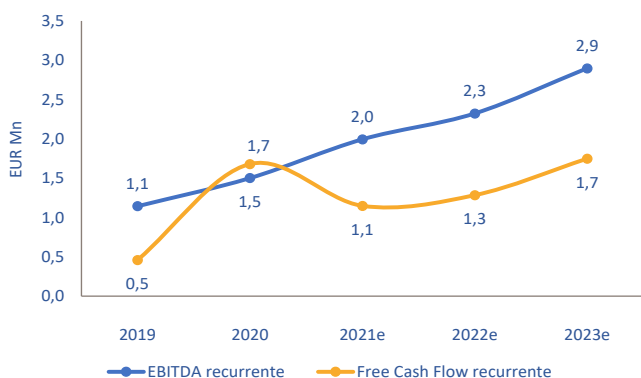
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	55,2	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	3,5	Rdos. 12m 2020
- Inmovilizado financiero	1,0	Rdos. 12m 2020
+/- Otros		Rdos. 12m 2020
Enterprise Value (EV)	59,1	

Anexo 4. Principales comparables 2021e

	Software							Ciberseguridad			Cuatroochenta		
	EUR Mn	Qualtrics International	RealPage	Descartes Systems	Appfolio	QAD	American Software	Average	Crowdstricke	SecureWorks		Absolute Software	Average
Market data													
Ticker (Reuters)	XM.O	RP.O	DSGX.O	APPF.O	QADB.O	AMSWA.O		CRWD.O	SCWX.O	ABST.O			480S
Country	USA	USA	Canada	USA	USA	USA		USA	USA	Canada			Spain
Market cap	14.403,0	7.527,3	4.507,7	4.211,3	1.204,2	549,9		39.139,8	936,3	591,8			55,2
Enterprise value (EV)	14.233,6	8.077,6	4.396,6	4.071,2	1.096,3	466,1		38.159,8	753,3	493,2			59,1
Basic financial information													
Total Revenues	793,9	1.065,7	321,0	288,3	274,9	92,8		1.097,5	449,3	98,2			15,1
Total Revenues growth	25,1%	10,7%	10,8%	11,9%	7,4%	-3,3%	10,4%	51,0%	-3,6%	12,9%	20,1%		27,8%
2y CAGR (2021e - 2023e)	19,1%	10,0%	8,9%	17,0%	n.a.	6,9%	12,4%	30,6%	5,6%	12,4%	16,2%		14,1%
EBITDA	(9,2)	304,2	131,8	43,9	15,7	9,8		129,2	(11,6)	23,0			2,0
EBITDA growth	95,2%	40,1%	18,4%	44,4%	-3,2%	-17,0%	29,6%	419,7%	-259,1%	-5,2%	51,8%		66,6%
2y CAGR (2021e - 2023e)	n.a.	14,6%	9,1%	35,0%	n.a.	24,2%	20,8%	67,8%	71,4%	13,9%	51,0%		20,5%
EBITDA/Revenues	n.a.	28,5%	41,0%	15,2%	5,7%	10,5%	20,2%	11,8%	n.a.	23,4%	17,6%		13,2%
EBIT	(35,3)	268,1	74,0	14,9	9,7	5,7		84,1	(23,9)	11,0			1,4
EBIT growth	83,3%	163,6%	23,3%	82,7%	-7,9%	13,6%	59,8%	214,0%	12,2%	-13,6%	70,9%		123,4%
2y CAGR (2021e - 2023e)	57,4%	5,0%	14,6%	65,0%	n.a.	52,8%	39,0%	93,4%	42,8%	25,8%	54,0%		25,7%
EBIT/Revenues	n.a.	25,2%	23,1%	5,2%	3,5%	6,2%	12,6%	7,7%	n.a.	11,2%	9,4%		9,5%
Net Profit	(74,6)	182,5	51,8	13,8	6,2	7,4		57,7	(18,8)	7,5			1,0
Net Profit growth	67,1%	374,1%	19,6%	-89,5%	-32,2%	32,9%	62,0%	174,9%	-3,1%	-14,7%	52,4%		309,1%
2y CAGR (2021e - 2023e)	61,4%	3,3%	16,1%	48,1%	n.a.	22,7%	30,3%	n.a.	53,8%	29,6%	41,7%		29,3%
CAPEX/Sales %	5,9%	5,0%	1,5%	6,7%	n.a.	0,5%	3,9%	8,7%	0,7%	n.a.	4,7%		-0,5%
Free Cash Flow	(74,5)	226,9	104,1	19,4	n.a.	n.a.		220,9	23,9	27,8			(2,5)
Net financial debt	78,8	(79,8)	(138,8)	(127,8)	n.a.	(80,2)		(1.087,0)	(140,3)	(98,6)			5,7
ND/EBITDA (x)	n.a.	(0,3)	(1,1)	(2,9)	n.a.	(8,2)	(3,1)	(8,4)	n.a.	(4,3)	(6,4)		2,8
Pay-out	0,0%	n.a.	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%		0,0%
Multiples and Ratios													
P/E (x)	n.a.	40,9	88,2	n.a.	n.a.	74,9	68,0	n.a.	n.a.	90,1	90,1		55,4
P/BV (x)	n.a.	5,2	6,1	15,2	n.a.	n.a.	8,8	n.a.	1,7	n.a.	1,7		8,2
EV/Revenues (x)	17,9	7,6	13,7	14,1	4,0	5,0	10,4	34,8	1,7	5,0	13,8		3,9
EV/EBITDA (x)	n.a.	26,6	33,4	92,8	69,8	47,8	54,1	n.a.	n.a.	21,5	21,5		29,6
EV/EBIT (x)	n.a.	30,1	59,4	n.a.	n.a.	81,6	57,0	n.a.	n.a.	45,0	45,0		41,0
ROE	75,4	12,8	9,2	8,0	n.a.	n.a.	26,4	3,7	n.a.	n.a.	3,7		16,5
FCF Yield (%)	n.a.	3,0	2,3	0,5	n.a.	n.a.	1,9	0,6	2,6	4,7	2,6		2,1
DPS	0,00	n.a.	0,00	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00	n.a.	0,00		0,00
Dvd Yield	0,0%	n.a.	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%		0,0%

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad

alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
22-Abr-2021	n.a.	24,80	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

