

RENDA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

 Precio de Cierre: EUR 3,79 (19 may 2023)
 Fecha del informe: 22 may 2023 (11:00h)

 Inicio de cobertura
 Análisis Independiente de Compañías

Agile Content (AGIL), grupo tecnológico que opera en el sector audiovisual online y de video por streaming, ofreciendo tecnología hardware y software asociada a la creación, procesamiento, distribución y gestión de video para la provisión de servicio de televisión de pago. Desde noviembre de 2015 cotiza en BME Growth.

Enrique Andres Abad – enrique.andres@lighthouse-ieaf.com
 +34 915 904 226

Una ecuación de una incógnita: el margen

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	87,6	94,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	111,0	119,7
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,74 / 4,40 / 3,23	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽²⁾	12,8	
Factset / Bloomberg	AGIL-ES / AGIL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

Hernan Scapusio Vincent	9,9
Inveready	9,8
Onchena S.L	6,9
TV Azteca SAB de CV	6,9
Free Float	54,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	101,5	110,5	119,8	129,9
EBITDA Rec.	3,5	4,9	6,4	8,6
% Var.	192,3	38,4	31,3	34,3
% EBITDA Rec./Ing.	3,5	4,4	5,4	6,7
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	12,8	9,7	19,8	15,9
Beneficio neto	-6,4	-3,8	-3,2	-1,9
BPA (EUR)	-0,27	-0,17	-0,14	-0,08
% Var.	-9,9	39,9	15,1	42,3
BPA ord. (EUR)	-0,27	-0,17	-0,14	-0,08
% Var.	-84,4	38,2	15,1	42,3
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	4,1	3,2	3,0	5,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	20,3	17,1	14,0	8,8
DN / EBITDA Rec.(x)	5,7	3,5	2,2	1,0
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	0,5

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

	2022	2023e	2024e	2025e
PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	2,2	2,4	2,7	2,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,09	1,00	0,93	0,85
EV/EBITDA Rec.	31,3	22,6	17,2	12,8
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	4,7	3,7	3,5	5,9

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

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

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

(6) Otros: Mónica Rayo Moragón 6,3%, José Eulalio Poza Sanz 5,3%, Autocartera 0,4%

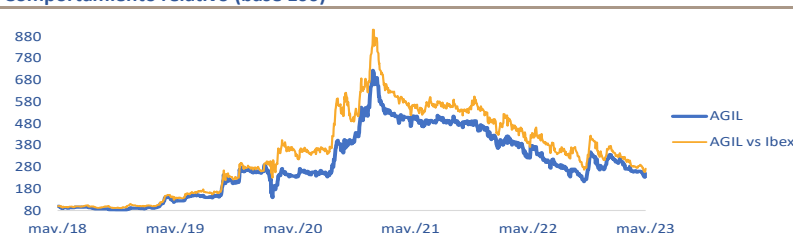
UNA "HISTORIA DE CRECIMIENTO" (VÍA M&A) ... Entre los años 2020-2021 AGIL ha desarrollado una intensa actividad de M&A que ha permitido: (i) multiplicar por 9x los ingresos de 2019 a cierre de 2022 (EUR 11,0Mn vs 101,5Mn respectivamente), (ii) situarse en toda la cadena de valor de sus clientes, (iii) incrementar la recurrencia del negocio (74% de los ingresos 2022) y (iv) ampliar su presencia geográfica (c. 30% de sus ingresos ya se generan fuera de España).

... GENERANDO LA OPORTUNIDAD DE CRECER ORGÁNICAMENTE. Nuestro escenario central para el período 2022-2025e contempla un crecimiento de los ingresos hasta EUR 129,9Mn al final del período (8,6% TACC 2022-25e). Apoyado en: (i) crecimiento en nuevos usuarios, (ii) despliegue del 5G y las redes FTTH en Europa y (iii) drivers sectoriales como el fuerte aumento del contenido en video (crec. c.10%/año).

CON GRAN POTENCIAL (EXIGENTE) DE MEJORA EN RENTABILIDAD. El escenario que planteamos para 2023e debiera permitir a AGIL crecer en ingresos hasta c. EUR 110,5Mn (8,9% vs 2022), hasta alcanzar EUR 4,9Mn en EBITDA Rec (38,4% vs 2022), gracias a una teórica capacidad de mejora en márgenes (EBITDA Rec./Vtas 2023e, 4,4% vs 3,5% 2022) hasta el 6,7% en 2025e. Y con una capacidad de generación de caja que dejaría el apalancamiento en 3,5x DN/EBITDA Rec en 2023e (5,7x en 2022).

OPORTUNIDAD Y RETO. 2023e-2025e será clave para ver la capacidad real de trasladar el fortísimo crecimiento en ingresos de los últimos años a una auténtica mejora de rentabilidad, aprovechando el apalancamiento operativo. Lo que de por si es el reto y la oportunidad de AGIL. Y que explica nuestro escenario central de casi duplicar márgenes hasta 2025. Y crecer a una TACC EBITDA 2022- 2025 de c.35%.

EN DEFINITIVA, TODO PIVOTA SOBRE LA CAPACIDAD REAL DE MEJORAR EL MARGEN. Y APROVECHAR UNA GRAN OPORTUNIDAD (SOBRE EL PAPEL). El driver sectorial es obvio (crecimiento del video por streaming). La clave está en la capacidad de la compañía de crecer orgánicamente, pero apalancando su estructura (pilar del equity story) y generar un auténtico salto en rentabilidad. Pendiente hasta la fecha. Y única incógnita. Nuestras estimaciones 2023e cotizarían a un EV/Ventas de 1,0x (vs 1,1x de sus principales comparables con un crecimiento en ingresos del 4,9% TACC 23e-25e vs 8,4% de AGIL). Lo que apunta a una posible reserva de valor, aunque condicionada a que el modelo de negocio aporte, ya en 2023, la mejora de márgenes que sobre el papel parece factible (pero exigente; y que, por ello, aun no cotizaría).

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-5,0	-18,5	-22,7	-13,1	4,6	150,0
vs Ibxex 35	-2,5	-17,8	-29,7	-22,7	-25,3	173,2
vs Ibxex Small Cap Index	-1,6	-9,6	-16,0	-19,4	-26,9	151,2
vs Eurostoxx 50	-5,0	-20,7	-35,9	-25,0	-30,9	103,3
vs Índice del sector ⁽³⁾	-10,4	-21,7	-36,3	-28,9	-25,7	66,9

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

Agile Content (AGIL) 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.140 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).

Abreviaturas

1. OTT Over the top
2. FTTH Fiber to the home
3. IPTV Televisión por protocolo de internet
4. CTV Televisión conectada
5. CDN Red de distribución de contenidos

La oportunidad (y reto) de mejorar márgenes es el 100% del equity story de AGIL. Y 2023 será “clave” para empezar a demostrarlo.

Cotizando en BME Growth desde 2015, AGIL es una compañía tecnológica española (subsector de proveedores de software), que desde 2019 ha materializado un fortísimo salto en tamaño. Gracias a la adquisición de 4 compañías. Los números explican con sencillez lo ocurrido (basta con comparar el nivel de ingresos generado en 2019 vs 2022: EUR 11,0Mn vs EUR 101,5Mn respectivamente) Y plantean, a su vez, tres preguntas esenciales: ¿lo visto hasta ahora es sostenible? ¿qué debe esperarse para el futuro más próximo (2023e-2025e) en términos de EBITDA y generación de caja? ¿en qué se basa el equity story de AGIL?

A) Una evolución dividida en dos fases: (i) replanteamiento del modelo de negocio (6,7% TACC 2014 – 2019) y (ii) “despegue” vía M&A (110% TACC 2019 – 2022)

En 2015 AGIL sale a cotizar en BME Growth e inicia un replanteamiento de su modelo de negocio...

En noviembre de 2015 se produce la salida a bolsa en BME Growth. Y el año siguiente se inicia el replanteamiento de su modelo de negocio donde: (i) se discontinúan las líneas de negocio de menor valor añadido (por ejemplo, paquetes de video online en streaming) y (ii) se pone el foco en el negocio más escalable bajo un modalidad de SaaS (de mayor recurrencia). Con un impacto negativo en ventas (2017 y 2018) pero con impacto positivo a nivel de margen bruto por el cambio de mix de negocio (72,5% en 2019 vs 50,2% en 2016).

En el año 2020 y 2021 arranca un periodo de fuerte crecimiento inorgánico con: (i) la OPA sobre Edgware AB (que permite una alta complementariedad geográfica y venta cruzada) (ii) la adquisición de FON Technology (permite ampliar la base de clientes y hacer venta cruzada) (iii) la compra de Wetek (entrada en nuevos sectores) y (iv) Negocio de TV de Euskatel, R Cable y Telecable Telec (salto de escala consolidando su negocio de Agile TV Platform. Es decir, esta intensa actividad de M&A ha permitido a AGIL cambiar en varias direcciones:

... seguido en 2020 y 2021 de una intensa actividad de M&A que cambia la compañía.

- **Tamaño:** AGIL alcanzó unos ingresos de EUR 101,5Mn en 2022 vs (EUR 11,0Mn en 2019). Un “salto” en tamaño muy relevante que lleva el negocio de la compañía a otra dimensión.
- **Negocio:** (i) diversificando su actividad con la consolidación de su negocio Agile TV Platform (con impacto negativo en margen bruto; 72,5% 2019 vs 42,1% 2022) que en 2022 representa el 60% de las ventas totales, (ii) fortaleciendo la línea de negocio de Agile TV Technologies (cubriendo desde el procesamiento del contenido hasta la gestión de la experiencia del cliente). Y la entrada en nuevos sectores como el hotelero.
- **Recurrencia:** las adquisiciones han permitido aumentar de forma significativa la recurrencia del negocio, hasta el 74% de los ingresos en 2022. Por la base de suscriptores de Agile TV en España.
- **Presencia geográfica:** En la actualidad, los ingresos fuera de España representan c.30% s/ventas totales en 2022 (frente a un negocio tradicionalmente local a comienzos de 2019). Además de España, solo en USA (16% s/ingresos 2022) hay una exposición superior al 10% s/ventas.

2020 - 2021 supuso un punto de inflexión para AGIL. A cierre de 2022, la “foto” es la de una compañía que:

A cierre de 2022 AGIL ha multiplicado por 9x sus ingresos y aumentado la recurrencia de estos (c.75%) ...

- Actualmente tiene dos líneas de negocio: (i) Agile Technologies (40% s/mix de negocio; 24% ventas en España) y (ii) Agile TV Platform (60% s/mix de negocio; 100% ventas en España). Y que ocupa toda la cadena de valor de sus clientes, cubriendo desde la generación del contenido a su consumo final. Y centrada en clientes de telecomunicaciones (lo que implica exposición a los movimientos de consolidación del sector como Orange/MasMóvil) y distribuidores/generadores de contenido.
- Ha multiplicado los ingresos de 2019 por 9x. Y ha asentado las bases para crecer sobre un negocio teóricamente con mayor potencial (pero donde la competencia es más intensa y el cliente tiene una elevada opcionalidad) empujado sectorialmente por el fuerte crecimiento del consumo de videos por streaming (11,6% TACC 2021– 2026e en Europa) y de la publicidad digital (9,1% TACC 2021-2026e a nivel global).
- El fortísimo crecimiento en ingresos no se ha visto trasladado a una mejora significativa de la rentabilidad (hasta la fecha). Lo que en sí mismo es el gran (¿único?) reto y oportunidad de AGIL.

... pero no ha conseguido trasladar ese crecimiento en

una mejora significativa de la rentabilidad.

Con un múltiplo de DN/EBITDA Rec de 5,7x como resultado del crecimiento por M&A.

- Una compañía con experiencia en la integración de compañías/unidades de negocio adquiridos en un sector muy fragmentado en Europa y tendente a la concentración (caldo de cultivo para el M&A; algo que no ha terminado y seguirá produciéndose).
- Con un múltiplo (elevado) de 5,7x DN/EBITDA Recurrente (EUR 20,3Mn de Deuda Neta) como resultado (obvio) del fuerte crecimiento inorgánico de los últimos años. Las partidas más relevantes de la deuda son: (i) deuda con entidades de crédito EUR 9,8Mn (28,1% del total) (ii) obligaciones convertibles por valor de EUR 11,9Mn (34,3% del total) y (iii) desembolso pendiente por las adquisiciones realizadas de EUR 10,8Mn (30,9% del total).

B) 2023e – 2025e: “vuelta” al crecimiento (exclusivamente) orgánico con una potencial/exigente mejora en márgenes ante los ojos

¿Qué podemos esperar de AGIL para los próximos años, desde un punto de vista de crecimiento, rentabilidad y generación de FCF Recurrente?:

Crecimiento orgánico en ingresos de un dígito alto (8,6% TACC 2022 – 2025e) ...

- **Crecimiento orgánico en ingresos de un dígito alto (8,6% TACC 2022 – 2025e):** Nuestro escenario central para el período 2023e-2025e contempla un crecimiento orgánico (no hemos incluido el impacto de posibles adquisiciones) de los ingresos hasta EUR 129,9Mn al final del período y EUR 110,5Mn en 2023e (8,6% TACC 2022-2025e). Con un crecimiento similar en ambas líneas de negocio: (i) Agile Technologies (7,7% TACC 2022 – 2025e) y (ii) Agile TV Platform (9,2% TACC 2022 – 2025e). Los principales drivers de crecimiento que sustentarían nuestras hipótesis son: (i) crecimiento en nuevos clientes (muchos de los clientes de empresas de telecomunicaciones no tienen contratada la televisión), (ii) despliegue del 5G y las redes FTTH en Europa y (iii) drivers sectoriales como el fuerte aumento del contenido en video y de la publicidad digital (con crecimiento esperado de c.+10%/año)

... con una mejora exigente en EBITDA Recurrente hasta el 6,7% en 2025e (vs 3,5% 2022)

- **Con una mejora progresiva (y finalmente agresiva) en EBITDA Recurrente** Para 2023e hemos estimado un EBITDA Recurrente del 4,4% (vs 3,5% en 2022). Y una mejora progresiva hasta el 6,7% en 2025e (casi doblando el margen 2022), gracias a: (i) la teórica capacidad de parte del negocio de apalancarse en la estructura actual (en gran medida generada vía M&A) y (ii) de la generación de sinergias de costes en las adquisiciones realizadas los últimos años. Todo ello se convierte en el auténtico equity story de la compañía. Ser capaz de “traducir” el crecimiento esperado en ingresos en una fuerte mejora de la rentabilidad. Que hasta la fecha ha sido muy poco significativa.
- **Que impulsará la generación de FCF Recurrente...** nuestros números recogen una generación de FCF Recurrente positivo en 2023e de EUR 3,2Mn (66% s/EBITDA recurrente; FCF Rec. yield 3,7%) que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 5,2Mn en 2025e (FCF 60% s/EBITDA recurrente; FCF Rec. yield 2025e 5,9%).

Que empujará la generación de caja y reducirá la deuda.

- **... reduciendo la deuda neta hasta EUR 8,8Mn en 2025e (1,0x DN/EBITDA Recurrente).** A cierre de 2022, la deuda neta de AGIL se redujo en EUR 8,4Mn hasta los EUR 20,3Mn (DN/EBITDA Recurrente 2022: 5,7x). Las métricas de apalancamiento se mantendrán en niveles elevados en 2023e (nivel de DN/EBITDA Recurrente 2023e de 3,5x). Aunque de cumplirse nuestras estimaciones la deuda neta se iría reduciendo a niveles más razonables en 2024e (DN/EBITDA Rec 2,2x) hasta llegar a un múltiplo de 1,0x en 2025e. En pura teoría, el alto apalancamiento hace improbable el crecimiento no orgánico en 2023-2024.

Es decir, esperamos una consolidación del fortísimo crecimiento en ingresos, con el reto exigente de una mejora en rentabilidad.

Es decir, esperamos una consolidación del fortísimo crecimiento en ingresos, con el reto exigente de una mejora en rentabilidad. Es decir, esperamos una consolidación del fortísimo crecimiento en ingresos, con el reto exigente de una mejora en rentabilidad. Es decir, esperamos una consolidación del fortísimo crecimiento en ingresos, con el reto exigente de una mejora en rentabilidad.

Por último, habría que preguntarse qué pasaría si nuestro escenario central para 2023e no se cumpliera. Si asumimos un escenario más favorable, en el que se lograra un margen bruto del 45% (vs 41,5% escenario central) con el mismo crecimiento en costes de estructura que nuestro escenario central (4,5% vs 2022) se llegaría a un margen EBITDA Rec de EUR 8,8Mn (7,9% s/ventas). Que junto con un CAPEX del 1% s/ventas (vs 1,5% del escenario central) el FCF Rec se situaría en EUR 7,0Mn (80% s/EBITDA Rec; “el mejor de los mundos”). Y dejaría la DN en EUR 13,3Mn (DN/EBITDA Rec: 1,5x).

Pero ¿qué pasaría si el escenario fuera peor? Si el margen bruto cayera al 39% (vs 41,5% escenario central) y los costes de estructura crecieran un c.6% (1,6% p.p. vs esc.central) el EBITDA Rec se situaría en EUR 1,5Mn (1,4% s/ventas). Que junto con un aumento del CAPEX al 2% s/ventas dejaría el FCF Rec en EUR -0,9Mn y la DN en EUR 21,2Mn (DN/EBITDA Rec: 14,1x). Un escenario de riesgo que refleja con claridad el impacto que un menor apalancamiento operativo que el esperado tendría en nuestras estimaciones. Evidenciando que en AGIL todo gira hoy alrededor del margen. Aunque incluso en el escenario más pesimista se conseguiría mantener el EBITDA por encima de break-even (pero sin reducir DN que se mantendría en niveles muy elevados).

Tabla 1. ¿Qué pasaría en 2023e si...?

Nombre	Escenario Pesimista	Escenario Actual	Escenario Optimista
Ventas 2023e	110,5	110,5	110,5
Margen bruto	43,1	45,9	49,7
Margen Bruto (s/Ingresos)	39,0%	41,5%	45,0%
EBITDA Rec. 2023e	1,5	4,9	8,8
EBITDA rec. / Ingresos	1,4%	4,4%	7,9%
FCF Rec 2023e	(0,9)	3,2	7,0
FCF Rec / EBITDA Rec.	n.a	65,8%	80,1%
DN 2023e	21,2	17,1	13,3
DN / EBITDA Rec	14,1x	3,5x	1,5x

C) El margen es y seguirá siendo “el elefante en la habitación”

EL crecimiento sectorial y la tendencia a la concentración deberían permitir a AGIL seguir creciendo...

La propia inercia de un sector en plena fase de crecimiento y la tendencia a la concentración en el sector en Europa, debería permitir a AGIL seguir creciendo en el más largo plazo, tanto orgánica como inorgánicamente en ingresos. Pero lo más importante, a nuestro juicio, es el potencial de mejora en márgenes, también más allá de 2025e. Después de una fase de crecimiento vía M&A (que ha permitido ganar escala) y un periodo de consolidación de ese crecimiento (2023e-2025e).

En el caso de AGIL el margen “es el elefante en la habitación”. La única incógnita de un equity story mucho más simple de lo que aparentemente pudiera parecer. ¿No hay más incógnitas? Creemos que ninguna más:

- El crecimiento orgánico esperado para AGIL es esencialmente sectorial (no esperamos que AGIL crezca de modo muy dispar al sector).
- El riesgo macro es bajo o muy bajo, ya que el sector es un beneficiario de algo tan estratégico como la digitalización de la economía. Un área en el que el nivel de inversión (pública y privada) no decaerá incluso con el ciclo en contra (como ya se ha visto en el período 2019-2022).
- El nivel de recurrencia en ingresos es además muy elevado (c.75%) lo que reduce sensiblemente el riesgo comercial de AGIL.
- El M&A ha sido una oportunidad/riesgo ya materializado. Las “compras” ya están hechas y el nivel de apalancamiento financiero alcanzado hace poco probable que veamos crecimiento no orgánico significativo en los próximos 2 años.

... con la única incógnita de la mejora en márgenes por aprovechamiento del apalancamiento operativo. No libre de riesgos (sectoriales).

Si se reducen nuestras estimaciones a una simple ecuación el crecimiento esperado en EBITDA (35% TACC 2022-2025e) es resultado de un crecimiento en ingresos de c.9% y una mejora espectacular del margen que casi se doblaría en el período (del 3,5% en 2022 al 6,7% en 2025). Si damos por hecho (por baja incertidumbre) el crecimiento en ingresos, todo pivota sobre el margen. Nuestro escenario central recoge ese enorme potencial. Asumiendo que la ejecución del mismo es exigente (como prueba su no consecución en los últimos 2 años; en condiciones obviamente difíciles y poco “normales”, por Covid, inestabilidad global, despegue de la inflación, etc). La capacidad de trasladar el salto de escala en ingresos en una mejora de la rentabilidad está sujeta a riesgos lógicos/inevitables sectoriales: nivel muy elevado de competitividad en el sector, debido a la elevada opcionalidad de los usuarios (número de plataformas OTT), y limitada capacidad de suscripción de los hogares (riesgo comercial).

Pero asumiendo ese riesgo, nuestro escenario central es el de lograr una significativa mejora de márgenes los próximos 2-3 años. Por puro efecto del apalancamiento operativo y la captura de la sinergias (pendientes) de las adquisiciones de 2020-2022.

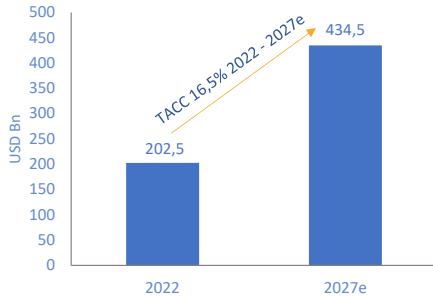
Toda idea de inversión sobre AGIL tiene como única incógnita su capacidad de ejecutar una gran mejora de márgenes y recoger sus frutos. Los múltiplos a día de hoy no parece haberla recogido. El underperformance

Los resultados de 2023e son clave para despejar la incógnita.

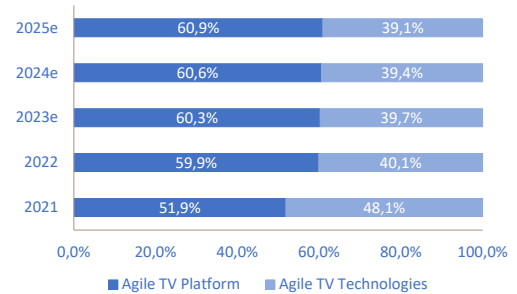
de la acción -12m ha sido severo desde todos los puntos de vista (-13,1%; -22,7% vs Ibex 35; -28,9% vs sector). Y el múltiplo EV/Vtas 2023, está por debajo de sus comparables (1,0x vs 1,1x), pese a que el crecimiento esperado en ingresos en AGIL es sensiblemente superior (TACC 2023-2025: 8,4% vs 4,9%). Los resultados 2023 aparecen como un elemento decisivo a la hora de despejar la incógnita sobre los márgenes de AGIL. El “elefante en la habitación” y la auténtica “llave” del equity story.

La compañía en 8 gráficos

El mercado de video over-the-top a nivel global se espera que crezca a una TACC del 16,5% 2022e-2027e.

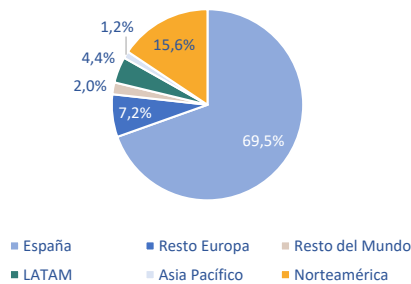


AGIL: un negocio presente en toda la cadena de valor de sus clientes y de elevada recurrencia (con dos líneas de negocio) ...

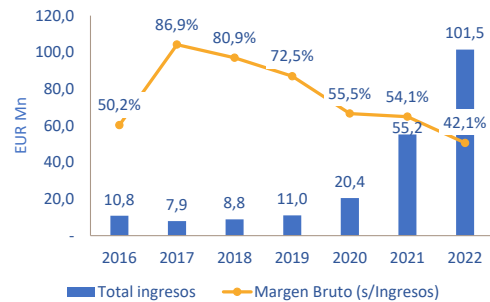


Nota: En 2022 el 74% de los ingresos se consideran recurrentes.

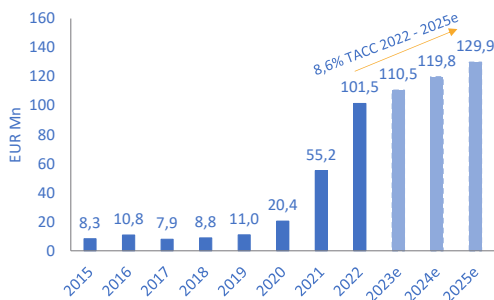
...y diversificado geográficamente. En 2022 las ventas fuera de España representaron el 30%.



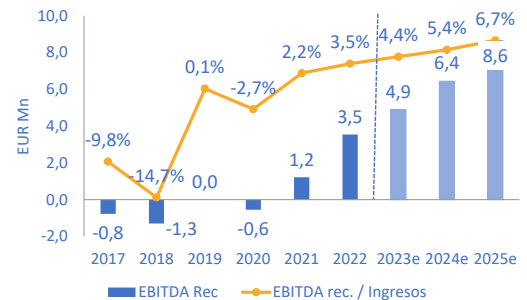
Que entre 2020 – 2021 ha desarrollado una intensa actividad de M&A dando un saldo de escala muy significativo...



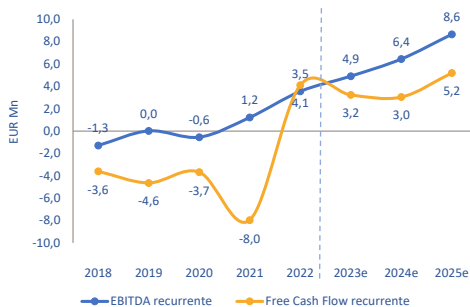
... que ha permitido establecer las bases para el crecimiento orgánico (creíble) de los próximos años (8,6% TACC 2022 – 25e)



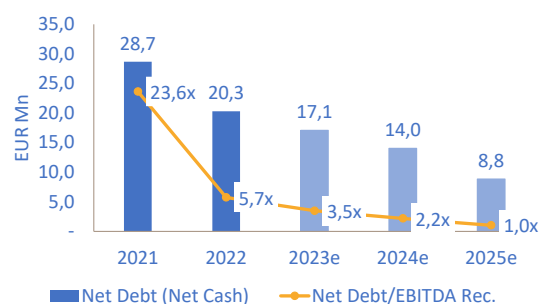
Y que debería permitir una mejora progresiva del apalancamiento operativo en el periodo proyectado...



... empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 5,2Mn en 2025e.



Que dejaría a la compañía con un nivel de endeudamiento conservador en 2025e (DN EUR 8,8Mn; 1,0x DN/EBITDA Rec.)



Descripción del negocio

Un negocio tecnológico “a favor de corriente”: aprovecha el “tirón” del mercado de la televisión de pago y servicios OTT

Agile Content (AGIL) es un grupo tecnológico fundado en 2007 que opera en el sector audiovisual online y de video por streaming, ofreciendo tecnología hardware y software asociada a la creación, procesamiento, distribución y gestión de video para la provisión de servicio de televisión de pago. Sus clientes son proveedores de servicios de telecomunicaciones, generadores y distribuidores de contenido y empresas con necesidades propias de manejo de grandes cantidades de contenido en video. Algunos de sus clientes son: MásMóvil, Sky, KPN, Telefónica, Orange, Televisa, SVT.... Desde noviembre de 2015 cotiza en BME Growth (Mkt Cap c. EUR 88Mn).

AGIL ofrece básicamente dos modelos de negocio que se sustentan mutuamente: (i) Un modelo denominado “Agile TV Technologies” por el que vende tecnologías en forma de productos y/o aplicaciones a sus clientes de una forma puramente transaccional. Cerca de 50 millones de hogares a nivel mundial consumen contenidos de televisión de pago utilizando de una u otra manera tecnología de Agile Content. Por otra parte, a través del modelo “Agile TV Platform”, se facilita un servicio más integral extremo a extremo a los clientes. Así, cerca de 800,000 hogares fundamentalmente en España disfrutan del servicio de televisión de pago con proveedores de servicios de telecomunicaciones utilizando la tecnología y los servicios de operación de Agile Content. De esta forma, Agile Content logra tener una visión completa de las funciones a desarrollar para mejorar la experiencia del cliente.

Estos dos modelos de negocio, y especialmente el segundo, proporcionan un flujo de ingresos predecibles y relativamente estable (74 % de ingresos recurrentes en 2022). Al objeto de ampliar el abanico de Tecnologías, la compañía ha llevado a cabo durante los últimos años una actividad importante de M&A con la adquisición de 4 compañías que le han permitido ganar tamaño con la intención de convertirse en uno de los principales proveedores neutrales de televisión y video a nivel europeo.

Gráfico 1. Modelo de negocio de AGIL

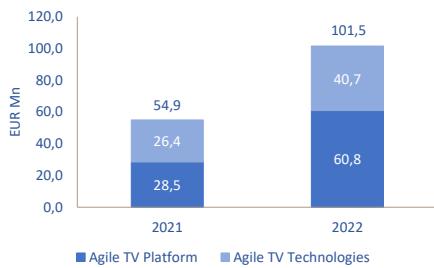
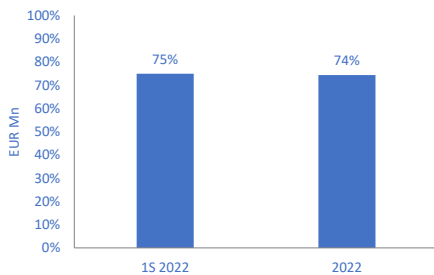


Los principales competidores de AGIL por línea de negocio son: (a) Agile Technologies (i) Brightcove (plataforma de streaming de video para alojar, compartir y transmitir contenido), Nagra (plataforma PayTV para operadores, tecnologías de securización) (b) Agile TV Platform: (i) Netgem (desarrolla, comercializa y opera una plataforma de entretenimiento donde crear o impulsar ofertas de entretenimiento en streaming, (ii) Kaltura (proporciona soluciones SaaS de video en vivo y bajo demanda a organizaciones y usuarios en el hogar, trabajo y escuela).

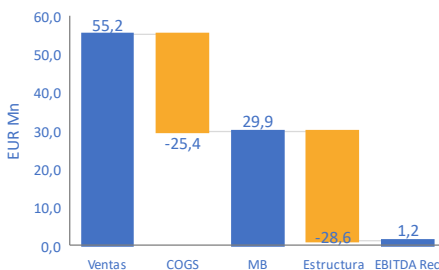
Modelo de negocio de extremo a extremo de la cadena de valor de la TV de pago.

AGIL desarrolla tecnologías asociadas a la provisión de servicios de TV de pago, cubriendo desde la generación de contenido, procesamiento, distribución a través de las redes de telecomunicaciones y su posterior entrega para consumo al cliente final. En la actualidad, podemos agrupar su actividad en dos líneas de negocio:

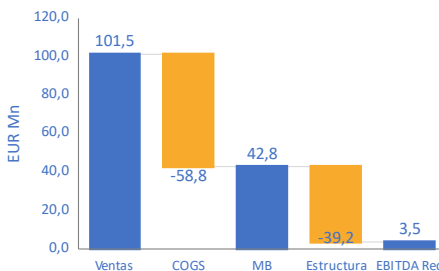
Agile TV technologies (40% s/ingresos 2022 vs 48% en 2021): esta línea de negocio cuenta con seis áreas de productos tecnológicos:

Gráfico 2. Ventas por línea de negocio

Gráfico 3. % de ingresos Recurrentes


Nota: la compañía empezó a compartir la información de los ingresos recurrentes en el informe del primer semestre de 2022.

Gráfico 4. Bridge EBITDA Recurrente 2021


Nota: el grupo cerró 2021 con 287 empleados. Las ventas incluyen c. EUR 0,3Mn de otros ingresos de explotación.

Gráfico 5. Bridge EBITDA Recurrente 2022


Nota: el grupo cerró 2022 con 281 empleados

- **Agile production:** incluye soluciones para la producción y distribución del contenido que permiten grabar en vivo y de forma remota desde cualquier lugar con una plataforma en la nube. Los principales beneficios son: (i) aumento de la capacidad de producción con los mismos recursos reduciendo el coste y el tiempo, (ii) mayor alcance al crear, curar y reutilizar contenidos para su distribución en varias plataformas como Twitch, Youtube... y (iii) una mayor efectividad, poniendo en marcha la producción en segundos.
- **Agile processing:** incluye las soluciones: (i) Streambuilder que facilita la preparación de contenido en vivo y VoD (video on demand) que es necesario para una distribución OTT (over the top) a cualquier dispositivo; y proporciona una segmentación precisa de las transmisiones, con almacenamiento de contenido optimizado para servicios bajo demanda, y (ii) Subtitulado de Cavena que agrega subtítulos al contenido, traduciendo el idioma del audio, o reconocimiento óptico de caracteres cuando sea necesario para pasar de subtítulos basados en gráficos a subtítulos basados en texto.
- **Agile experience:** se divide en dos soluciones: (i) Agile Content Experience compuesta por componentes (backend and frontend) que permiten a los operadores ofrecer un servicio de TV como parte de su oferta en múltiples dispositivos. También permite la inserción de anuncios y (ii) Agile Play, desarrollada para propietarios de contenido que quieren monetizarlo. Les permite crear sus propias aplicaciones de contenido que pueden ofrecer en la mayoría de los dispositivos convencionales con servicios de inserción de anuncios y suscripción para sus usuarios.
- **Agile delivery:** cuenta con tres soluciones: (i) Agile CDN orquesta y administra cachés, equilibra la carga del tráfico, optimiza la capacidad de la red... (ii) Agile Cache es un software que implementa la funcionalidad básica de almacenamiento en caché y las interfaces necesarias para la administración y configuración, y (iii) Agile CDN IPTV convierte el servicio de TV lineal en un servicio de TV moderno sin tener que actualizar los decodificadores.
- **Agile Management:** permite administrar, monitorizar y proteger todos los contenidos, perfiles de clientes, dispositivos, etc, a través de una interfaz única y fácil de usar. Reduce la asistencia *in situ* (se puede ver lo que está pasando y actuar en consecuencia reduciendo la necesidad de acudir en persona), aumenta el ciclo de vida del hardware y mejora la atención al cliente.
- **Agile Devices:** desarrollo del software necesario para el control de dispositivos Android relacionados con el consumo de TV tanto para hogares como para empresas.

Agile TV platform (60% s/ingresos de 2022 vs 52% en 2021): plataforma para operar el servicio de TV de pago desde la ingesta del contenido hasta su consumo por el cliente final por medio de los operadores de telecomunicaciones. El caso de referencia en España es MásMovil, donde Agile TV es la propuesta de televisión de la operadora gestionando el servicio completo de televisión digital. También incluye varios servicios de SVOD (Subscription Video on Demand) como Netflix, Amazon ...

2010, inicio del proceso de internacionalización. 2015, salida a bolsa.

En 2007 se constituye AGIL y en 2010 se inicia el periodo de internacionalización vía crecimiento orgánico (con apertura de sedes) e inorgánico con: (i) la adquisición de Navia Portal (dedicada a la gestión de portales) con sede en Sao Paulo (Brasil); permitiendo a AGIL adquirir masa crítica de clientes en el mercado brasileño, así como capital humano especializado en el sector y (ii) la adquisición en 2012 de los activos de la empresa MKTTV también en Brasil.

En noviembre de 2015 se produce la salida a bolsa en BME Growth. Y el año siguiente AGIL adquiere el negocio Over the top Networks a UUX Holding LTD (empresa que desarrolla tecnología para plataformas de TV de pago). Esta nueva adquisición permite la combinación de soluciones tecnológicas para la optimización y segmentación publicitaria.

2020-2022, salto de escala (muy relevante) vía crecimiento inorgánico.

En octubre de 2020 se lanza una OPA sobre Edgware AB que es aceptada en noviembre. Y tras la que AGIL pasa a controlar el 96,7% de las acciones. Edgware es una empresa sueca que desarrolla y comercializa tecnologías de transmisión basadas en IP para distribuir contenido de video y televisión, que permite a los clientes monetizarlo. Esta transacción permite a AGIL una

alta complementariedad geográfica y la capacidad para hacer venta cruzada. Así como acelerar su cartera de servicios y tecnología.

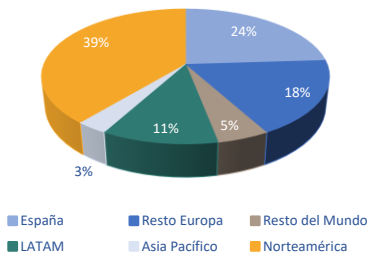
En el año 2021 se realiza la integración de Edgware y se lleva a cabo una intensa actividad de M&A con la adquisición de 3 compañías/unidades de negocio:

- **FON Technology:** compañía especializada en servicios wifi en movimiento y que cuenta con acuerdos con operadoras de telecomunicaciones como SFR o Deutsche Telekom. Esta compra permite reforzar el área de monetización de AGIL, ampliar la base de clientes y hacer venta cruzada.
- **Wetek:** compañía tecnológica portuguesa especializada en la gestión de dispositivos como reproductores multimedia digitales, decodificadores... Con esta adquisición AGIL diversifica su negocio con a la entrada en nuevos sectores como el hotelero, sanidad, educación, logística y comercio minorista. Ya que sobre la oferta de televisión se pueden añadir soluciones de monetización con anuncios dirigidos o soluciones de relación con el cliente.
- **Negocio de TV de Euskatel, R Cable y Telecable Telec:** extendiendo la colaboración con el Grupo MásMovil. Con estas operaciones AGIL logra un salto de escala consolidando su negocio de Agile TV Platform.

En conclusión, esta actividad de M&A ha permitido a AGIL cambiar en cuatro direcciones:

- **Tamaño:** AGIL alcanzó unos ingresos de EUR 101,5Mn en 2022 vs (EUR 11,0Mn en 2019). Lo que implica un “salto” en tamaño muy relevante que permite llevar el negocio de la compañía a otra dimensión.
- **Negocio:** (i) diversificando su actividad con la consolidación de su negocio Agile TV Platform que en 2022 representa el 60% de las ventas totales y (ii) fortaleciendo la línea de negocio de Agile TV Technologies (cubriendo desde el procesamiento del contenido hasta la gestión de la experiencia del cliente), con entrada en nuevos sectores como el hotelero.
- **Recurrencia:** las adquisiciones han permitido aumentar de forma significativa la recurrencia del negocio, hasta el 74% de los ingresos en 2022. Soportado por la base de suscriptores de Agile TV en España.
- **Presencia geográfica:** los ingresos fuera de España representan c.30% s/ventas totales 2022 (frente a un negocio tradicionalmente local a comienzos de 2019).

Gráfico 6. % de ventas por geografía 2022 (Agile Technologies)



Nota: El 100% de las ventas de la línea de negocio Agile Platform son en España. El c.30% de las ventas totales de 2022 son fuera de España.

¿Como se ha financiado este crecimiento?

El capital necesario para llevar a cabo todas estas adquisiciones ha procedido de 4 fuentes:

- **Ampliaciones de capital:** destacando: (i) la incorporación en diciembre 2020 de c.3,3Mn de nuevas acciones por la adquisición de Edgware, de las cuales 2,3Mn son sin derecho de suscripción preferente (EUR 11,0Mn; con una sobredemanda de 6x) y 1,0Mn con derecho de suscripción preferente (EUR 5,0Mn).
- **Efectivo, acciones y earnouts:** (i) parte del precio de Fon Technology (EUR 5,2Mn) se pagó en efectivo (EUR 1,6Mn), en acciones (350.000) y se incluyó un earnout vinculado al crecimiento de AGIL (ii) parte de la adquisición de Wetek (por un máximo de EUR 9,3Mn) se pagó en efectivo y acciones (EUR 2,9Mn) más un plan de earnouts para los 3 próximos años desde la adquisición vinculado al plan de negocio, y (iii) el 60% de la adquisición del negocio de TV de Euskatel (EUR 32Mn) se asume con recursos propios con un pago del 40% a los 12 meses.
- **Deuda:** para la operación de Edgware se disponía de una financiación garantizada complementarias a las ampliaciones de EUR 24Mn con vencimiento bullet a los 6 años por parte de tres accionistas (Inveready, Onchena y Sierreblu). El préstamo devenga un interés de 4,0% pagadero semestralmente, con incrementos del 0,25% a los seis meses y una comisión semestral del 1,5% sobre el tramo dispuesto.

Por otro lado, para financiar el crecimiento tanto orgánico como inorgánico la compañía ha obtenido capital de varias formas:

- Emisión de septiembre de 2020 de obligaciones no garantizadas convertibles en acciones con Inveready en dos tramos: (i) un primer tramo por importe de EUR 6,5Mn (i) y un segundo por EUR 0,5Mn con vencimiento a 6 años con exclusión de derecho preferente de suscripción.
- En julio de 2021 AGIL formaliza otro acuerdo de emisión de EUR 5,0Mn en obligaciones convertibles con Inveready. Pudiéndose amortizar a partir del tercer año en acciones o en efectivo a su vencimiento pasados 5 años desde su emisión. Y la venta de autocartera por valor de EUR 5,6Mn.
- En marzo de 2022 AGIL anunció el registro de su primer programa de bonos en el mercado alternativo de renta fija (MARF) por un valor de hasta EUR 50,0Mn. Esta fuente asegura a la compañía poder impulsar su crecimiento inorgánico en un mercado fragmentado y financiar inversiones para su crecimiento orgánico. Y en mayo 2022 se formaliza otro acuerdo con Inveready de un bono convertible por valor de EUR 3,0Mn.

En definitiva, la deuda neta de AGIL se incrementa de los EUR 0,6Mn en 2019 hasta los EUR 28,7Mn a finales de 2021 (año donde se adquiere 3 compañías). Para situarse en EUR 20,3Mn a cierre de 2022 (DN/EBITDA Rec 5,7x). Por otro lado, la estructura accionarial ha cambiado de la siguiente forma: (i) los fundadores actualmente tienen un 16% (vs 40% en 2015), (ii) Inveready ha pasado a tener un 9,8% del capital (vs c.16% en 2015), (iii) se ha producido la entrada de otros inversores institucionales como Onchena S.L que tiene el 6,9% del capital y (iv) se ha incrementado el Free float hasta c.55% (vs 41% en 2015).

Lo que “dice” el pasado más reciente (-7y): cambio en el mix de negocio con un salto de escala muy relevante, aunque pendiente de rentabilizar.

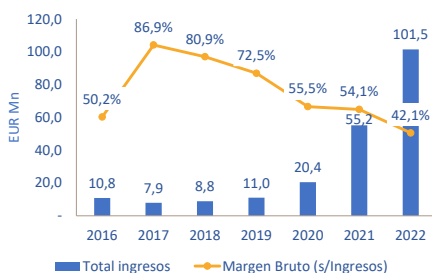
Si analizamos la evolución de las principales métricas (ventas, margen bruto, EBITDA Rec...) de los ejercicios 2016 – 2022 vemos que el negocio de AGIL se ha caracterizado por:

Tabla 2. Principales métricas

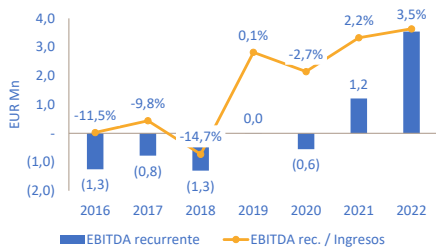
EUR Mn	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Total ingresos	10,8	7,9	8,8	11,0	20,4	55,2	101,5
Cto. Total ingresos	30,2%	-27,4%	12,1%	24,5%	86,0%	170,3%	83,9%
Margen Bruto	5,4	6,8	7,1	8,0	11,3	29,9	42,8
Margen Bruto (s/Ingresos)	50,2%	86,9%	80,9%	72,5%	55,5%	54,1%	42,1%
Costes de explotación	(6,7)	(7,6)	(8,4)	(8,0)	(11,9)	(28,6)	(39,2)
% s/ingresos	-61,7%	-96,7%	-95,6%	-72,4%	-58,2%	-51,9%	-38,6%
EBITDA Recurrente	(1,3)	(0,8)	(1,3)	0,0	(0,6)	1,2	3,5
EBITDA rec. / Ingresos	-11,5%	-9,8%	-14,7%	0,1%	-2,7%	2,2%	3,5%
EBITDA	(1,2)	(0,7)	(1,3)	0,0	(1,8)	(1,2)	3,6
EBITDA / Ingresos	-11,3%	-9,4%	-14,2%	0,2%	-8,6%	-2,2%	3,5%
EBIT	(3,4)	(0,7)	(0,9)	0,1	(1,2)	(3,6)	(3,7)
EBIT / Ingresos	-31,5%	-9,5%	-9,8%	1,2%	-5,9%	-6,6%	-3,6%
Resultado financiero neto	(0,3)	0,8	(0,6)	0,4	(1,4)	(2,1)	(1,2)

- **Salto muy relevante en ingresos en los últimos tres años:** podemos dividir la evolución de los ingresos en dos fases: (i) el periodo 2016 – 2019 marcado por la discontinuación de las líneas de negocio de menor valor añadido (por ejemplo, paquetes de video online en streaming) en el año 2017; de ahí el descenso en ingresos y la redefinición del mix de ventas impulsando los negocios escalables con modelo SaaS (de mayor recurrencia) y (ii) el periodo 2020 – 2022 donde gracias a la estrategia de crecimiento inorgánico, la integración de las adquisiciones y el crecimiento orgánico se logra multiplicar las ventas 2019 por 9,2x en 2022.

Gráfico 7. Evolución ingresos y margen bruto



- **Con fuerte caída del margen bruto, por el cambio en el mix de negocio:** en 2020 con el incremento del peso de la línea de negocio Agile TV Platform sobre el mix de negocio se produce un descenso del margen de 17pp vs 2019. Esta línea de negocio, de menor margen ofrece en teoría (l/p) una mayor oportunidad de crecimiento (mayor escala), vía externalización de los servicios de televisión de las operadoras de telecomunicaciones. En 2022 se produce otro descenso importante del margen bruto a raíz del aumento de los aprovisionamiento, derivados de una mayor actividad de Agile TV Platform y de la adquisición de Wetek.

Gráfico 8. EBITDA Recurrente

Tabla 3. Evolución deuda neta

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Net Debt (Net Cash)	6,9	6,3	0,6	6,2	28,7	20,3
Net Debt/EBITDA Rec.	n.a	n.a	67,4x	n.a	23,6x	5,7x

Tabla 5. Estructura Accionarial

	% Capital
Hernan Scapasio Vinent	9,9%
Mónica Rayo Moragón	6,3%
Grupo Inveready*	9,8%
Onchena S.L	6,9%
TV Azteca SAB de CV**	6,9%
José Eulalio Poza Sanz	5,3%
Autocartera	0,5%
Free float	54,5%
Total	100%

Nota: *Grupo Inveready está representado por Beltrán Mora, **TV Azteca está representado por Pedro Martín Molina.

- **Rentabilidad:** en términos de EBITDA Recurrente (excluyendo capitalizaciones y gastos extraordinarios) en 2021 se supera el break-even, alcanzando un resultado de EUR 1,2Mn y llegando a los EUR 3,5Mn en 2022 (3,5% s/ventas). Los próximos años será clave ver la capacidad de AGIL de apalancar su estructura.

Por debajo de EBITDA, (i) el D&A pasa de EUR 2,0Mn en 2017 a 13,2Mn en 2022. Este fuerte incremento se debe principalmente a la amortización del fondo de comercio y por la fuerte inversión en I+D (ii) gastos capitalizados que también se incrementan de forma significativa pasando de EUR 2,1Mn en 2016 a EUR 6,7Mn en 2022 (6,6% s/ingresos) y (iii) resultado financiero que se incrementa hasta EUR -1,2Mn en 2022 (vs EUR -0,3Mn en 2016) debió al aumento del endeudamiento de AGIL por la estrategia de crecimiento inorgánico de los últimos años. EBIT c. EUR -4 Mn.

- **Deuda neta de EUR 20,3Mn en 2022 (vs EUR 28,7Mn en 2021):** deuda neta muy elevada por el fuerte crecimiento inorgánico de los últimos años: (i) deuda con entidades de crédito EUR 9,8Mn (28% del total) (ii) obligaciones convertibles por valor de EUR 11,9Mn (34% del total) y (iii) desembolso pendiente por las adquisiciones realizadas de EUR 10,8Mn (31% del total). EUR 7,2Mn son pagaderos en acciones.

Tabla 4. Vencimiento deuda a 2022

Tipología	1 año	2 años	3 años	4 años	5 años	mas de 5 años	Total
Deuda con entidades de crédito	1,7	2,2	2,2	3,7	0,0	0,0	9,8
Otros pasivos	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	0,6	2,1
Obligaciones convertibles	0,0	0,0	0,0	11,9	0,0	0,0	11,9
Pagos pendientes por adquisiciones	5,7	2,8	1,3	1,0	0,0	0,0	10,8
Deudas con partes vinculadas	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2
Total (EUR Mn)	8,2	5,2	3,7	16,8	0,4	0,6	34,9

Un accionariado controlado por “fundadores” e inversores de I/p. Free Float c.55%.

Con alta participación de inversores institucionales, el Consejo de Administración controla c.38% de AGIL, destacando la participación del equipo fundador (c. 16% del capital), que mantiene dos puestos clave en la compañía (ocupando los cargos de presidente y CTO). Todo ello asegura una plena alineación de intereses del management con los accionistas minoritarios. Free float c. 55% del capital.

¿Qué es AGIL hoy? Una compañía tecnológica que ya ha materializado un gran salto de escala vía crecimiento inorgánico (2020 – 2021). Ahora el reto (y oportunidad) está en rentabilizar una estructura ya creada (la inversión “ya está hecha”).

Desde un punto de vista estrictamente descriptivo, estamos ante una empresa tecnológica enfocada a dar servicio a los sectores de telecomunicaciones, media y sectores intensivos en el consumo de Televisión como puede ser el hotelero. Que ha crecido (principalmente de forma inorgánica) en los último 3 años de forma muy significativa, multiplicando por 9x su tamaño. Mejorando rentabilidad, pero todavía con bajos márgenes (c. EBITDA/Ventas). Y donde el equity story apunta a un modelo que busca la consolidación de la estrategia de M&A desarrollada los últimos años (sinergias de ingresos y gastos), con foco en mejorar “de verdad” /significativamente la rentabilidad. La “foto” hoy, se puede resumir en:

- Empresa tecnológica situada en la cadena de valor de sus clientes con tecnología desarrollada internamente u obtenida por medio de adquisiciones. Cubriendo desde la generación del contenido a su consumo final, centrándose en clientes de telecomunicaciones y distribuidores/generadores de contenido.
- Que ha crecido por medio del M&A. En el periodo 2020 – 2022, a raíz de las adquisiciones de Edgware, Fon Technology, Wetek y el negocio de TV de Euskatel S.A, R Cable y Telecable Telec, ha multiplicado los ingresos de 2019 por 9,2x. Y ha asentado las bases para crecer sobre un negocio teóricamente con mayor potencial de crecimiento (pero donde la competencia es más intensa) empujado sectorialmente por el fuerte crecimiento del consumo de videos por *streaming* (el favorable driver sectorial es muy claro).
- Pero que aún no ha sido capaz de trasladar el fortísimo crecimiento en ingresos en una auténtica mejora de la rentabilidad. Lo que en sí mismo es el reto y la oportunidad de AGIL. Su equity story.

- Sobre la base de un negocio recurrente. La integración de las compañías adquiridas ha elevado hasta el 74% los ingresos recurrentes (2022).
- Pero con un múltiplo elevado de DN/EBITDA Rec. A cierre de 2022 el múltiplo de Deuda Neta/EBITDA Rec. es de 5,7x (EUR 20,3Mn de DN) que condiciona la estrategia crecimiento inorgánico. Y que de algún modo simplifica la idea de AGIL: el tamaño ya está conseguido. La asignatura pendiente (y gran oportunidad) es rentabilizarlo. El upside teórico en márgenes es muy alto.

Video por streaming: (alto/imparable) crecimiento explicado al 100% por la transformación digital de la economía.

Agile Content es un grupo tecnológico que opera en el sector audiovisual online y de video por streaming (IPTV/OTT), , ofreciendo tecnología hardware y software asociada a la creación, procesamiento, distribución y gestión de video para la provisión de servicio de Televisión de pago.

La pandemia de el COVID-19 aumentó el interés de los consumidores por el contenido y los servicios digitales, como el entretenimiento en *streaming*. Que, junto con la transformación digital, como los motores algorítmicos de búsqueda y recomendación, que influyen en las elecciones de miles de millones de consumidores (empleo de tiempo y dinero) están cambiando la forma de consumir/pasar el tiempo. según el informe de PwC *E&M Outlook 2022 – 2026*, en 2026 el consumidor global será más joven, más digital y con un mayor interés en el consumo de videos en *streaming* y videojuegos

Este cambio está afectando de forma desigual a las diferentes industrias. Sectores que antes eran irrelevantes, se abrirán camino, mientras que otros sectores, antes dominantes, verán erosionadas sus posiciones competitivas (televisión tradicional vs video over the top). Otro sector que está aprovechando los vientos de cola es la publicidad digital, ¿Por qué? La respuesta es simple: los consumidores cada vez pasan más tiempo en entornos digitales, donde los anuncios pueden llegar a ellos y donde pueden realizar transacciones en tiempo real.

Televisión tradicional: España segundo mercado IPTV de Europa

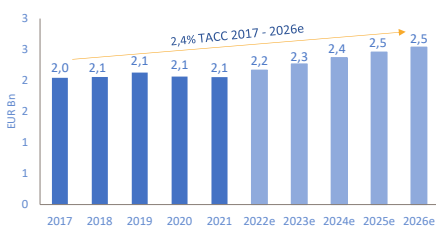
La tendencia a nivel global de la televisión tradicional (televisión por satélite, cable e IPTV) es ligeramente a la baja, aunque se espera que se estabilice en 2026e. Y que los ingresos disminuyan de los USD 231Bn en 2021 a los EUR 222Bn en 2026e (-0,8% TACC 2021-26e). La televisión por suscripción alcanzó USD 188Bn en 2021 (vs USD 205Bn en 2017), representando el 81,4% de los ingresos de la televisión tradicional según PwC.

Gráfico 9. Evolución de los ingresos de televisión de pago tradicional en Europa



Fuente: State of digital Communications, ETNO

Gráfico 10. Evolución de los ingresos de televisión de pago tradicional en España



Fuente: Entertainment and media outlook 2022 - 2026, PwC

En Europa se estima que los ingresos de la televisión tradicional pasen de EUR 31Bn en 2016 a EUR 28Bn en 2026 (-1,1% TACC 2016 – 2026) según Analysis Mason (Ver gráfico 9). Durante el 2021 y 2022 los operadores de telecomunicaciones llevaron a cabo un proceso de consolidación y desinversiones. Algunas de las operaciones fueron: (i) la adquisición de una posición mayoritaria de Orange en Telekom Rumania, (ii) la compra de Euskatel por MásMovil y (iii) Virgin Media (Liberty Global) y O2 (Telefónica) fusionaron sus operaciones en UK. Estos movimientos según el observatorio audiovisual europeo buscaron entre otros: (i) la entrada en nuevos mercados, (ii) dar contenido premium a precios competitivos y (iii) competir mejor en la “guerra” del streaming.

En España, los ingresos del mercado de televisión tradicional cayeron un 0,4% en 2021, suavizando las caídas de años previos. Los hogares con televisión de suscripción han seguido aumentando de forma constante pese a la caída en ingresos, reflejando la preferencia de los consumidores por opciones de bajo coste y a combinarlos con servicios OTT. Los ingresos en España por suscripción de televisión se estima que alcancen los EUR 2,5Bn en 2026e (4,3% TACC 2021-2026e; pasando de 7,7Mn de hogares en 2021 a 9,4Mn en 2026e). (Ver gráfico 10).

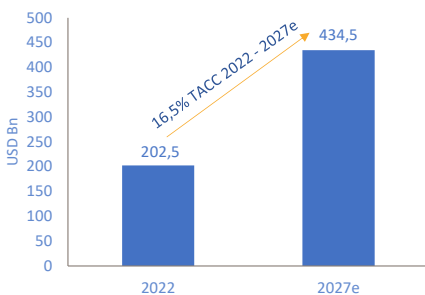
El mercado de TV por protocolo de internet español (IPTV; la forma de transmitir televisión por internet reservando parte del ancho de banda) se espera que pase de los 5Mn de abonados a los 7,6Mn en 2026e, llegando a representar el 81% del mercado de suscripción (TACC 2021-2026e del 4,4% en abonados). El proveedor líder es Movistar+, siendo Vodafone y Orange sus principales competidores. Y donde también esta presente Agile con su TV junto a MásMovil y sus soluciones tecnológicas.

Video over the top (OTT): una mejor experiencia de usuario a un precio inferior

Las plataformas y aplicaciones over the top, o plataformas OTT ofrecen contenido de video a través de internet (sin reserva de ancho de banda) en lugar de televisión por cable o satélite. El mercado OTT ofrece diferentes tipos de servicios (modelos de monetización):

- **Subscription Video on Demand (SVOD):** servicios que ofrecen el contenido al usuario mediante suscripción. El espectador paga una cuota mensual o anual y puede disfrutar de los videos sin publicidad. El principal ejemplo de plataforma es Netflix.
- **Transactional Video on Demand (TVOD):** el usuario paga mediante una transferencia solo por el contenido que quiere ver. De esta forma el contenido está disponible mientras transcurre en directo (como un partido de fútbol), o pueden acceder a él durante un periodo de tiempo. Un ejemplo de plataformas que usan este sistema son Amazon Instant Video o Itunes.
- **Advertising Video on Demand (AVOD):** servicio de contenido donde el usuario tiene acceso gratuito a los videos, pero con publicidad. Un claro ejemplo es Youtube.

Gráfico 11. Evolución mercado OTT global



Fuente: marketsandmarkets

El mercado de video over-the-top a nivel global (donde opera AGIL) se ha estimado en USD 202Bn en 2022 y se espera que crezca a una TACC del 16,5% 2022e -2027e hasta los USD 434Bn (Ver gráfico 11) según marketsandmarkets. El principal driver de crecimiento es el cambio en la forma de consumir los videos y el contenido de la televisión. El consumidor ha pasado a poder acceder desde cualquier dispositivo y lugar al contenido, con una interfaz fácil de usar y con una mejor experiencia. Dispone de una amplia gama de contenidos y servicios (Disney, DAZN, Amazon, Netflix, Apple TV, YouTube...) disponibles a precios bajos que no suponen un alto coste. Lo que se traduce para las empresas en una competencia muy intensa por conseguir la atención de los consumidores y retenerlos.

En Europa, los ingresos de video OTT pasarían de EUR 25Bn en 2021 (vs 5,8Bn en 2016) a EUR c.42Bn en 2026e (11% TACC 2021 – 2026e) (Ver gráfico 12). Este fuerte crecimiento se debe, entre otros motivos, al cambio en la percepción del valor en los servicios tradicionales de televisión por el consumidor. Las compañías con mayor cuota de mercado en Europa en función del número de suscripciones (SVOD) en 2021 son: Netflix (36,2%), Amazon Prime Video (22,5%) y The Walt Disney Company (12,4%). Aunque si miramos la cuota de mercado en función de los ingresos 2021 vemos que las tres compañías con mayor cuota de mercado son Comcast (13,1%), Netflix (5,7%) y ARD (5,3%), según el Observatorio Audiovisual Europeo.

Gráfico 12. Evolución de los ingresos mercado OTT en Europa

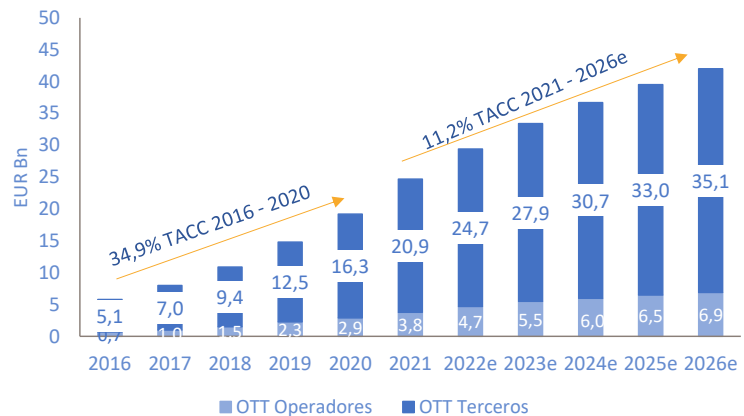
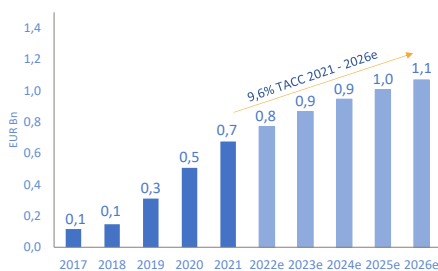


Gráfico 13. Evolución de los ingresos del mercado OTT en España



Fuente: Entertainment and media outlook 2022 - 2026, PwC

Fuente: State of digital Communications, ETNO

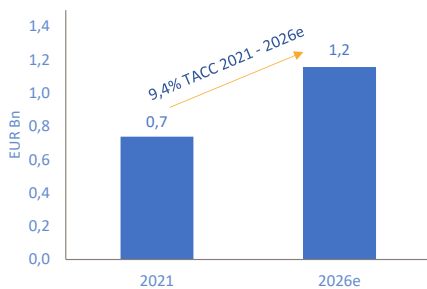
Nota: OTT Terceros corresponde a empresas como Netflix, HBO, Disney+

En España los ingresos de video bajo demanda (OTT) crecieron un 33,1% en 2021 hasta alcanzar los EUR 675Mn y se espera que crezcan a una TACC 2021-2026e del 9,6% llegando a unos ingresos de EUR 1.068Mn en 2026e según PwC. Las opciones de “pay lite” en España de las empresas de telecomunicaciones ha limitado el crecimiento. Estas cada vez más buscan incluir los servicios de streaming de Netflix, Amazon Prime o lanzar sus propias plataformas OTT.

Según el estudio sobre usos y actitudes de consumo de contenido digitales en España en 2021 el 80,3% de la población comprendida entre 16 y 74 años consume películas, series, videos... frente al 41,4% en 2011. Si miramos específicamente a las pautas de consumo vemos que: (i)

en 2011 el 58,6% decía no consumir nunca frente al 19,5% en 2021, (ii) en 2011 el 3% consumía diariamente frente al 39% en 2021. El informe concluye que la pandemia ha contribuido a incrementar los hábitos de consumo de contenidos digitales. Según una encuesta realizada por IAB Spain, los factores que los encuestados consideraron determinantes para contratar un servicio de contenidos en TV fueron: (i) un menor precio mensual de suscripción (51%) y (ii) ofertas de servicios gratuitos (37%).

Gráfico 14. Ingresos mercado de publicidad en video en España



Fuente: Entertainment and media outlook 2022 - 2026, PwC

Publicidad en internet: 9,4% TACC 2021 – 2026e en publicidad en video en España

Los ingresos a nivel global por publicidad en internet se espera que crezcan a un 9,1% TACC 2021-2026e (hasta alcanzar los USD 724Bn en 2026). El video en las plataformas sociales y la televisión conectada (CTV), junto con anuncios en las aplicaciones móviles, serán los principales drivers de crecimiento. Por otro lado, los ingresos de publicidad en video en televisión conectada se estima que aumenten un 17,3% TACC 2021-2026e, hasta alcanzar los 27,7Bn USD en 2026e según PwC.

En España los ingresos de la publicidad en internet alcanzaron los EUR 3,9Bn en 2021 y se prevé que crezcan 5,8% TACC 2021 – 2026 hasta los EUR 5,2Bn en 2026. El subsector que se espera que crezca más es la publicidad en video (9,4% TACC 2021 – 2026e) pasando de EUR 738Mn a EUR 1.157Mn en 2026e. Siendo el crecimiento del contenido en video en entornos digitales el principal driver de crecimiento.

El aumento del consumo de contenido en streaming a través de la CTV (televisión conectada), facilita nuevas formas de publicidad. Es decir, permite a los anunciantes llegar a audiencias específicas con tecnología programática. Al trasladar la publicidad directamente al dispositivo que entrega el contenido, existe la oportunidad tanto de ampliar la cantidad de contenido que puede acoger los anuncios de vídeo in-stream, como de simplificar y estandarizar el proceso. En definitiva, el creciente uso de la CTV ha permitido el desarrollo de nuevas técnicas como:

- **Product placement dinámico** estrategia publicitaria que permite sustituir un producto o una pantalla que aparece en el contenido por una marca o un anuncio diferente. La solución Agile Content Processing permite insertar y recolocar anuncios a nivel personalizado.
- **Publicidad addressable:** con la televisión addressable las marcas tienen la oportunidad de “construir” relaciones más significativas con sus clientes. Se pasa del anuncio genérico a la publicidad personalizada (cada televisión conectada tiene su propio número de identificación único). La adopción de un enfoque basado en datos de los consumidores permite medir el impacto de la publicidad de manera más precisa y ajustar el gasto a las alternativas que maximicen el ROI. Por ejemplo, la solución Agile Content Store proporciona análisis de información sobre el rendimiento de las propuestas y las campañas, así como del comportamiento de compra del usuario final.
- **TV – commerce y las compras en directo:** consiste en la colocación de contenidos en los que se puede hacer clic o códigos QR (por medio de la CTV y OTT) permitiendo al consumidor comprar mientras ve sus programas.

Gestión del contenido y experiencia del usuario.

El tamaño del mercado global de red de distribución de contenidos (CDN; grupo de servidores distribuidos en diferentes ubicaciones geográficas de todo el mundo para permitir la entrega rápida del contenido de un sitio web) se estima que pase de USD 19,2Bn en 2022 a USD 34,5Bn en 2027e según marketsandmarkets. Agile Content cuenta con su propia solución CDN.

Los principales drivers de crecimiento son: (i) el aumento de la penetración de internet (según Cisco en 2023 se espera que el 66% de la población mundial use internet), (ii) el incremento de la demanda de contenidos de videos de alta calidad y sin latencia y (iii) el crecimiento de dispositivos móviles y de servicios cloud.

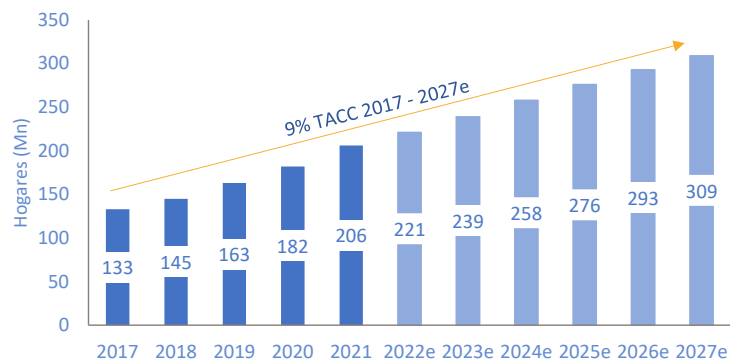
Inversión en 5G y FTTH (fibra hasta las casas) en Europa: facilitadores de la transformación hacia una sociedad digital

Los operadores de telecomunicaciones están invirtiendo cada vez más en la modernización de sus infraestructuras. Actualmente, hay dos puntos clave: (i) la inversión en 5G SA y (ii) la

modernización de las redes locales de acceso fijo a FTTH. Ambas tendrán un papel de suma relevancia en la transformación digital en el ámbito social y económico europeo.

FTTH es la mejor tecnología de red por su alta velocidad, larga vida útil de los activos, bajos costes y eficiencia energética. Estos puntos fuertes han hecho que la UE y los gobiernos nacionales estén dando prioridad a su despliegue mediante subvenciones y políticas. Por ejemplo, el Gobierno español ha defendido la conectividad FTTH incluso en las zonas rurales, utilizando los fondos de desarrollo regional asignados por la UE. Sin embargo, la inversión inicial necesaria para desplegar nuevas redes FTTH es mayor que en otras redes. La cobertura de redes FTTH ha aumentado hasta el 55,6% de la población europea, frente al 50% en 2021. Lo que significa que todavía hay capacidad para crecer. Se espera que el número de hogares con banda ancha pase de 221Mn en 2022 a 309Mn en 2027 según FTTH Council Europe (Ver gráfico 15). Esto permitirá a más hogares cambiar la forma de experimentar y consumir la televisión.

Gráfico 15. Despliegue ancho de banda en Europa



Fuente: FTTH Council Europe
Nota: EU38+Reino Unido

La inversión en 5G SA será clave para potenciar el valor empresarial al permitir: (i) una densidad muy alta de dispositivos conectados (hasta 1 millón por Km²) garantizando al mismo tiempo una comunicación rápida, ultra fiable y de baja latencia, y (ii) generar nuevas oportunidades de ingresos para los operadores de telecomunicaciones (por ejemplo, ofrecer servicios de valor agregado más avanzados, como redes privadas). Pero para poder ofrecer las capacidades plenas del 5G es necesario que las redes 5G autónomas (SA) proliferen, ya que la mayoría de redes 5G actuales son no autónomas (NSA). Actualmente, el 73% de la población europea está “cubierta” por redes 5G (vs 13% en 2019) según el informe *State of Digital Communications 2023 de ETNO*.

Algunos factores que están acentuando la importancia del 5G y FTTH son: (i) el continuo aumento del consumo de datos debido al teletrabajo, estudio a distancia, plataformas OTT, redes sociales, juegos ... que obliga al uso intensivo de contenidos de video por streaming de alta calidad, demandando gran capacidad de ancho de banda y (ii) cumplir con los objetivos establecidos por la agenda digital 2030 de la Comisión Europea, donde se reconoce la importancia de la colaboración público-privada para garantizar que todos los hogares de la UE estén conectados a una red gigabit y que el 5G llegue a todas las poblaciones.

Este crecimiento exponencial del tráfico de datos supone un reto para continuidad de la inversión en redes europeas. Lo que ha tensionado la relación de los operadores de telecomunicaciones europeos con los mayores OTT y tecnológicas (Netflix, Disney+, Youtube, Apple...). Donde los primeros defienden que están asumiendo solos las inversiones necesarias para hacer frente a este incremento de demanda de tráfico y que las plataformas OTT, que se benefician de entregar más tráfico, deberían asumir parte de esos costes. Según un informe elaborado por Axon Partners el coste anual para los operadores de telecomunicaciones europeos por el aumento del tráfico (debido a las plataformas OTT) se sitúa entre EUR 36Bn y EUR 40Bn. Además, estima que serán necesarios EUR 150Bn más en inversión para el despliegue de estas nuevas redes (5G y FTTH). Y que tendrían un gran impacto positivo en el GDP europeo y en el empleo. Pero la fuerte inversión necesaria más el coste adicional del aumento del tráfico puede hacer que se retrase, suponiendo un gran coste de oportunidad.

En definitiva, los nuevos hábitos de consumo de videos en streaming impulsaran el crecimiento en todos los segmentos con exposición directa o indirecta a ese driver

El sector está inmerso en un proceso de transformación digital. El auge de las OTT multiplica la capacidad de acceder a contenidos en cualquier momento y lugar, intensificado la competencia con carácter global por atraer y retener a los usuarios. Desde el punto de vista del sector, las principales tendencias y retos que marcarán su evolución son:

- **Cambio en la propuesta de valor:** poder consumir contenidos en cualquier momento, lugar y dispositivo, sin interrupciones, a un coste mucho menor que el de la televisión de pago tradicional, con una interfaz fácil de usar y una buena experiencia de usuario ha provocado un cambio en la percepción de los abonados sobre el valor de los servicios de medios tradicionales y sus ofertas.
- **Mercado fragmentado:** el mercado europeo de televisión de pago está muy fragmentado (caldo de cultivo de M&A), donde hay muchos operadores de televisión de pago que se enfrentan al reto de ganar tamaño y lograr economías de escala. El reparto de costes (producción de contenidos, adquisición, distribución, infraestructura tecnológica, personal...) sobre una base de consumidores más amplia representa una ventaja competitiva clara y muy significativa para los operadores mundiales frente a los operadores europeos locales/nacionales.
- **Mercado muy competitivo:** el nivel de competencia es muy intenso por: (i) la elevada opcionalidad de los consumidores por el gran número de plataformas (siendo muy sensibles al precio) (ii), el límite de servicios a los que se suscribirán los hogares (lo que provocará una tendencia a la agrupación del contenido y a la consolidación del sector) y (iii) por tener que competir por el tiempo de ocio (limitado) de los usuarios.
- **Despliegue de redes:** el despliegue de las redes FTTH y el 5G en Europa (que cuenta con el apoyo de los gobiernos y de la UE) es y será cada vez más importante a medida que las empresas y los europeos se digitalizan más. Lo que acelerará la transformación digital y sus efectos o “segundas derivadas”.

Es decir, estamos en un sector en crecimiento. Y beneficiado por dos drivers claros y convergentes: el interés del sector privado por aprovechar las ventajas derivadas de la transformación digital (por ejemplo, de la televisión conectada) con una mejor y más fiable conexión a internet. Y el interés del sector público por potenciar las inversiones en infraestructuras para fomentar el crecimiento económico, promoviendo la conectividad de alta velocidad, la sostenibilidad de las redes y las tecnologías digitales.

De forma simple, el video por streaming (el subsector en que “vive” AGIL) no deja de ser un beneficiado (lógico, casi “automático”) de la transformación digital. Que es a su vez consecuencia imparable de la confluencia de tres factores: 1) tecnología, 2) rápido cambio/adaptación de los consumidores y empresas a los nuevos productos/servicios digitales, y 3) impacto macro de la digitalización, que lleva al sector público a legislar y, sobre todo, a invertir (infraestructuras) para aprovechar la oportunidad. Las compañías inmersas en alguna de las muchas “segundas derivadas” de la transformación digital (como el video por streaming) se beneficiarán de ella “necesariamente”. Casi sin quererlo...

El crecimiento en ingresos se modera (8,6% TACC 22 – 25e). Y aparece la oportunidad (y reto) de una mejora en márgenes

Los resultados de 2022 mostraron: (i) un fortísimo crecimiento en ingresos (c.84% vs 2021) en ambas líneas de negocio a raíz de la “transformación” de la compañía. Que ha adquirido 4 empresas en los últimos años y que han supuesto un salto de escala muy significativo. Agile TV Platform creció un 113,5% vs 2021 hasta alcanzar los EUR 60,8Mn. Y Agile TV Technologies incrementó los ingresos un 54,2% hasta los EUR 40,7Mn en 2022. El crecimiento orgánico proforma (considerando las ventas completas proforma de las compañías y negocios adquiridas durante el año 2021) ha sido del 28,6%, (ii) una ligera mejora del margen EBITDA Recurrente hasta el 3,5% (vs 2,2% en 2021) y (iii) un múltiplo elevado de Deuda Neta/EBITDA Rec (5,7x), por estrategia de crecimiento inorgánico de los últimos años.

Llegados a este punto, las preguntas clave son: ¿Cuál es la capacidad de crecimiento orgánico del negocio? ¿Qué niveles de rentabilidad podrían alcanzarse en un escenario favorable? ¿y en un escenario estresado? ¿Cuál es la capacidad de generación de caja del negocio?

Capacidad de crecer en ingresos consolidando la estrategia de M&A de los últimos años (8,6% TACC 2022 – 2025e: “solo orgánico”) ...

La estrategia de M&A ejecutada entre 2020 – 2021 aporta los “mimbres” necesarios para crecer orgánicamente los próximos años. En general, destacamos:

- **Salto de escala ...** en 2022 AGIL ha alcanzado una cifra de ventas de EUR 101,5Mn vs EUR 11,0Mn en 2019, es decir, ha multiplicado por 9,2x los ingresos en tan solo 3 años con las adquisiciones de: (i) Edgware, (ii) FON Technology, (iii) Wetek y (iv) Negocio de TV de Euskatel, R Cable y Telecable Telec.
- **... creando una base de ingresos recurrentes:** las adquisiciones han permitido aumentar de forma significativa la recurrencia del negocio. El 74% de los ingresos 2022 se consideran recurrentes, soportados principalmente por la base de suscriptores de Agile TV Platform en España.
- **Con un negocio escalable sobre el papel:** el negocio de producto de AGIL cuenta con soluciones de software propio (bajo modelo SaaS), que en teoría deberían permitir a AGIL apalancar su estructura en el periodo proyectado (sin considerar el impacto, tanto en estructura como en ingresos, de posibles adquisiciones)

Nuestro escenario central para el período 2023e-2025e contempla un crecimiento orgánico de los ingresos hasta alcanzar EUR 129,9Mn en 2025e (8,6% TACC 2022-2025e). Dada la intensa estrategia de crecimiento inorgánico entre 2020 – 2021 y la posición de deuda neta (EUR 20,3Mn; 5,7x DN/EBITDA Recurrente 2022) no hemos incluido posibles adquisiciones en nuestros números. Aunque dadas las características del sector (muy fragmentado en Europa) y tendente a la concentración no descartamos que AGIL pueda realizar alguna adquisición. ¿En qué creemos que se basará el crecimiento por línea de negocio?:

- **Agile TV Platform:** estimamos que el negocio de Agile Platform crezca un 9,5% orgánicamente en 2023e hasta los EUR 66,6Mn gracias a: (i) el crecimiento en nuevos clientes (a cierre de 2022 tenía c.798.000 hogares; +88.100 vs 2021), ya que muchos de los clientes de las empresas de telecomunicaciones no tienen contratada la televisión. Y por lo tanto hay capacidad para crecer de forma orgánica. Por otro lado, el despliegue del 5G y las redes FTTH en Europa va a permitir a nuevos hogares acceder y mejorar la experiencia de la televisión y (ii) aunque en menor medida, crecimiento por precio, incrementando el ingreso por usuario (ARPU).

Esperamos que se alcance un nivel de ingresos de EUR 79,2Mn en 2025e (9,2% TACC 2022 – 2025e). El peso en el mix se mantendría (60,9% en 2025e vs 59,9% en 2022). Aunque el crecimiento de esta línea de negocio se podría ver afectado positiva o negativamente por la fusión entre Orange y MasMóvil.

Gráfico 16. Evolución de ingresos totales (8,6% TACC 2022 – 2025e)

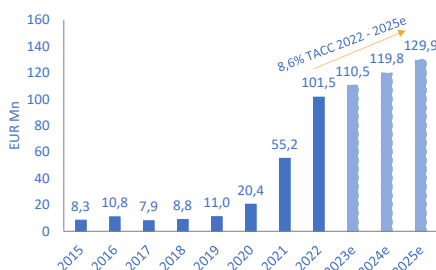
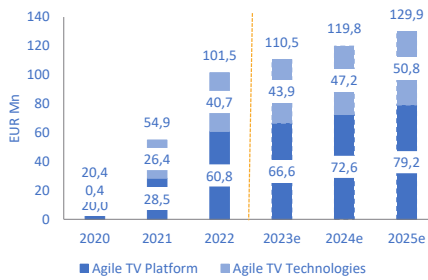
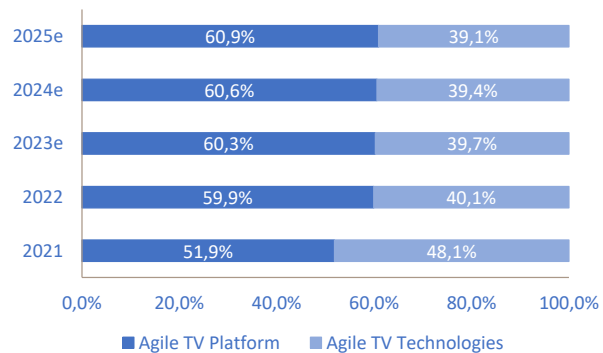
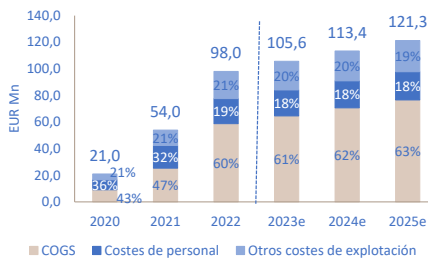


Gráfico 17. Evolución de ingresos por línea de negocio


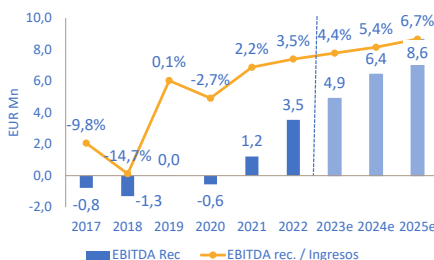
- Agile TV Technologies:** estimamos un crecimiento del 8,0% para 2023e que situaría los ingresos en EUR 43,9Mn (39,7% s/ingresos totales). Crecimiento orgánico en clientes apoyado en los siguientes drivers sectoriales: (i) fuerte aumento del contenido en video, (ii) consumo y generación de contenido personalizado y (iii) el incremento de la publicidad asociada al contenido y la capacidad de segmentar la publicidad. Esperamos que se alcance un nivel de ingresos de EUR 50,8Mn en 2025e (7,7% TACC 2022 – 2025e). El peso esta línea de negocio se mantendría (39,1% en 2025e vs 40,1% en 2022).

En definitiva, crecimientos de un dígito alto en ambas líneas de negocio. Consolidando el fuerte crecimiento experimentado vía M&A en los últimos años. Gracias (entre otros) a la generación de sinergias de ingresos (por ejemplo, venta cruzada de soluciones). El mix de negocio se mantendría estable con c.60% de las ventas de Agile TV Platform y c.40% de Agile TV Technologies. El equity story apunta a un modelo de consolidación del crecimiento orgánico los próximos años (no hemos considerado el impacto de posibles adquisiciones en nuestros números). Siendo el 2023e un año clave para confirmar la capacidad de crecer orgánicamente.

Gráfico 18. Evolución mix de ingresos 2021 – 2025e

Gráfico 19. Estructura de costes

... con una mejora progresiva en el margen EBITDA Rec. hasta el 6,7% en 2025e

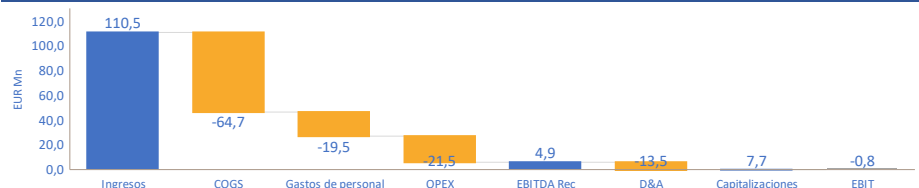
En 2023 proyectamos un pequeño descenso del margen bruto hasta el 41,5% (vs 42,1% en 2021) como consecuencia del incremento en el mix de negocio de Agile TV Platform, que requiere de un mayor gasto por aprovisionamiento. En 2025e se llegaría a un margen bruto del 41% (donde pensamos que se debería estabilizarse).

En 2023 estimamos un incremento de los gastos de estructura hasta los EUR 41,0Mn (+4,5% vs 2022), derivados de un gasto de personal de EUR c.19,5Mn (17,6% s/ventas 2023e), relacionados con mano de obra indirecta y EUR 21,5Mn de otros costes de explotación (19,4% s/ventas 2022). Nuestros números consideran la optimización de la estructura por sinergias de costes derivadas de las adquisiciones de 2020 – 2021.

Gráfico 20. Evolución EBITDA Recurrente


Estimamos una mejora de márgenes en el periodo 2023e – 2025e, por la capacidad de AGIL de apalancar su estructura. Lo que es el pilar básico del equity story. El periodo 2023e-2025e será clave para demostrar su capacidad de dar un salto en rentabilidad (pendiente hasta hoy).

Por debajo de la línea de EBITDA en 2023e destaca: (i) la amortización del fondo de comercio y activos tangibles e intangibles con un impacto de EUR 13,5Mn (12% s/ventas 2023e) y (ii) la activación de gastos por trabajos realizados para el activo intangible (I+D) 7,7Mn (7% s/ventas 2023e). Para los años 2024e y 2025e, nuestras estimaciones asumen una mejora progresiva del EBITDA Rec. hasta alcanzar un margen del 6,7% en 2025e.

Gráfico 21. De ingresos hasta EBIT 2023e


Alcanzando un Beneficio Neto de EUR -1,9Mn en 2025e

Nuestros números no contemplan impactos adicionales por extraordinarios. Aunque estimamos un coste de la deuda en niveles de c. 7% (el coste a fecha de este informe). Aunque gracias a la capacidad de generar FCF recurrente, el gasto financiero iría descendiendo de niveles de EUR -2,2Mn en 2023e hasta EUR -1,7Mn en 2025e. El Beneficio Neto estimado para 2023e es de EUR -3,8Mn (vs EUR -6,4Mn en 2022).

La mejora en EBITDA recurrente y el descenso de los gastos financieros se verían contrarrestados en cierta medida por el aumento de la amortización, por la alta capitalización de gastos (7% s/ingresos 2023e – 2025e). Para 2024e y 2025e proyectamos una mejora del Beneficio Neto de EUR -3,2Mn y EUR -1,9Mn, respectivamente.

Free Cash Flow: el crecimiento en EBITDA empujará la generación de caja...

El ratio de circulante se sitúa en el -8,9% de los ingresos 2022. Las partidas más relevantes son: (i) clientes EUR 22,2Mn (21,8% s/ventas) y (ii) proveedores EUR 27,0Mn (26,6% s/ventas). Para el periodo 2023e- 2025e hemos proyectado una mejora ligera en el periodo medio de cobro hasta los 60 días. Aunque no proyectamos mejora en el periodo medio de pago (c.100 días). Que mejoraría la ratio medio para los siguientes años en -9,7% WC/Ventas.

Consideramos un CAPEX medio cercano a EUR c.1,8Mn. Al considerar que la compañía ya ha realizado inversiones muy significativas y solo requerirá invertir en CAPEX de mantenimiento (además de las capitalizaciones). Lo que se podría ver afectado por el inicio de proyectos que requieran de inversiones significativas (por ejemplo, la entrada en un nuevo país). En 2022, la inversión total (gastos capitalizados de I+D + CAPEX) de AGIL ascendió al 8% s/Ingresos. Para 2023e, estimamos un gasto capitalizado de EUR 7,7Mn y CAPEX de EUR 1,7Mn, que supondría un ratio de Inversión total del 9% s/Ingresos 2023e.

Nuestro escenario central recoge una generación de FCF Recurrente positivo en 2023e de EUR 3,2Mn (66% s/EBITDA recurrente; FCF Rec. yield 3,7%) que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 5,2Mn en 2025e (FCF Rec. yield 2025e 5,9%).

Gráfico 22. De EBITDA Recurrente a FCF Recurrente 2023e

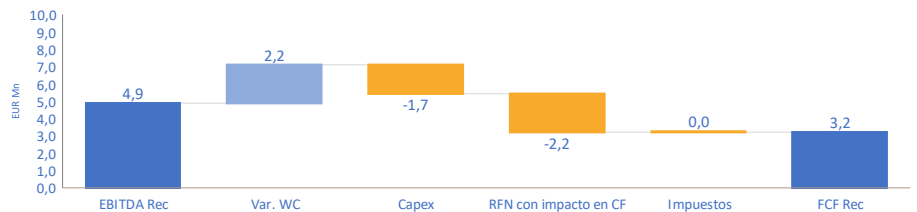
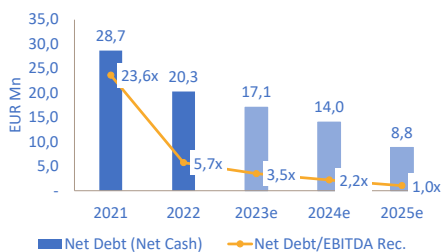


Gráfico 23. Evolución Deuda Neta



... lo que inevitablemente tendrá impacto en la Deuda Neta. Llegando a EUR 8,8Mn (1,0x DN/EBITDA Recurrente)

A cierre de 2022, la deuda neta de AGIL se redujo de EUR 28,7Mn en 2021, hasta los EUR 20,3Mn (DN/EBITDA Recurrente 2022: 5,7x). Los principales compones de la deuda son: (i) deuda con entidades de crédito (EUR 9,8Mn, 28% s/total de la deuda) (ii) obligaciones convertibles (EUR 11,9Mn; 34% s/total de la deuda) y (iii) pagos pendientes de adquisiciones (EUR 10,8Mn; 31% s/total de la deuda).

Las métricas de apalancamiento se mantendrán en niveles aun elevados en 2023e (nivel de DN/EBITDA Recurrente 2023e de 3,5x). Aunque de cumplirse nuestras estimaciones la deuda neta se iría reduciendo a niveles más razonables en 2024e (DN/EBITDA Rec 2,2x) hasta llegar a un múltiplo de 1,0x en 2025e. Nuestros números no recogen el posible incremento de la deuda por operaciones de M&A.

En conclusión, moderado crecimiento en ingresos, y una potencial/exigente mejora de márgenes cuya ejecución es la "clave de bóveda" de nuestras estimaciones.

La "foto" actual es la de una compañía tecnológica empujada por el fuerte crecimiento sectorial del consumo de video por *streaming* y publicidad digital (ver epígrafe de Industria). Que se acentuó por la pandemia y que ha permanecido posteriormente. Nuestras estimaciones (2023e - 2025e) pivotan sobre:

- Crecimiento orgánico (8,6% TACC 2022 – 2025e) similar en sus dos líneas de negocio. Apoyado en: (i) la capacidad de crecer en usuarios, como (ii) por el driver sectorial que supone el incremento del consumo de video por *streaming* (11,6% TACC 2021–2026e en Europa) y la publicidad digital (9,1% TACC 2021-2026e a nivel global).
- La oportunidad (y reto exigente) de aprovechar el apalancamiento operativo de una estructura ya creada (por el fuerte crecimiento inorgánico realizado en los años 2020 y 2021) y que, además, debería permitir identificar sinergias de costes (aligerando la estructura) y empezar a empujar los márgenes a niveles esperables en una empresa tecnológica de producto.
- Aumento de la generación de FCF Recurrente (empujado por la mejora del EBITDA Recurrente). Donde pensamos que será clave: (i) la gestión del nivel de CAPEX, crítico en un sector en el que las compañías deben “nadar y guardar la ropa” (evitando el riesgo del FCF negativo; pero evitando también el riesgo de la obsolescencia de sus soluciones) y (ii) el impacto financiero en el flujo de caja derivado de un nivel de deuda neta todavía elevado.

En definitiva, ¿qué dicen nuestros “números”? ¿cuál es la idea y nuestra visión de AGIL? Tras un período de crecimiento exponencial en los últimos años (esencialmente inorgánico), lo que la compañía puede ofrecer al inversor a medio y largo plazo es:

- Posicionamiento de AGIL en toda la cadena de valor de sus clientes cubriendo desde la generación de contenido a su consumo final.
- Capacidad de crecimiento orgánico de c.9% los próximos tres años. Una vez la compañía ha logrado multiplicar sus ingresos vía M&A (9,2x ingresos de 2019).
- Experiencia en la integración de compañías adquiridas en un sector tendente a la concentración (el mercado europeo está muy fragmentado y seguirá facilitando el crecimiento vía M&A).
- Mejora de la rentabilidad (el factor donde, desde nuestro punto de vista, hay que poner la atención). 2023e será el año clave para empezar a ver esta mejora. Estimamos un gran incremento en el margen EBITDA/Ventas: 3,5% (2022) a 6,7% (2025). Resultado de la combinación ya descrita: crecimiento orgánico en ingresos, apalancamiento operativo y sinergias (pendientes de capturar) por el M&A de los últimos años. Este es el (exigente) escenario central de nuestras estimaciones.

Esa exigencia deriva de riesgos lógicos/inevitables: (i) elevado nivel de competencia en el sector derivado de la alta opcionalidad de los consumidores, (ii) el límite de servicios a los que se suscribirán los hogares y (iii) el riesgo derivado de la posible fusión de MasMóvil con Orange que podría tener un impacto significativo en la línea de negocio de Agile TV Platform (aunque hoy no contemplado en nuestro escenario central).

Los números de AGIL hablan de una compañía con un driver de crecimiento sectorial claro e intuitivo. Que ya ha dado el salto en tamaño (apalancándose). Y que ahora enfrenta el reto de rentabilizar su estructura (la inversión realizada). Y que, sobre el papel, ofrece un enorme potencial crecimiento vía mejora de márgenes. Lo que convierte a los resultados de 2023 y 2024 en la prueba de fuego de la factibilidad de esa mejora.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	5,4	5,0	6,9	85,6			
Market Cap	87,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	20,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,6%	Coste de la deuda neta			6,4%	6,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,1%	5,5%	
Risk free rate (rf)	3,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
Coste del Equity	11,3%	Ke = Rf + (R * B)			10,1%	12,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,8%	D			=	=	
WACC	10,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,2%	11,3%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Brightcove	BCOV-US	159,3	n.a.	n.a.	10,6	n.a.	0,9	n.a.	8,4%	n.a.	n.a.
Kudelski	KUD-CH	105,3	37,8	n.a.	8,8	19,2%	0,6	4,6%	6,8%	8,6%	78,0%
TV Technologies			37,8	n.a.	9,7	19,2%	0,7	4,6%	7,6%	8,6%	78,0%
Netgem	ALNG-FR	32,6	28,8	93,2%	3,8	13,5%	0,8	5,6%	22,4%	10,0%	n.a.
Kaltura	KLTR-US	235,2	n.a.	22,8%	n.a.	78,4%	1,3	4,3%	n.a.	n.a.	43,9%
TV Platform			28,8	58,0%	3,8	46,0%	1,1	4,9%	22,4%	10,0%	43,9%
AGIL	AGIL-ES	87,6	n.a.	30,0%	22,6	32,8%	1,0	8,4%	4,4%	3,7%	26,9%

Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	5,9%	7,0	15,8x
Central	5,4%	6,4	17,2x
Min	4,9%	5,8	19,0x

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 24e			➔	Escenario		FCF Rec./Yield 24e	
	EBITDA 24e	1,3%	1,5%		1,7%	Max	Central	Min
7,0	3,9	3,6	3,4		4,4%	4,1%	3,9%	
6,4	3,3	3,0	2,8		3,7%	3,5%	3,2%	
5,8	2,7	2,4	2,2		3,1%	2,8%	2,5%	

¿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:** la industria donde opera AGIL se encuentra muy fragmentada, lo que puede suponer un riesgo comercial de pérdida de clientes (acentuado por posibles fusiones en el sector de telecomunicaciones; como en el caso de MásMovil y Orange) y de aparición de competidores con una tecnología más atractiva que puede conllevar una reducción en la actividad.
- 2. Elevado fondo de comercio y activos intangibles:** En 2022, AGIL tiene registrados EUR 35,4Mn en concepto de Fondo de Comercio y EUR 35,8Mn en activos intangibles (69% del activo no corriente). El riesgo inherente al Fondo de Comercio y a la activación del I+D expone a AGIL a sus potenciales deterioros por falta de recuperabilidad impactando en su P/L.
- 3. Incremento de las necesidades de CAPEX.** Dado que las soluciones tecnológicas comercializadas por AGIL ya están desarrolladas, estimamos que no requerirá un CAPEX significativo (sin considerar capitalizaciones; c.7% s/ventas) hasta 2025. No obstante, dadas las continuas disrupciones tecnológicas y la aparición de nuevos proyectos (potencialmente intensivos en CAPEX), se podría dar la situación de tener que aumentar el nivel de inversión para adaptarse a las tendencias del mercado.
- 4. Alta concentración de la actividad en España:** las ventas procedentes de la actividad generada en España supusieron el c.69% en el 2022. Una ralentización en la economía española podría tener un impacto elevado en el negocio. Además de España, solo en USA (16% s/ingresos 2022) hay una exposición superior al 10% s/ventas consolidadas.
- 5. Riesgo de tipo de cambio:** AGIL está expuesta a riesgo divisa tanto por las transacciones internacionales realizadas, como por la consolidación de filiales no Euro. El aumento de la exposición a países ajenos a la Eurozona conllevará un mayor riesgo divisa. En 2022 c.23% de las ventas del Grupo se realizaron en monedas diferentes al Euro. Por lo que AGIL puede experimentar un impacto significativo en su P/L como consecuencia de la variación en el valor de otras divisas frente al EUR. Lógicamente, este riesgo se ve minorado por el uso, que AGIL hace, de coberturas de tipo de cambio.
- 6. Endeudamiento y evolución de los tipos de interés.** La inversión realizada en las adquisiciones en los últimos años tiene su reflejo (lógico) en el crecimiento de la deuda neta hasta niveles de EUR 20,3Mn en 2022e (DN/EBITDA Recurrente 5,7x). Por lo que consideramos el nivel de endeudamiento es un riesgo. Mitigado por la capacidad de AGIL de generar FCF Recurrente positivo (en el periodo 22-25e).
- 7. Una reducción de costes de estructura más lenta de lo esperado:** Nuestras estimaciones consideran una reducción de los costes fijos de estructura (asumiendo que una pequeña parte de esta es de naturaleza variable) hasta llevar el total (gastos de personal + otros costes de explotación) al 37,1% s/ingresos en 2023e (vs 38,6% en 2022). Mantener los gastos de estructura en el 38,6% reduciría el margen EBITDA rec. 2023e hasta el 2,9% (vs 4,4 % estimado). Lo que implicaría una contracción del EBITDA rec. 2023e estimado de c.35%.
- 8. Riesgo implícito de M&A:** tanto el momento económico actual, como la dinámica específica del sector (tendente a la concentración), abrirán oportunidades de crecimiento no orgánico a corto, medio y largo plazo (en línea con lo visto en el periodo 2020-2022). Parte de la estrategia de crecimiento de la compañía se basa en crecimiento inorgánico. Lo que en sí mismo implica un riesgo. El interés por pequeños actores con capacidad de crecimiento puede conllevar un aumento en la competencia en los procesos de compra, con riesgo de destrucción de valor.
- 9. Disrupción tecnológica:** el negocio de AGIL depende directamente de productos esencialmente tecnológicos, lo que se traduce en la necesidad permanente de actualización del producto para hacer frente a su obsolescencia. Los cambios tecnológicos anticipados por los cliente pueden afectar a la demanda en el medio y largo plazo. Y la capacidad de respuesta de AGIL a los mismos es en sí misma, un riesgo.

Fundadores e inversores de “largo recorrido” controlan el Consejo. Y garantizan una gestión “pro-cotización”.

Tabla 6. Consejo de Administración

Nombre	Cargo	Categoría
Hernan Scapusio Vinent	Presidente	Dominical
José Antonio López Muñoz	Vicepresidente	Independiente
Mónica Rayo Moragón	Consejera	Dominical
Abel Gibert Espinagosa	Consejero	Independiente
Agustín Checa Jiménez	Consejero	Independiente
Pedro Martín Molina	Consejero	Dominical
José Eulalio Poza Sanz	Consejero	Dominical
Beltrán Mora Figueroa	Consejero	Dominical
Alexander Puregger	Consejero	Dominical
Carmen Fernández de Alarcón	Consejera	Dominical
Silvia Martínez	Secretaría no Consejera del Consejo	

Tabla 7. Estructura Accionarial

	% Capital
Hernan Scapusio Vinent	9,9%
Mónica Rayo Moragón	6,3%
Grupo Inveready*	9,8%
Onchena S.L	6,9%
TV Azteca SAB de CV**	6,9%
José Eulalio Poza Sanz	5,3%
Autocartera	0,5%
Free float	54,5%
Total	100%

Nota: *Grupo Inveready está representado por Beltrán Mora, **TV Azteca está representado por Pedro Martín Molina.

Fundada en 2007 en Barcelona por Hernan Scapusio y Mónica Rayo. Ambos se mantienen en la actualidad como accionistas (c.16% del capital), y forman parte del Consejo de Administración y equipo directivo con los cargos de: i) presidente del consejo y ii) miembro del consejo y directora de producto y tecnología, respectivamente. AGIL cotiza en BME Growth desde noviembre de 2015.

- Un Consejo de Administración con alta exposición al precio de la acción...** en AGIL encontramos un Consejo de Administración amplio (10 consejeros; 2 mujeres) (Tabla 6), de los que 5 tendrían una posición relevante en el capital de la compañía. El Consejo estará formado por un mínimo de tres y un máximo de doce miembros. El Consejo de Administración controla el c.38% del capital de AGIL. De los 10 miembros siete son dominicales y tres independientes (sin participación significativa en el capital; 30% del Consejo). La duración del cargo de consejero está limitada a 6 años, pudiendo ser reelegidos sin límite de mandatos.

Tabla 8. Principales métricas de Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022
% de consejeros independientes	33%	30%
% de consejeros dominicales	67%	70%
% de consejeros ejecutivos	0%	0%
% de mujeres en el consejo de administración	11%	20%
% de mujeres en la plantilla	22%	21%
Remuneración del consejo + Alta dirección /gastos de personal	4%	9%
Número de casos de corrupción confirmados	0	0

- Independencia de sus comisiones.** Tanto la Comisión de Auditoría como la Comisión de Nombramientos y Retribuciones están presididas e integradas mayoritariamente por consejeros independientes (el 66,7% de sus miembros).
- Retribución del Consejo de Administración y la alta dirección.** En 2022 la remuneración del Consejo de Administración en su conjunto ascendió a EUR c.0,2Mn (+40% vs 2021; 0,9% s/gastos de personal). Y la remuneración de la alta dirección a EUR 1,5Mn (+156% vs 2021; 7,7% s/gastos de personal).
- Plan de incentivos.** AGIL tiene un plan de incentivos para directivos y determinados empleados clave de la compañía (elegidos por el Consejo de Administración). El plan está estructurado en tres partes: (i) Plan de permanencia que da derecho a un número de acciones siempre que el empleado permanezca en la compañía hasta el 31 de diciembre de 2024. El total de acciones a entregar son 176.000 (0,8% s/capital) (ii) Plan de rendimiento sujeto al cumplimiento de una serie de KPIs. El número total de acciones se dividirá por tres para el cálculo de cada uno de los tres años. El total de acciones son 490.000 acciones (2,1% s/capital). Asumiendo un 75% de performance 367.500. (iii) Upside Plan, en el que se establece una remuneración dependiente exclusivamente del aumento del valor de la acción. El cálculo se realizará como la diferencia entre la cotización media de diciembre de 2024 y la cotización media de diciembre de 2021. La cantidad final se puede aumentar o reducir en un máximo de un 20% según la decisión del CEO, y en función del rendimiento del empleado. En caso de que el CEO sea el beneficiario, la decisión será tomada por la junta directiva.
- Programa de recompra de acciones.** En el Consejo de Administración celebrado el 5 de octubre de 2022 se aprobó un programa de recompra de acciones propias de un máximo de 125.000 acciones o una inversión máxima de EUR 0,5Mn para el plan de incentivos de los empleados. En el periodo comprendido entre el 6 de octubre 2022 y el 31 de enero 2023 se han comprado c.102.000 acciones (0,4% s/capital) con un

coste total de c.EUR 402.000. El 3 de abril de 2023 se anunció un nuevo plan de recompra de acciones por un máximo de 141.000 acciones (0,6% s/capital) o por una inversión máxima de EUR c.0,7Mn. El programa permanecerá vigente hasta el 30 de septiembre de 2023.

6. **Retribución al accionista.** No existe compromiso de la compañía en relación con el pago de dividendo. El principal foco de atención está en la consolidación del crecimiento orgánico del negocio. Y en ese contexto prevemos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos 3 años.
7. **Políticas ESG.** La compañía tiene un plan de desarrollo sostenible 2022-2023. Donde los principales objetivos (sin KPIs asignados) son: (i) Medio ambiente, reducir el consumo de energía para reorientarlo hacia fuentes sostenibles y minimizar los residuos (ii) Social, colaborar con universidades y otras instituciones para fomentar la innovación e internamente fomentar el desarrollo y la diversidad y (iii) Buen gobierno, cumplir las normas de buen gobierno con el objetivo de seguir reforzando el número de miembros independientes y la diversidad.
8. **Conflictos de interés.** La compañía cuenta con un elevado volumen de saldos y transacciones con partes vinculadas. Correspondientes principalmente al apoyo financiero recibido por Inveready (accionista de la compañía).

Tabla 9. Saldos con partes vinculadas

EUR Mn	2021	2022
Pasivo no corriente (Deuda a largo plazo)	12,5	11,9

Nota: El c.90% de los saldos con partes vinculadas corresponden al Grupo Inveready.

Tabla 10. Transacciones entre partes vinculadas

EUR Mn	2021	2022
Gastos financieros	1,6	1,7

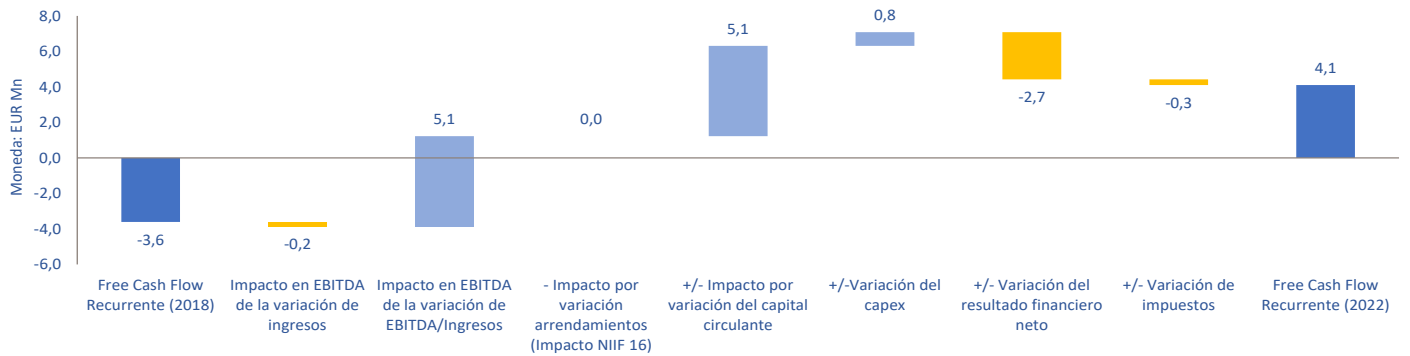
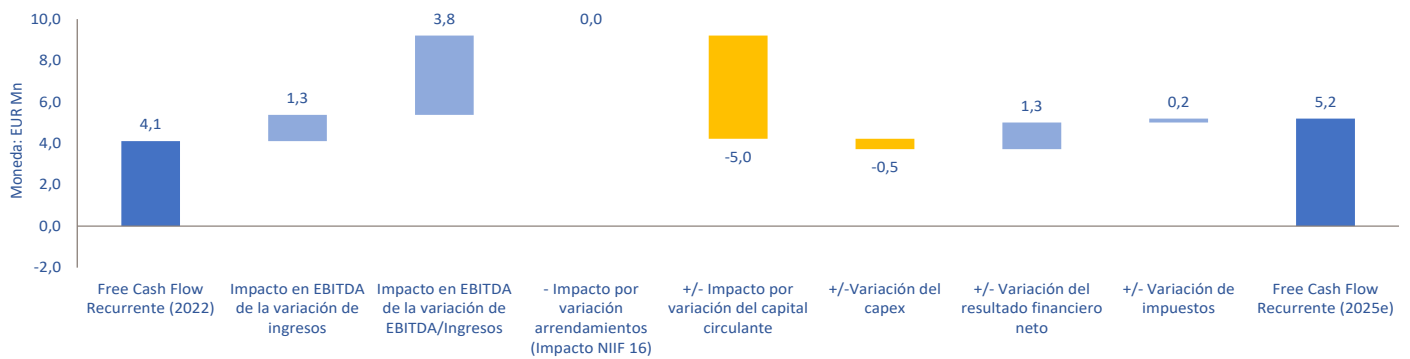
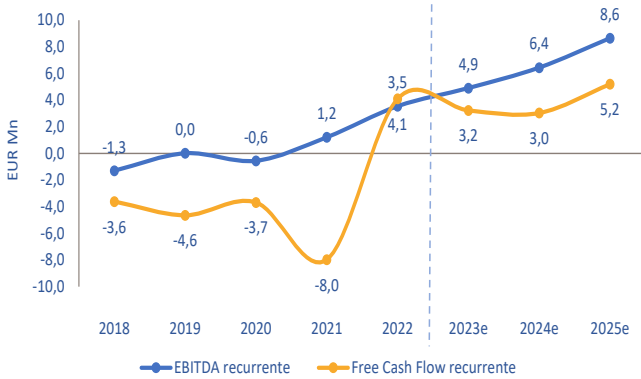
Nota: En 2021 el 85% de las transacciones entre partes vinculas son con el Grupo Inveready. En 2022 se reduce al 72%.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	9,9	10,5	19,4	37,2	35,8	34,9	32,8	29,7		
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,8	0,6	0,6	2,0	3,2	4,3		
Otros activos no corrientes	0,4	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	1,7	1,4	6,3	1,0	3,5	3,5	3,5	3,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	1,6	1,2	9,9	39,9	35,4	31,0	26,6	22,2		
Activo circulante	2,6	7,6	15,4	27,5	27,4	27,5	29,4	31,5		
Total activo	16,3	20,8	51,9	106,8	103,4	99,4	96,1	91,7		
Patrimonio neto	6,7	13,4	27,7	44,4	40,0	36,2	32,9	31,1		
Minoritarios	-	-	-	2,1	6,4	7,2	7,8	8,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,5	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	6,3	0,6	6,2	28,7	20,3	17,1	14,0	8,8		
Pasivo circulante	2,7	6,6	18,0	31,4	36,5	38,7	41,1	43,4		
Total pasivo	16,3	20,8	51,9	106,8	103,4	99,4	96,1	91,7		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	8,8	11,0	20,4	55,2	101,5	110,5	119,8	129,9	84,2%	8,6%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>12,1%</i>	<i>24,5%</i>	<i>86,0%</i>	<i>170,3%</i>	<i>83,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,4%</i>		
Coste de ventas	(1,7)	(3,0)	(9,1)	(25,4)	(58,8)	(64,7)	(70,7)	(76,6)		
Margen Bruto	7,1	8,0	11,3	29,9	42,8	45,9	49,1	53,3	56,5%	7,6%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>80,9%</i>	<i>72,5%</i>	<i>55,5%</i>	<i>54,1%</i>	<i>42,1%</i>	<i>41,5%</i>	<i>41,0%</i>	<i>41,0%</i>		
Gastos de personal	(5,2)	(5,6)	(7,5)	(17,1)	(18,9)	(19,5)	(20,3)	(21,2)		
Otros costes de explotación	(3,3)	(2,4)	(4,3)	(11,6)	(20,3)	(21,5)	(22,4)	(23,4)		
EBITDA recurrente	(1,3)	0,0	(0,6)	1,2	3,5	4,9	6,4	8,6	47,5%	34,7%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-67,4%</i>	<i>100,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>318,5%</i>	<i>192,3%</i>	<i>38,4%</i>	<i>31,3%</i>	<i>34,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,2%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	0,0	(1,2)	(2,4)	0,0	-	-	-		
EBITDA	(1,3)	0,0	(1,8)	(1,2)	3,6	4,9	6,4	8,6	48,3%	34,6%
Depreciación y provisiones	(1,8)	(2,4)	(3,2)	(8,7)	(13,9)	(13,5)	(15,4)	(17,5)		
Gastos capitalizados	2,2	2,5	3,8	6,2	6,7	7,7	8,4	9,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(0,9)	0,1	(1,2)	(3,6)	(3,7)	(0,8)	(0,6)	0,2	-43,7%	27,3%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-15,7%</i>	<i>115,5%</i>	<i>-993,9%</i>	<i>-202,2%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>77,5%</i>	<i>30,3%</i>	<i>141,5%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,2%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	0,4	(1,4)	(2,1)	(1,2)	(2,2)	(2,0)	(1,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,5)	0,5	(2,6)	(5,7)	(4,9)	(3,0)	(2,6)	(1,5)	-35,2%	32,6%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>137,7%</i>	<i>-576,1%</i>	<i>-120,0%</i>	<i>15,3%</i>	<i>37,6%</i>	<i>15,1%</i>	<i>42,3%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,5)	0,5	(2,6)	(5,7)	(4,9)	(3,0)	(2,6)	(1,5)	-35,2%	32,6%
Impuestos	0,1	(0,4)	(0,2)	(0,0)	(0,2)	-	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>77,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	(1,3)	(0,8)	(0,7)	(0,4)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,3)	0,1	(2,8)	(5,8)	(6,4)	(3,8)	(3,2)	(1,9)	-48,0%	33,5%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>109,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-102,5%</i>	<i>-10,1%</i>	<i>39,9%</i>	<i>15,1%</i>	<i>42,3%</i>		
Beneficio ordinario neto	(1,5)	0,4	(1,4)	(3,3)	(6,2)	(3,8)	(3,2)	(1,9)	-42,4%	32,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>124,7%</i>	<i>-480,3%</i>	<i>-136,8%</i>	<i>-84,8%</i>	<i>38,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>42,3%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						4,9	6,4	8,6	47,5%	34,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						2,2	0,4	0,2		
Cash Flow operativo recurrente						7,1	6,8	8,9	75,5%	0,5%
CAPEX						(1,7)	(1,8)	(1,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,2)	(2,0)	(1,7)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						3,2	3,0	5,2	33,1%	8,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						3,2	3,0	5,2	36,4%	4,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(3,2)	(3,0)	(5,2)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	0,0	(0,6)	1,2	3,5	4,9	6,4	8,6	<i>n.a.</i>	34,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	100,7%	<i>n.a.</i>	318,5%	192,3%	38,4%	31,3%	34,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	0,1%	<i>n.a.</i>	2,2%	3,5%	4,4%	5,4%	6,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	3,5	1,3	5,2	2,2	0,4	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,0)	2,9	2,6	8,8	7,1	6,8	8,9	<i>n.a.</i>	0,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	14,0%	388,1%	-11,9%	242,9%	-19,0%	-3,7%	29,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	14,2%	4,6%	8,6%	6,4%	5,7%	6,8%		
- CAPEX	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,6)	(1,2)	(1,8)	(3,0)	(2,2)	(2,0)	(1,7)		
- Impuestos	(0,4)	(0,2)	(0,0)	(0,2)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	(4,6)	(3,7)	(8,0)	4,1	3,2	3,0	5,2	42,3%	8,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-28,6%	20,7%	-116,5%	151,5%	-21,4%	-5,9%	71,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,0%	2,9%	2,5%	4,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	(1,2)	(1,0)	0,4	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	(28,0)	(33,7)	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(4,3)	(32,9)	(42,7)	4,6	3,2	3,0	5,2	45,3%	4,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-36,9%	-666,5%	-29,9%	110,7%	-29,6%	-5,9%	71,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	4,7%	3,7%	3,5%	5,9%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	5,2%	3,7%	3,5%	5,9%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,6)	(4,6)	(3,7)	(8,0)	4,1	3,2	3,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	0,0	(0,9)	1,0	0,3	0,4	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,6	(0,6)	2,7	1,3	1,0	1,1	1,7		
= Variación EBITDA recurrente	1,3	(0,6)	1,8	2,3	1,4	1,5	2,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,1)	4,5	(2,1)	3,9	(3,0)	(1,8)	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,2	3,9	(0,3)	6,2	(1,7)	(0,3)	2,0		
+/- Variación del CAPEX	(0,4)	(2,5)	(3,6)	7,3	(0,2)	(0,1)	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(1,2)	0,8	0,2	0,3		
+/- Variación de impuestos	(0,6)	0,2	0,2	(0,2)	0,2	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,0)	1,0	(4,3)	12,1	(0,9)	(0,2)	2,2		
Free Cash Flow Recurrente	(4,6)	(3,7)	(8,0)	4,1	3,2	3,0	5,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	0,1	(1,2)	(3,6)	(3,7)	(0,8)	(0,6)	0,2	<i>n.a.</i>	27,3%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	0,0	(0,6)	1,2	3,5	4,9	6,4	8,6	<i>n.a.</i>	34,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	3,5	1,3	5,2	2,2	0,4	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,0)	2,9	2,6	8,8	7,1	6,8	8,9	<i>n.a.</i>	0,5%
- CAPEX	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(3,7)	(2,2)	(6,2)	7,3	5,4	5,0	6,9	58,4%	-1,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-9,2%	39,3%	-174,3%	218,5%	-25,6%	-7,3%	37,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	7,2%	4,9%	4,2%	5,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	(28,0)	(33,7)	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,4)	(30,2)	(39,9)	7,3	5,4	5,0	6,9	61,1%	-1,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-15,5%	-798,1%	-32,0%	118,4%	-25,9%	-7,3%	37,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	6,6%	4,9%	4,5%	6,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	6,6%	4,9%	4,5%	6,2%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	87,6	
+ Minoritarios	6,4	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	20,3	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	3,5	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	111,0	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC															
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos				8,3	10,8	7,9	8,8	11,0	20,4	55,2	101,5	110,5	119,8	129,9	n.a.	8,6%
Cto. Total ingresos				n.a.	30,2%	-27,4%	12,1%	24,5%	86,0%	170,3%	83,9%	8,9%	8,4%	8,4%		
EBITDA				(0,8)	(1,2)	(0,7)	(1,3)	0,0	(1,8)	(1,2)	3,6	4,9	6,4	8,6	n.a.	34,6%
Cto. EBITDA				n.a.	-56,5%	39,9%	-69,5%	102,1%	n.a.	32,2%	398,6%	38,1%	31,3%	34,3%		
EBITDA/Ingresos				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,2%	n.a.	n.a.	3,5%	4,4%	5,4%	6,7%		
Beneficio neto				(1,3)	(5,2)	0,0	(1,3)	0,1	(2,8)	(5,8)	(6,4)	(3,8)	(3,2)	(1,9)	n.a.	33,5%
Cto. Beneficio neto				n.a.	-287,0%	101,0%	n.a.	109,3%	n.a.	-102,5%	-10,1%	39,9%	15,1%	42,3%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				7,3	9,7	12,2	13,5	18,0	20,9	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)				-0,18	-0,53	0,00	-0,10	0,01	-0,14	-0,25	-0,27	-0,17	-0,14	-0,08	n.a.	33,5%
Cto. BPA				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-83,5%	-9,9%	39,9%	15,1%	42,3%		
BPA ord. (EUR)				-0,21	-0,53	0,00	-0,11	0,02	-0,07	-0,14	-0,27	-0,17	-0,14	-0,08	n.a.	32,8%
Cto. BPA ord.				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-84,4%	38,2%	15,1%	42,3%		
CAPEX				(1,3)	(2,1)	(1,9)	(2,2)	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,9)		
CAPEX/Vtas % ¹				15,1%	19,7%	24,3%	25,2%	24,2%	25,2%	15,8%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%		
Free Cash Flow				(2,0)	(3,9)	(2,7)	(3,1)	(4,3)	(32,9)	(42,7)	4,6	3,2	3,0	5,2	n.a.	4,3%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,9x	n.a.	n.a.	5,7x	3,5x	2,2x	1,0x		
PER (x)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)				n.a.	2,11x	3,11x	2,48x	1,51x	3,29x	3,28x	1,70x	1,00x	0,93x	0,85x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	48,7x	22,6x	17,2x	12,8x		
Comport. Absoluto				n.a.	-5,3%	-14,7%	3,4%	189,3%	95,8%	-11,8%	-38,6%	-13,1%				
Comport. Relativo vs Ibx 35				n.a.	-3,4%	-20,6%	21,7%	158,7%	131,6%	-18,3%	-35,0%	-22,7%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

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

Anexo 5. Principales comparables 2023e

		TV Technologies			TV Platform			
EUR Mn		Brightcove	Kudelski	Average	Netgem	Kaltura	Average	AGIL
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BCOV-US	KUD-CH		ALNTG-FR	KLTR-US		AGIL-ES
	País	United States	Switzerland		France	United States		Spain
	Market cap	159,3	105,3		32,6	235,2		87,6
	Enterprise value (EV)	170,0	407,6		28,3	214,8		111,0
Información financiera básica	Total Ingresos	190,9	685,7		33,3	159,3		110,5
	Cto.Total Ingresos	-2,4%	-1,0%	-1,7%	-8,3%	1,8%	-3,2%	8,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	4,6%	4,6%	5,6%	4,3%	4,9%	8,4%
	EBITDA	16,1	46,6		7,5	(6,0)		4,9
	Cto. EBITDA	405,0%	104,7%	254,9%	-13,9%	87,2%	36,7%	38,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	19,2%	19,2%	13,5%	78,4%	46,0%	32,8%
	EBITDA/Ingresos	8,4%	6,8%	7,6%	22,4%	n.a.	22,4%	4,4%
	EBIT	3,6	16,3		1,1	(8,5)		(0,8)
	Cto. EBIT	153,8%	288,7%	221,3%	363,8%	82,9%	223,3%	77,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	43,4%	43,4%	n.a.	62,8%	62,8%	51,3%
	EBIT/Ingresos	1,9%	2,4%	2,1%	3,2%	n.a.	3,2%	n.a.
	Beneficio Neto	(13,6)	3,6		1,1	(40,9)		(3,8)
	Cto. Beneficio Neto	-62,5%	117,6%	27,6%	885,2%	35,6%	460,4%	39,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	n.a.	n.a.	96,0%	16,7%	56,3%	30,0%
	CAPEX/Ventas	n.a.	2,7%	2,7%	11,4%	2,3%	6,8%	1,5%
Free Cash Flow	n.a.	9,0		3,3	(13,1)		3,2	
Deuda financiera Neta	n.a.	250,3		(5,5)	(22,8)		17,1	
DN/EBITDA (x)	n.a.	5,4	5,4	n.a.	n.a.	n.a.	3,5	
Pay-out	n.a.	0,0%	0,0%	109,4%	0,0%	54,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	37,8	37,8	28,8	n.a.	28,8	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	0,3	0,3	1,4	8,7	5,0	2,4
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,6	0,7	0,8	1,3	1,1	1,0
	EV/EBITDA (x)	10,6	8,8	9,7	3,8	n.a.	3,8	22,6
	EV/EBIT (x)	46,8	25,0	35,9	26,9	n.a.	26,9	n.a.
	ROE	n.a.	0,9	0,9	4,8	n.a.	4,8	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	8,6	8,6	10,0	n.a.	10,0	3,7
	DPA	n.a.	0,00	0,00	0,04	0,00	0,02	0,00
	Dvd Yield	n.a.	0,0%	0,0%	3,8%	0,0%	1,9%	0,0%

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

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

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com 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 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 Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
22-May-2023	n.a.	3,79	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andres Abad

