

Resultados 6m 2022

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperadoImpacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

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

+34 915 904 226

Cuatroochenta (4805), es una compañía tecnológica dedicada al diseño, desarrollo e implantación de software cloud (bajo modelo SaaS) y ciberseguridad, con productos propios enfocados a la optimización de procesos específicos del entorno empresarial. Sus ingresos fuera de España representan c. del 25% (esencialmente Latam). Desde noviembre de 2020 cotiza en BME Growth. El equipo directivo controla c. 60% del capital.

1S22: Ingresos en línea (+32%) aunque el salto en tamaño ha reducido (inevitablemente) el margen

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	30,2	29,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	33,7	33,3
Número de Acciones (Mn)	2,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	18,98 / 15,74 / 11,20	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación ⁽³⁾	9,3	
Factset / Bloomberg	4805-ES / 4805 SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Montesinos	19,5
Sergio Aguado Gonzalez	18,0
Alfredo Cebrían Fuertes	16,6
Grupo Pavalas	5,3
Free Float	40,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,7	2,7	2,7	2,7
Total Ingresos	13,9	17,5	20,5	24,3
EBITDA Rec.	0,7	1,0	2,1	3,5
% Var.	-50,4	39,8	96,8	72,1
% EBITDA Rec./Ing.	5,4	6,0	10,0	14,5
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	32,5	22,6	18,2	17,6
Beneficio neto	-0,8	-0,4	0,4	1,3
BPA (EUR)	-0,30	-0,16	0,13	0,50
% Var.	-316,8	46,1	181,1	281,3
BPA ord. (EUR)	-0,21	-0,10	0,13	0,50
% Var.	-145,4	53,9	233,2	281,3
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	0,4	-0,6	0,4	1,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	7,2	2,9	2,5	1,1
DN / EBITDA Rec.(x)	9,7	2,8	1,2	0,3
ROE (%)	n.a.	n.a.	3,2	11,3
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	2,7	9,2

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	85,8	22,5
PER Ordinario	n.a.	n.a.	85,8	22,5
P/BV	6,8	2,8	2,7	2,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,43	1,93	1,65	1,39
EV/EBITDA Rec.	45,2	32,4	16,4	9,6
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	19,3
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	1,5	n.a.	1,4	4,7

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

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

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

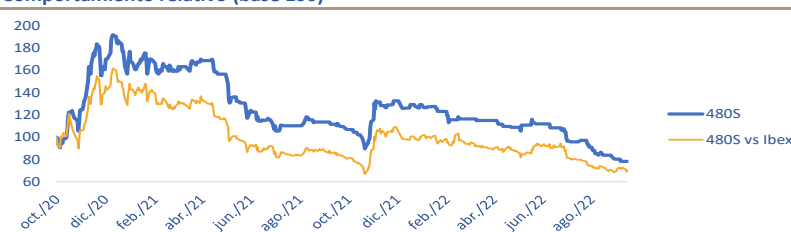
CONTINÚA EL FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS (+32% VS 1S22),... 4805 cierra el 1S22 con unos ingresos de EUR 8,4Mn (EUR 9,0Mn en términos proforma; vs EUR 6,9Mn en 1S21). Un fuerte crecimiento (+32% vs 1S21) que, además, se consigue incrementando el ARR (annual recurring revenue) hasta el 47% (vs 40,5% en 2021). El crecimiento en ingresos se explica por: (i) la continuidad del crecimiento orgánico (+17% vs 1S22) y (ii) el efecto del M&A ejecutado -12m: adquisición de Fama Systems (marzo 2021), Mensamatic (octubre 2021) y el 50% de Matrix Developments (febrero 2022). Por negocios, destaca el fortísimo crecimiento de ciberseguridad (+113%; negocio con un ARR del 76%), que incrementa su peso sobre el mix de ingresos hasta el 27% (vs 17% en 2021).

... AUNQUE EL IMPORTANTE INCREMENTO DE SU ESTRUCTURA OPERATIVA REDUCE (INEVITABLEMENTE) EL MARGEN EBITDA. Con el objetivo de acelerar el crecimiento y mejorar la escalabilidad del negocio, 4805 impulsa su estructura operativa con un incremento significativo de su plantilla (241 empleados a cierre del 1S22), que empuja los gastos de personal hasta EUR 4,7Mn (+39,6% vs 1S21) e impide trasladar (por ahora) el crecimiento de ingresos 1S22 a EBITDA Recurrente (EUR 0,2Mn; Mg. EBITDA Rec. 2,6%).

MANTENIENDO UNA POSICIÓN FINANCIERA CÓMODA (QUE AVALA SU CAPACIDAD PARA SEGUIR CRECIENDO). Durante el 1S22 4805 cierra una ampliación de capital por importe de EUR 6,8Mn a un precio de suscripción de 14,2 euros/acc. Una ampliación de capital que mejora de forma significativa la posición financiera de la compañía, que cierra el 1S22 con una Deuda Neta de EUR 3,2Mn (EUR 0,3Mn excluyendo los convertibles de Inveready).

LA CLAVE SIGUE SIENDO LA RECUPERACIÓN DE MÁRGENES (ALGO QUE YA DEBIERA SER VISIBLE EN 2023). Los resultados 1S22 se encuentran completamente en línea con lo esperado en ingresos, aunque el incremento en estructura operativa nos lleva a reducir nuestra estimación de EBITDA Rec. 22e a EUR 1Mn (vs EUR 1,6Mn anterior). Si ponemos la vista en 2023e, los ingresos proforma 1S22 ya apuntarían a niveles de ingresos 2023e de, al menos, nuestra estimación de EUR 20,5Mn (manteniendo una hipótesis de cto. orgánico de c. 15%) y EBITDA Rec. de EUR 2,1Mn (Mg. EBITDA 10% vs c. 12% en 2020). Unos números que hoy cotizarían a 16x EV/EBITDA 23e.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-6,7	-27,7	-29,8	-37,8	n.a.	n.a.
vs Ibx 35	-3,2	-24,1	-17,4	-28,5	n.a.	n.a.
vs Ibx Small Cap Index	2,0	-17,1	-15,3	-24,3	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-5,5	-29,6	-17,3	-22,5	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-4,9	-31,7	-5,4	-8,8	n.a.	n.a.

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

Cuatroochenta (480S) es una compañía de BME Growth

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

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

Resultados 6m 2022

Bajamos estimaciones

Tabla 1. Resultados 1S 22

EUR Mn	6m22 Real	6m22 Real		2022e	2022e vs 2021
		6m21	vs 6m21		
Total Ingresos	8,4	6,4	32,0%	17,5	26,2%
Margen Bruto	6,1	4,8	28,4%	13,0	28,8%
Margen Bruto (%)	72,6%	74,6%	-2,1 p.p.	74,0%	1,5 p.p.
Gastos de personal	-4,7	-3,4	39,6%	-9,5	28,6%
Otros costes de explotación	-1,2	-0,9	27,6%	-2,4	25,4%
EBITDA (Recurrente)¹	0,2	0,5	-52,3%	1,0	39,8%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	2,6%	7,2%	-4,6 p.p.	6,0%	0,6 p.p.
EBITDA	0,0	0,1	n.a.	0,8	31,9%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	-0,3%	2,1%	-2,5 p.p.	4,5%	0,2 p.p.

Deuda Neta² 3,2 7,2 -55,3% 2,9 -59,6%

Nota 1: EBITDA Recurrente ajustado para excluir: 1) el impacto de gastos capitalizados (EUR 0,4Mn en 1S22 y EUR 0,2Mn en 1S21) y 2) el impacto (no recurrente) de gastos de reestructuración del personal de compañías adquiridas.

Nota 2: La Deuda Neta incluye EUR 2,9Mn de convertibles con Inveready. Excluyendo los convertibles, la Deuda Neta a cierre del 1S22 se reduciría a EUR 0,3Mn.

Tabla 2. Resultados 1S 22 Proforma

EUR Mn	6m22 proforma	6m21 proforma	6m22 vs 6m21
Total Ingresos	9,0	6,9	31,1%
Margen Bruto	6,9	5,3	31,0%
Margen Bruto (%)	76,4%	76,4%	0,0 p.p.
Gastos de personal	-4,5	-3,4	32,6%
Otros costes de explotación	-2,0	-1,2	74,3%
EBITDA (Recurrente)¹	0,4	0,7	-46,0%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	4,3%	10,5%	-6,2 p.p.
EBITDA	0,1	0,7	-80,2%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	1,6%	10,5%	-8,9 p.p.

Nota: Los números proforma incluyen el 50% de los ingresos y resultados de Pavabits, S.L y Matrix Development System, S.A y los ingresos y resultados de Fama Systems, S.A. desde el 1 de enero de 2021 hasta el 30 de junio de 2021.

Nota 1: EBITDA Recurrente y EBITDA excluyendo el impacto de gastos capitalizados (EUR 0,4Mn y EUR 0,2Mn en 1S22 y 1S21, respectivamente).

Tabla 3. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2022e		2023e		2024e	
	(Nuevo)	Revisión (%)	(Nuevo)	Revisión (%)	(Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	17,5	0,2%	20,5	0,4%	24,3	2,2%
EBITDA (Recurrente)	1,0	-34,3%	2,1	-21,0%	3,5	-3,5%
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	6,0%	-3,1 p.p.	10,0%	-2,7 p.p.	14,5%	-0,9 p.p.
EBIT	-0,4	n.a.	0,5	23,5%	1,7	45,3%
Beneficio Neto	-0,4	n.a.	0,4	72,8%	1,3	59,5%

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,2)	0,5	1,5	n.a.			
Market Cap	30,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	3,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,2%	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)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,4%	Ke = Rf + (R * B)			9,3%	11,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	90,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	9,7%	D			=	=	
WACC	9,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,8%	11,0%	
G "Razonable"	2,5%				3,0%	2,0%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Qualtrics International	XM-US	6.624,8	n.a.	71,0%	n.a.	58,9%	4,2	20,7%	6,4%	n.a.	n.a.
Descartes Systems	DSG-CA	6.003,4	67,7	17,5%	27,9	13,6%	12,3	11,9%	44,0%	2,8%	n.a.
Appfolio	APPF-US	4.222,4	n.a.	36,5%	n.a.	98,3%	8,2	20,6%	2,5%	0,1%	n.a.
American Software	AMSWA-US	549,0	32,2	n.a.	21,4	n.a.	3,4	n.a.	16,0%	n.a.	n.a.
Software			49,9	41,7%	24,6	57,0%	7,0	17,7%	17,2%	1,4%	n.a.
CrowdStrike	CRWD-US	41.843,0	n.a.	44,7%	n.a.	35,8%	17,8	35,1%	18,4%	1,6%	36,7%
SecureWorks	SCWX-US	707,0	n.a.	25,5%	n.a.	51,1%	1,2	9,9%	n.a.	n.a.	n.a.
Absolute Software	ABST-CA	638,0	n.a.	83,3%	15,0	17,6%	3,4	15,7%	22,7%	9,5%	n.a.
Cybersecurity			n.a.	51,2%	15,0	34,9%	7,5	20,2%	20,5%	5,6%	36,7%
480S	480S-ES	30,2	n.a.	n.a.	32,4	n.a.	1,9	17,8%	4,5%	n.a.	59,9%

Análisis de sensibilidad (2023e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	11,0%	2,3	15,0x
Central	10,0%	2,1	16,4x
Min	9,0%	1,8	18,3x

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

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

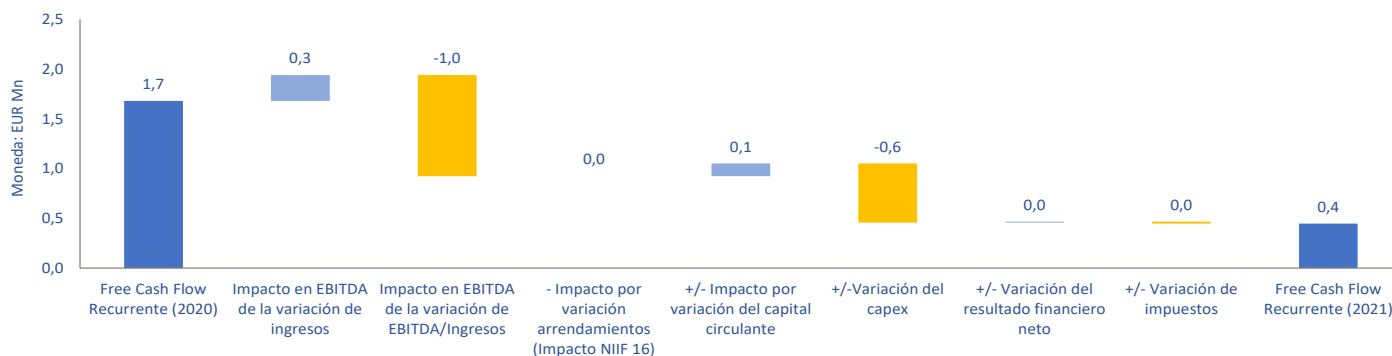
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	2,4	3,9	7,2	6,2	5,0	3,6		
Inmovilizado material	0,1	0,2	0,4	2,7	3,1	3,6		
Otros activos no corrientes	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		
Inmovilizado financiero	0,0	1,0	0,1	0,1	0,1	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	1,8	5,1	6,4	6,4	6,4	6,4		
Activo circulante	1,6	2,8	4,5	5,5	6,2	7,2		
Total activo	6,2	13,6	19,2	21,4	21,5	21,6		
Patrimonio neto	1,9	5,4	4,4	10,8	11,2	12,5		
Minoritarios	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,1	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	1,9	3,5	7,2	2,9	2,5	1,1		
Pasivo circulante	1,2	3,3	5,8	5,9	6,1	6,2		
Total pasivo	6,2	13,6	19,2	21,4	21,5	21,6		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Total Ingresos	5,9	11,8	13,9	17,5	20,5	24,3	<i>n.a.</i>	20,5%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	99,3%	17,3%	26,2%	16,9%	18,7%		
Coste de ventas	(1,4)	(3,1)	(3,8)	(4,5)	(5,5)	(6,6)		
Margen Bruto	4,5	8,7	10,1	13,0	15,0	17,7	<i>n.a.</i>	20,7%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	76,2%	73,7%	72,6%	74,0%	73,1%	72,9%		
Gastos de personal	(2,5)	(5,7)	(7,4)	(9,5)	(10,3)	(11,4)		
Otros costes de explotación	(0,8)	(1,5)	(1,9)	(2,4)	(2,6)	(2,8)		
EBITDA recurrente	1,1	1,5	0,7	1,0	2,1	3,5	<i>n.a.</i>	67,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	31,2%	-50,4%	39,8%	96,8%	72,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	19,3%	12,7%	5,4%	6,0%	10,0%	14,5%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(0,3)	(0,1)	(0,2)	-	-		
EBITDA	1,1	1,2	0,6	0,8	2,1	3,5	<i>n.a.</i>	80,2%
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,7)	(1,8)	(2,0)	(2,4)	(2,6)		
Gastos capitalizados	-	0,1	0,6	0,9	0,9	0,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-		
EBIT	0,7	0,6	(0,6)	(0,4)	0,5	1,7	<i>n.a.</i>	71,4%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>n.a.</i>	-10,3%	-189,1%	30,4%	229,9%	235,6%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	12,1%	5,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,5%	7,2%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	(0,0)	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,7	0,5	(0,7)	(0,5)	0,4	1,7	<i>n.a.</i>	62,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	-22,7%	-239,6%	30,1%	186,2%	281,3%		
Extraordinarios	(0,5)	(0,3)	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,1	0,2	(0,7)	(0,5)	0,4	1,7	<i>n.a.</i>	62,6%
Impuestos	(0,2)	0,0	(0,1)	0,1	(0,1)	(0,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,0)	0,2	(0,8)	(0,4)	0,4	1,3	<i>n.a.</i>	54,2%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-430,1%	46,1%	181,1%	281,3%		
Beneficio ordinario neto	0,5	0,8	(0,6)	(0,3)	0,4	1,3	<i>n.a.</i>	63,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	75,1%	-169,1%	53,9%	233,2%	281,3%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBITDA recurrente				1,0	2,1	3,5	<i>n.a.</i>	67,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-		
Var. capital circulante				(0,8)	(0,7)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente				0,2	1,4	2,7	<i>n.a.</i>	18,1%
CAPEX				(0,8)	(0,8)	(0,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow				(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos				0,1	(0,1)	(0,3)		
Free Cash Flow Recurrente				(0,6)	0,4	1,4	<i>n.a.</i>	46,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.				(0,2)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones				(1,7)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow				-	-	-		
Free Cash Flow				(2,5)	0,4	1,4	<i>n.a.</i>	32,3%
Ampliaciones de capital				6,8	-	-		
Dividendos				-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta				(4,3)	(0,4)	(1,4)		

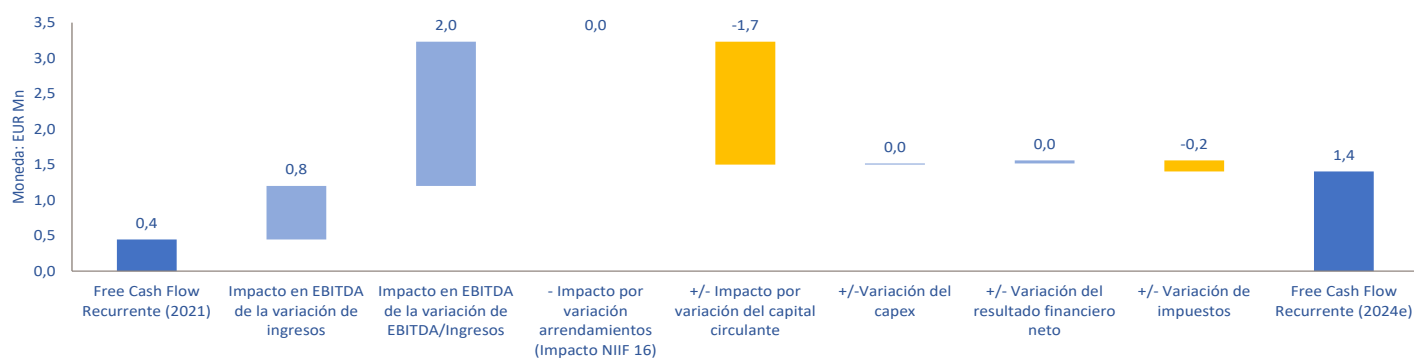
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
						18-21	21-24e
EBITDA recurrente	1,5	0,7	1,0	2,1	3,5	<i>n.a.</i>	67,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	31,2%	-50,4%	39,8%	96,8%	72,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	12,7%	5,4%	6,0%	10,0%	14,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,8	0,9	(0,8)	(0,7)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,3	1,6	0,2	1,4	2,7	<i>n.a.</i>	18,1%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	181,7%	-27,8%	-85,7%	497,5%	92,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	19,1%	11,8%	1,3%	6,8%	11,1%		
- CAPEX	(0,3)	(0,9)	(0,8)	(0,8)	(0,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,2)	(0,2)	0,1	(0,1)	(0,3)		
= Free Cash Flow recurrente	1,7	0,4	(0,6)	0,4	1,4	<i>n.a.</i>	46,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	265,2%	-73,4%	-231,3%	169,4%	244,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	14,2%	3,2%	<i>n.a.</i>	2,0%	5,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,3)	(0,1)	(0,2)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,8)	(4,8)	(1,7)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,4)	(4,5)	(2,5)	0,4	1,4	<i>n.a.</i>	32,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	45,0%	-208,5%	43,2%	116,1%	244,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	5,6%	1,5%	<i>n.a.</i>	1,4%	4,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,4%	4,7%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)							
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,5	1,7	0,4	(0,6)	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,1	0,3	0,2	0,2	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,8)	(1,0)	0,1	0,8	1,1		
= Variación EBITDA recurrente	0,4	(0,8)	0,3	1,0	1,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,1	0,1	(1,7)	0,2	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,5	(0,6)	(1,4)	1,2	1,3		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	(0,6)	0,1	(0,0)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,1	(0,0)	0,3	(0,2)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,2	(1,2)	(1,0)	1,0	1,0		
Free Cash Flow Recurrente	1,7	0,4	(0,6)	0,4	1,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)							
EBIT	0,6	(0,6)	(0,4)	0,5	1,7	<i>n.a.</i>	71,4%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,1)	(0,3)		
EBITDA recurrente	1,5	0,7	1,0	2,1	3,5	<i>n.a.</i>	67,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,8	0,9	(0,8)	(0,7)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,3	1,6	0,2	1,4	2,7	<i>n.a.</i>	18,1%
- CAPEX	(0,3)	(0,9)	(0,8)	(0,8)	(0,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,1)	(0,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,0	0,7	(0,6)	0,5	1,5	<i>n.a.</i>	25,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	293,9%	-62,3%	-175,0%	185,2%	209,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	16,6%	5,3%	<i>n.a.</i>	2,3%	6,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,8)	(4,8)	(1,7)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,9)	(4,0)	(2,2)	0,5	1,5	<i>n.a.</i>	33,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	66,9%	-370,0%	44,0%	121,0%	209,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	5,8%	2,2%	<i>n.a.</i>	1,4%	4,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,4%	4,3%		

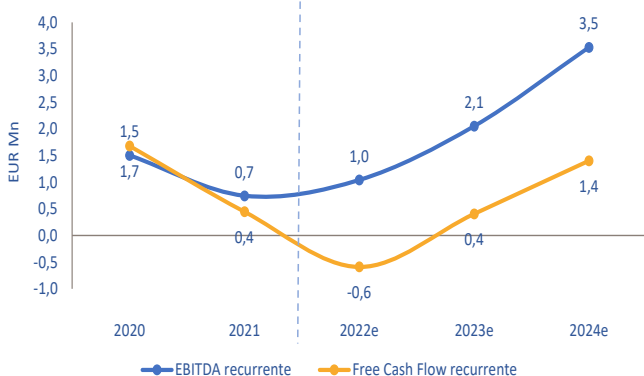
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	30,2	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 6m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,6	Rdos. 6m 2021
+ Deuda financiera neta	3,2	Rdos. 6m 2021
- Inmovilizado financiero	1,3	Rdos. 6m 2021
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	33,7	

Anexo 4. Principales comparables 2022e

	EUR Mn	Software				Average	Cybersecurity			Average	480S
		Qualtrics International	Descartes Systems	Appfolio	American Software		CrowdStrike	SecureWorks	Absolute Software		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	XM-US	DSG-CA	APPF-US	AMSWA-US		CRWD-US	SCWX-US	ABST-CA		480S-ES
	País	USA	Canada	USA	USA		USA	USA	Canada		Spain
	Market cap	6.624,8	6.003,4	4.222,4	549,0		41.843,0	707,0	638,0		30,2
	Enterprise value (EV)	6.117,4	5.832,1	3.841,9	508,7		40.291,6	551,6	841,8		33,7
Información financiera básica	Total Ingresos	1.445,4	475,0	466,7	148,6		2.267,1	468,1	246,6		17,5
	Cto.Total Ingresos	32,4%	20,4%	28,0%	9,8%	22,7%	53,9%	-13,8%	33,2%	24,4%	26,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	20,7%	11,9%	20,6%	n.a.	17,7%	35,1%	9,9%	15,7%	20,2%	17,8%
	EBITDA	92,1	209,0	11,7	23,8		417,0	(64,5)	56,0		0,8
	Cto. EBITDA	109,8%	31,5%	-47,9%	41,7%	33,8%	803,3%	n.a.	87,6%	445,5%	31,9%
	2y TACC (2022e - 2024e)	58,9%	13,6%	98,3%	n.a.	57,0%	35,8%	51,1%	17,6%	34,9%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	6,4%	44,0%	2,5%	16,0%	17,2%	18,4%	n.a.	22,7%	20,5%	4,5%
	EBIT	29,6	131,4	(77,6)	16,4		340,0	(60,2)	14,2		(0,4)
	Cto. EBIT	102,8%	32,3%	-544,1%	57,9%	-87,8%	345,8%	-13,2%	311,1%	214,6%	30,4%
	2y TACC (2022e - 2024e)	n.a.	24,1%	29,8%	n.a.	26,9%	51,6%	45,5%	53,9%	50,3%	n.a.
	EBIT/Ingresos	2,0%	27,7%	n.a.	11,1%	13,6%	15,0%	n.a.	5,7%	10,4%	n.a.
	Beneficio Neto	(1.072,2)	91,5	(16,2)	12,8		324,9	(46,9)	(10,7)		(0,4)
	Cto. Beneficio Neto	0,2%	14,2%	n.a.	64,2%	26,2%	236,4%	-16,2%	53,4%	91,2%	46,1%
	2y TACC (2022e - 2024e)	23,9%	25,9%	25,1%	n.a.	24,9%	48,0%	66,6%	84,1%	66,2%	n.a.
	CAPEX/Ventas	4,1%	1,2%	4,3%	1,2%	2,7%	10,5%	1,6%	n.a.	6,0%	4,5%
Free Cash Flow	(15,2)	167,0	3,0	n.a.		689,4	(71,2)	60,4		(2,5)	
Deuda financiera Neta	(712,7)	(75,7)	(40,6)	(118,8)		(1.980,9)	(152,8)	165,1		2,9	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,9	2,9	2,8	
Pay-out	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	-114,6%	-38,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	67,7	n.a.	32,2	49,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	P/BV (x)	3,7	5,7	13,8	n.a.	7,7	n.a.	1,3	n.a.	1,3	2,8
	EV/Ingresos (x)	4,2	12,3	8,2	3,4	7,0	17,8	1,2	3,4	7,5	1,9
	EV/EBITDA (x)	n.a.	27,9	n.a.	21,4	24,6	n.a.	n.a.	15,0	15,0	32,4
	EV/EBIT (x)	n.a.	44,4	n.a.	31,0	37,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	n.a.	8,4	n.a.	n.a.	8,4	22,6	n.a.	n.a.	22,6	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	2,8	0,1	n.a.	1,4	1,6	n.a.	9,5	5,6	n.a.
	DPA	0,00	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,24	0,08	0,00
Dvd Yield	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	0,7%	0,0%	

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
06-Oct-2022	n.a.	11,20	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
09-Jun-2022	n.a.	16,60	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
18-Mar-2022	n.a.	16,64	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2021	David López Sánchez
01-Dic-2021	n.a.	18,83	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
07-Oct-2021	n.a.	15,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
22-Abr-2021	n.a.	24,14	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

