

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Sector: Tecnología - Software

Fecha del informe: 20 dic 2019

Hora distribución: 12:30

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 2,24 (19 dic 2019)

FacePhi (FACE) es una pequeña compañía tecnológica española (Market Cap: EUR 30Mn), con sede en Alicante, especializada en el desarrollo y comercialización de software de biometría por reconocimiento facial, con una fuerte orientación al sector financiero (esencialmente en Latam; 85% s/Ingresos). Desde el año 2014 cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

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

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	29,7	33,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	31,7	35,3
Número de Acciones (Mn)	13,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,36 / 1,79 / 0,75	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación ⁽²⁾	76,9	
Thomson Reuters / Bloomberg	FACE.MC / FACE SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Salvador Martí Varó	10,1
Javier Mira Miró	9,5
Juan Alfonso Ortiz	8,8
Nice & Green	2,2
Free Float	68,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	13,2	13,6	13,6	13,6
Total Ingresos	4,5	8,1	9,3	10,4
EBITDA Rec. ⁽³⁾	0,2	1,6	2,7	3,2
% Var.	150,8	836,0	71,9	18,7
% EBITDA Rec./Ing.	3,7	19,5	29,0	30,7
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	15,2	18,5	18,6	17,5
Beneficio neto	1,2	1,4	2,2	2,6
BPA (EUR)	0,09	0,11	0,16	0,19
% Var.	219,4	19,1	53,8	19,9
BPA ord. (EUR)	0,02	0,10	0,16	0,19
% Var.	n.a.	387,7	57,1	19,9
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	0,1	-1,7	1,1	1,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,9	3,1	2,0	0,5
DN / EBITDA Rec.(x)	11,5	2,0	0,7	0,2
ROE (%)	58,8	40,4	39,2	32,9
ROCE (%) ⁽⁶⁾	24,7	26,5	29,2	30,1

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁷⁾

PER	25,2	21,2	13,8	11,5
PER Ordinario	n.a.	21,6	13,8	11,5
P/BV	11,5	6,6	4,4	3,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	7,06	3,93	3,40	3,04
EV/EBITDA Rec.	n.a.	20,2	11,7	9,9
EV/EBIT	35,0	19,0	11,9	10,1
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	0,4	n.a.	3,8	5,0

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

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

(4) Sector: TRBC Europe Technology Index.

(5) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.

(6) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.

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

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

A orillas del Rubicón

CONSIDERAMOS CERRADA LA FASE DE DESPEGUE DEL NEGOCIO DEL PERÍODO 2014-2018. Ha habido que esperar hasta 2018 para que los efectos del crecimiento del negocio se trasladen al P&L que, tras ocho años de actividad, parece haber alcanzado un punto “teóricamente” óptimo.

2019E: “SALTO” DE ESCALA SIGNIFICATIVO, con un crecimiento de ingresos del 32,5% TACC para el período 2018-2021e. Todo pivota sobre: (i) su ya fuerte posicionamiento en Latam, donde FACE ha adquirido una elevada experiencia durante los últimos años y (ii) la capacidad de renovación de clientes (donde trabajamos con una hipótesis exigente de renovación del 80%).

QUE SE TRASLADARÁ DE FORMA CASI ÍNTEGRA AL EBITDA. El alto nivel de apalancamiento operativo con una estructura de costes poco “pesada” le permitirá aspirar (“matemáticamente”) a fuertes incrementos de márgenes con crecimientos de ingresos de doble dígito. El salto en tamaño esperado para 2018-2021e permitirá impulsar el margen hasta c. 30%. (vs break even 2018).

NUESTRO ESCENARIO CENTRAL. Hoy, nuestro escenario central es el de consolidar c. EUR 3,0Mn de EBITDA Recurrente en el período 2020e-2021e, con facturación de c. EUR 10Mn que implicarán la generación de FCF positivo ya en 2020e (FCF yield c. 5%). Y apalancamiento por debajo de 1x DN/EBITDA en 2021e. Aunque “presionada” por la evolución del período de cobro (que se ha mantenido muy elevado en los últimos años).

PERO EL AUTÉNTICO “RUBICÓN” DE FACE ESTÁ EN CRECER EN INGRESOS EN 2020-2021. La oportunidad “teórica” de crecer es clara. Y la capacidad de FACE para “exprimir” cualquier incremento de ingresos también. Pero el riesgo no ha desaparecido. Y éste es estrictamente comercial. Aunque quizá lo más interesante sea que esta oportunidad de crecimiento puede alcanzarse con una cierta “resiliencia” en break even. Tasas de renovación de licencias de tan solo el 40% y caídas (-15%) en la captación de nuevos usuarios 2020e, permitirían alcanzar (aún) EBITDA positivo. La compañía enfrenta su “Rubicón” en 2020e.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	16,4	21,1	157,5	198,7	206,8	60,0
vs Ibex 35	12,0	15,0	134,8	165,2	197,9	72,4
vs Ibex Small Cap Index	14,4	18,6	138,0	173,7	129,5	3,6
vs Eurostoxx 50	15,7	15,7	111,2	141,0	168,8	35,1
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	12,7	10,3	89,0	115,7	104,4	-12,2

FacePhi (FACE) es una compañía del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es propiedad y está operado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. El MAB 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).

El MAB 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. El MAB empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él 39 sociedades de crecimiento y 78 SOCIMIs. Las empresas que cotizan en el MAB pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Conclusiones

Ahora (tras el break even) el reto es aprovechar el potencial teórico de crecimiento

FACE se incorpora al MAB en junio de 2014 sin ingresos ni clientes en un sector que aún se encontraba en una fase embrionaria (especialmente en Europa), firmando sus primeros contratos en el mercado Latinoamericano en 2015. La capacidad comercial adquirida desde 2015 se ha traducido en un “despegue” tanto en número de clientes como en ingresos, empujando al EBITDA Recurrente por encima del *break even* en 2018.

Ahora la pregunta es solo una: ¿lo visto hasta ahora es sostenible? Contestar esa pregunta exige un mínimo análisis de lo ocurrido en el período 2014-2018. Lo que dará criterio a la hora de valorar si la situación actual de fuerte crecimiento y expansión de márgenes es sostenible.

A) 2014-2018: “despegue” del negocio alcanzando break even en EBITDA Recurrente.

Partiendo desde “cero” en 2014, FACE multiplica sus ingresos por c.4x (2015-2018)...

Fundada en 2012 sobre la base de un algoritmo propio de reconocimiento facial, FACE no consigue sus primeros ingresos hasta finales de 2014. Sin embargo, ha habido que esperar hasta 2018 para que los efectos del crecimiento del negocio se trasladen al P&L. Este período se ha caracterizado por:

- **El posicionamiento en Latam como principal “driver” de crecimiento del negocio (85% s/ingresos 2018)**, donde FACE firma sus primeros contratos en 2015 gracias a una regulación más “laxa” que le permite aplicar su tecnología de reconocimiento facial en el sector financiero antes que en Europa.
- **Con un apalancamiento operativo elevado que le ha permitido rebasar el break even:** EBITDA Recurrente 2018 de EUR 0,2Mn (ajustado por ingresos por subvenciones y activaciones).
- **Y financiación, principalmente, con ampliaciones de capital y subvenciones.** Dado el tamaño y momento de negocio de la compañía, el capital necesario para su desarrollo ha procedido principalmente de (i) sucesivas ampliaciones de capital por importe acumulado de EUR 2,5Mn y (ii) la obtención de una subvención no reintegrable en 2016 por importe de EUR 1,7Mn (ya cobrada en su totalidad en 2019). Lo que ha permitido a FACE alcanzar el nivel de break even sin un apalancamiento elevado.

... Alcanzando el break even a nivel EBITDA recurrente en 2018 (EUR 0,2Mn)

Y un endeudamiento aceptable (c. 2x DN/EBITDA 2019e)

B) 2019e-2021e: Salto de escala significativo. Especialmente en 2019e.

Consideramos que la fase de “despegue” de ingresos y EBITDA vista durante el período 2014-2018 puede considerarse cerrada en 2019; confirmando su paso a EBITDA Recurrente positivo con un fuerte incremento de ingresos (+79,5%) que, por puro aprovechamiento del apalancamiento operativo del negocio, debiera llevar a FACE a alcanzar un EBITDA Rec de c. EUR 1,6Mn. Las principales palancas que consideramos que impulsarán el negocio durante el período 2019e-2021e son las siguientes:

Crecimiento en ingresos de doble dígito (+32,5% TACC 2018-2021e)...

- **Rentabilizar el ya fuerte posicionamiento en Latam**, mercado donde FACE ha adquirido una elevada experiencia durante los últimos años. Y que permitirá incrementar el número de nuevos usuarios “puros” por licencias anuales. El fondo de comercio de FACE en Latam es un activo relevante de cara a seguir creciendo en la región. Pese a lo cual trabajamos con una hipótesis conservadora de bajo crecimiento de nuevos usuarios (+5%, 2020e).
- **La capacidad de renovación de clientes:** como principal palanca del crecimiento de ingresos. Trabajamos con una hipótesis exigente de renovación del 80% de las licencias anuales (c. 50% s/licencias totales).
- **Y el aprovechamiento de su alto apalancamiento operativo**, que permitirá una sólida expansión del margen EBITDA hasta niveles c. 30% a partir de 2020e (EBITDA Rec. c. EUR 3Mn vs EUR 0,2Mn en 2018). Y que confirma que la capacidad “teórica” de crecimiento EBITDA, EBIT y BN, si se alcanza un alto volumen de ingresos, es muy elevada.

... Y consolidación de EBITDA recurrente de c. EUR 3Mn en el medio plazo

Hoy, nuestro escenario central es el de consolidar c. EUR 3,0Mn de EBITDA Recurrente en el período 2020e-2021e, con facturación ligeramente por debajo de los EUR 10Mn.

Y apalancamiento por debajo de 1x DN/EBITDA en 2021e. Aunque presionada por la evolución del período de cobro (que se ha mantenido muy elevado en los últimos años).

Aunque no ausente de riesgos...

La oportunidad “teórica” de crecer es clara. Pero el riesgo sigue ahí. la renovación de sólo el 40% de los contratos firmados en 2019e y una caída del -15% en “nuevos usuarios”, produciría un impacto muy negativo en EBITDA 2020e (c. -50%). Pero, pese a ello, se mantendría por encima de break even (Mg. EBITDA c. 20%).

Ingresos. EBITDA y Mg. EBITDA 2020e ante cambios en el % de nuevas licencias y el % de renovación

		Ingresos 2020e			
		% Renovación usuarios			
% Nuevas licencias		40,0%	60,0%	80,0%	90,0%
	-15%	8,2	8,6	8,9	9,1
	-5%	8,5	8,8	9,2	9,4
	5%	8,6	9,0	9,3	9,5
	15%	9,0	9,4	9,7	9,9

		EBITDA 2020e			
		% Renovación usuarios			
% Nuevas licencias		40,0%	60,0%	80,0%	90,0%
	-15%	1,6	2,1	2,5	2,7
	-5%	1,8	2,2	2,6	2,9
	5%	1,8	2,3	2,7	2,9
	15%	2,0	2,5	2,9	3,1

		Mg. EBITDA 2020e			
		% Renovación usuarios			
% Nuevas licencias		40,0%	60,0%	80,0%	90,0%
	-15%	19,6%	24,0%	28,0%	29,9%
	-5%	20,6%	24,8%	28,7%	30,5%
	5%	21,1%	25,2%	29,0%	30,8%
	15%	22,5%	26,3%	29,9%	31,6%

C) Conclusión: La teoría dice que el crecimiento puede ser muy alto. El único riesgo es comercial.

La foto de partida es “impecable”. Tras ocho años de actividad la compañía ha alcanzado un punto teóricamente óptimo. Y obvio en una compañía de pequeño tamaño con una oportunidad de crecimiento significativa (lo visto en el período 2016-2019e es “ilustrativo”: multiplicando ingresos x4). ¿Por qué habría ahora una oportunidad?

... Pero con la oportunidad de explotar su elevado apalancamiento operativo

- Fondo de comercio en Latam y entrada en algunos clientes (Caixa Bank, por ej.) que en sí mismos suponen un aval de la solvencia de la solución de reconocimiento facial de FACE.
- Estructura financiera poco apalancada y capacidad para generar FCF positivo desde 2020.
- Alto nivel de apalancamiento operativo con una estructura de costes poco “pesada”. Lo que permite aspirar (“matemáticamente”) a fuertes incrementos de márgenes con crecimientos de ingresos de doble dígito (+15,6%, 2020e; +12,2%, 2021e). Con Mg. EBITDA 2020e 30% (vs break even 2018).

El “modelo” hace visible la oportunidad. Pero esta debe ejecutarse en los próximos dos años. ¿Cuáles son los riesgos? Desde un punto de vista “macro”: regulatorios y tecnológicos. Pero por encima de ellos el riesgo es “comercial”. Todo pivota sobre dos variables estrictamente “micro”. La capacidad de renovar contratos y la de captar nuevos usuarios.

Nuestro escenario central es el de consolidar c. EUR 3,0Mn de EBITDA en el período 2020-2021, con facturación de c. EUR 10Mn. Y apalancamiento por debajo de 1x DN/EBITDA. Todo basado en una tasa de renovación de licencias del 80% y en la capacidad de FACE de mantener el mismo nivel de captación de nuevos usuarios visto en 2019. No barajamos crecimientos “explosivos” de facturación. Pero sí la consolidación de un nivel de EBITDA que implique un FCF yield de c.5% 2021e.

Quizá lo más interesante sea que esta oportunidad de crecimiento puede alcanzarse con una cierta “resiliencia” en break even. Tasas de renovación de licencias de tan solo el 40% y caídas (-15%) en la captación de nuevos usuarios dejarían a la compañía por encima de break even.

Pero el “Rubicón” de FACE está en crecer en ingresos en 2020-2021. Y “disfrutar” las consecuencias.

Descripción del negocio

Soluciones de Biometría para el sector financiero

Gráfico 1. Ingresos y número de usuarios (2015-2018)

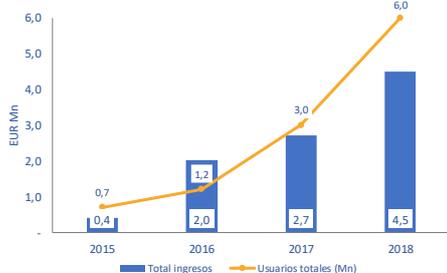
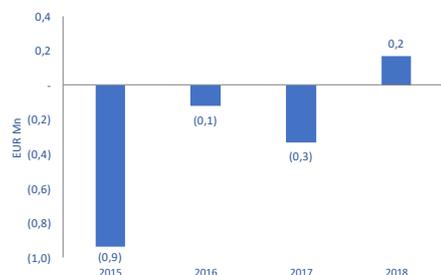


Gráfico 2. EBITDA Recurrente (2015-2018)



Nota: El EBITDA Recurrente incluye deterioros por créditos comerciales y se ajusta (para excluir): (i) el ingreso por subvenciones (c. EUR 0,6Mn en 2018) y (ii) la activación de gastos de I+D (c. EUR 0,5Mn en 2018).

Gráfico 3. Distribución geográfica de ingresos (2018)

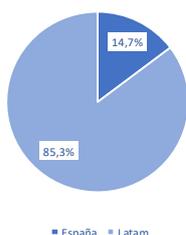


Gráfico 4. Selección de clientes y países¹



FacePhi (FACE) es una pequeña compañía tecnológica española (Market Cap: EUR 30Mn), con sede en Alicante, especializada en el desarrollo y comercialización de software de biometría por reconocimiento facial, con una fuerte orientación al sector financiero.

Fundada en 2012 sobre la base de un algoritmo propio de reconocimiento facial, en la actualidad la compañía comercializa varias soluciones biométricas² (facial, ocular, onboarding digital y voz) destinadas esencialmente al sector financiero (banca móvil, ATMs y apertura de cuentas bancarias). Aunque su core business (y la base de sus ingresos) es esencialmente la biometría por reconocimiento facial comercializada a través de dos productos: (i) autenticación con biometría facial para acceder y aprobar transacciones con un selfie y (ii) digitalización del proceso de onboarding, permitiendo contratar una cuenta o un producto financiero con una captura del documento de identidad y un selfie (solución que aparentemente será el principal motor de crecimiento de ingresos de la compañía en el corto/medio plazo).

Las soluciones biométricas son comercializadas a través de dos tipos de licencias de uso (c. 85% s/ingresos 2019e): (i) anuales, cuyo precio se establece en función del número de usuarios y representan c.50% de los ingresos actualmente (con una tasa de renovación anual de c.80%) y (ii) perpetuas, a través de un único pago para un tiempo ilimitado de uso y un precio basado en el número de usuarios.

Adicionalmente a los ingresos obtenidos a través de la venta de licencias de uso, independientemente de si la licencia ha sido comercializada mediante la tipología de contrato anual o perpetua, la compañía factura c. 20%-22% del importe total contratado en concepto de soporte y mantenimiento anual (c. 15% s/ingresos totales 2019e).

Entre sus principales competidores destacan compañías cotizadas como Gemalto (adquirida por Thales en 2019), NEC (Japón) y Aware (EEUU), y otras muchas no cotizadas como Onfido, Idemia, Daon, Entrust, Jumio; y, a nivel nacional, Herta Security.

El posicionamiento en Latam ha sido el principal driver de crecimiento (y lo seguirá siendo en los próximos años)

FACE se incorpora al MAB en junio de 2014 sin ingresos ni clientes en un sector en una fase aún de “despegue” (especialmente en Europa), firmando sus primeros contratos en el mercado Latinoamericano en 2015; donde una regulación más “laxa” le permitió aplicar su tecnología de reconocimiento facial en el sector financiero con más rapidez.

La capacidad comercial adquirida desde 2015 se ha traducido en un “salto” tanto en número de usuarios como en ingresos, que en 2018 se situaron en c. 6Mn (vs <1Mn 2015) y EUR 4,5Mn, respectivamente; manteniéndose el predominio del mercado Latinoamericano en el P&L (> 85% s/ingresos). Y empujando al EBITDA Recurrente (ajustado por subvenciones y activación de gastos) por encima del break even (EUR 0,2Mn; Gráfico 2).

En la actualidad, FACE sigue apostando por mejorar su posición en Latam con la apertura de nuevos mercados (2019) como: (i) Uruguay (HSBC), (ii) Perú (BCP) y (iii) Panamá (Banco General). Esperamos que la consolidación del mercado Latam sea el principal motor de crecimiento de ingresos durante los próximos años (manteniendo una aportación estable > 80% s/ingresos; aunque sin presencia en Brasil). Paralelamente, y con idea de empezar a desarrollar comercialmente el mercado asiático, en junio 2019 se constituye una filial en Pango (Seul) con un equipo de tres personas.

¹ Además, la compañía mantiene presencia en Bolivia, Paraguay, Guatemala, Honduras, Salvador, Costa Rica y España.

² La tecnología por reconocimiento facial está desarrollada sobre un software propio, siendo el resto de biometrías comercializadas productos de terceros.

El mercado europeo aún se mantiene en “stand by” para FACE, con una presencia aun reducida en España (c. 15% s/ingresos 2018). Aunque comienzan a desarrollarse los primeros proyectos, destacando el desarrollado junto con Caixabank y Fujitsu (febrero 2019) para adaptar la tecnología de reconocimiento facial a sus cajeros automático.

Consideramos que el desarrollo del negocio en el mercado europeo dependerá en un alto grado de la evolución regulatoria; siendo uno de los principales catalizadores para el incremento de ingresos en el medio/largo plazo (> 3 años).

Gráfico 5. Composición del OPEX (2015-2018)

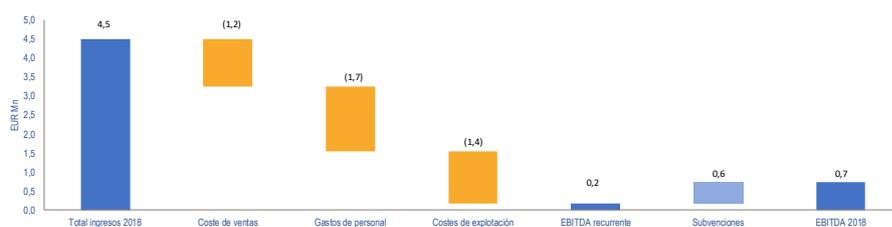


Con un apalancamiento operativo elevado que le ha permitido alcanzar el break even en 2018

En la actualidad los gastos de personal se mantienen como la principal partida de gastos de FACE (EUR 1,7Mn en 2018; +39% vs 2017) asociados a una plantilla media de 23 empleados compuesta por: (i) Desarrolladores de software (56%), (ii) equipo administrativo (26%) y (iii) desarrollo de negocio (18%).

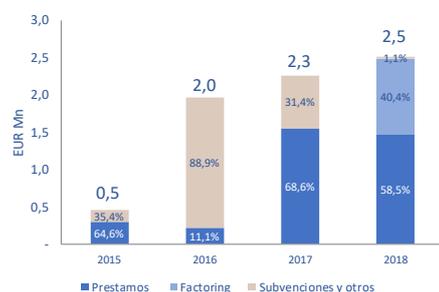
Dado que la tecnología ya se encuentra desarrollada y no requiere de inversiones significativas adicionales (negocio con CAPEX próximo a “cero”), un incremento del número de usuarios no requerirá de un incremento significativo de costes (siendo fija c. del 45% de la estructura de costes actual). El negocio de FACE es, por tanto, un negocio en el que hay mucho margen para crecer: aprovechando su alto apalancamiento operativo sobre la tecnología ya desarrollada y la capacidad comercial adquirida durante los últimos años.

Gráfico 6. De ingresos a EBITDA (2018)



Esta capacidad de crecer gracias al apalancamiento operativo se ve con claridad en los “números” de 2018, cuando un incremento de ingresos del 66% implicó un incremento de costes < 45% (explicado principalmente por un incremento de c. 60% del coste de ventas), lo que implica que el coste marginal por unidad vendida es reducido. Si se alcanza un alto volumen de ingresos la capacidad “teórica” de crecimiento (EBITDA, EBIT, BN) es muy elevada.

Gráfico 7. Deuda Bruta (2015-2018)

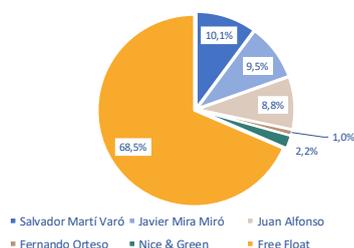


¿Cómo se ha financiado este crecimiento?

Dado el tamaño y momento de negocio de la compañía, el capital necesario para su desarrollo, desde sus inicios, ha procedido principalmente de dos fuentes: (i) sucesivas ampliaciones de capital: por importe de EUR 1,3Mn (2014), EUR 0,6Mn (2015) y EUR 0,6Mn (2016) y (ii) la obtención de una subvención no reintegrable del programa europeo 2020 a mediados de 2016 por importe de EUR 1,7Mn (ya cobrada en su totalidad).

En la actualidad, el endeudamiento de FACE corresponde principalmente a préstamos con entidades de crédito a corto plazo (EUR 1,5Mn en 2018; c. 60% con vencimientos < 1 año) y (ii) a financiación del circulante (EUR 1,0Mn en 2018; c.40% s/Deuda bruta). Durante el primer semestre 2019, la deuda neta ascendió a EUR 2,4Mn (+25% vs 2018; c. 1,5x s/EBITDA 2019e), por lo que el acceso a nuevo capital para crecer pasaría, muy probablemente, por incrementos adicionales del equity.

Gráfico 8. Estructura accionarial (post-capitalización del préstamo de Nice&Green)



Nota: Estructura accionarial a fecha de este informe: Incluye el efecto dilutivo de la conversión del préstamo participativo concedido por N&G por importe de EUR 0,5Mn mediante la emisión de 292.056 acciones (cuya capitalización se propondrá en junta general extraordinaria del 20 y 21 de diciembre 2019).

Una compañía controlada por su Consejo de Administración

Sin participación significativa de inversores institucionales, el Consejo de Administración es el “accionista de referencia”, con control (directo e indirecto) de c. 30% del capital, principalmente a través de las participaciones de sus socios fundadores: Salvador Martí (10,1%), Javier Mira (9,5%) y Juan Alfonso Ortiz (8,8%). Lo que deja el free float en c. 68,6% (aprox).

Adicionalmente a la estructura accionarial actual, en septiembre de 2019 se firma un acuerdo de financiación con Nice&Green (inversor institucional suizo con fuerte especialización en financiación de Small Caps cotizadas) con el objetivo de dotar a FACE de un nivel “adecuado” de fondos propios para financiar su crecimiento orgánico.

El acuerdo es por un importe total de EUR 4,0Mn que se materializará a través de: (i) un préstamo participativo de EUR 0,5Mn (ya recibido y propuesto a capitalizar por c. 2,2% del capital por medio de una ampliación de capital por compensación de créditos) y (ii) la suscripción de warrants (put warrants; opción de venta) por un importe máximo de EUR 3,5Mn hasta septiembre 2020. Dado el carácter (warrants de venta) FACE no está obligada a emitir el 100% de los mismos. Y optará por el nivel de fondos (y de dilución a asumir) en función del precio de la acción (los warrants serían emitidos a un 92% del precio de cotización) y de las necesidades de capital.

De emitir la totalidad de warrants establecidos en el acuerdo por un importe de EUR 3,5Mn a un precio de conversión de EUR 2,06 (cotización a fecha de este informe aplicando un descuento del 8%), Nice&Green pasará a poseer c. 13% del capital de la compañía (tabla 1; escenario central). Asumiendo los actuales accionistas una dilución de c. 11%.

En todo caso, el ritmo (y volumen) de emisión de los warrants es una opción que determina el Consejo de Administración (en función del precio de la acción), por lo que podría darse el escenario de no emitir el 100% de los warrants. Desde el punto de vista de la dilución máxima a asumir por la compañía y escenarios de emisión del máximo importe (EUR 3,5Mn):

- Dilución de c.11% en el escenario central (conversión a precio de 2,05 EUR/acc; 8% de descuento sobre cotización actual).
- Con un 20% de prima sobre el precio actual, estimamos una dilución de c. 9,4%.
- Con un 20% de descuento sobre el precio actual, estimamos una dilución de c. 13,5%.

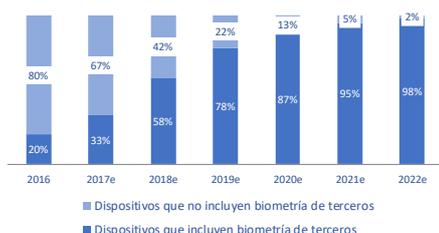
Tabla 1. Impacto en la estructura accionarial de la conversión de los warrants de N&G

Accionistas	% Capital	Precio de conversión (€)				
		1,65	1,85	2,06	2,27	2,47
Salvador Martí	10,1%	8,7%	8,8%	9,0%	9,0%	9,1%
Javier Mira	9,5%	8,2%	8,3%	8,4%	8,5%	8,6%
Juan Alfonso Ortiz	8,8%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%
Fernando Orteso	1,0%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
David Devesa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nice & Green	2,2%	15,4%	14,1%	13,0%	12,1%	11,4%
Free Float	68,5%	59,2%	60,1%	60,9%	61,5%	62,0%

Nota: Los escenarios calculados asumen como hipótesis que la compañía emite el importe total de los warrants (EUR 3,5Mn). En caso de que la emisión de warrants fuese de c. EUR 1,75Mn (50%), la participación de Nice&Green en el escenario central ascendería al 7,9% (Free Float del 64,5%; dilución de c.6%). Los precios de conversión utilizados en este análisis de sensibilidad ya incluyen el descuento del 8% sobre cotización (a fecha de este informe).

Biometría: una “herramienta” clave en la transformación digital del sector financiero y que abre oportunidades a los “nichos”

Gráfico 9. Uso de soluciones biométricas de terceros en dispositivos inteligentes



Fuente: Acuity, 2017

Gráfico 10. Distribución geográfica del mercado global de biometría



Fuente: MarketsandMarkets, 2019

FACE desarrolla su actividad en el sector de la tecnología, en el subsector de desarrollo de software, y está especializada en biometría, generando productos y soluciones para el sector financiero. La biometría es una tecnología de identificación basada en el reconocimiento de características físicas e intrínsecas de las personas, como, por ejemplo, el reconocimiento de huella dactilar o el reconocimiento facial. Utilizada por gobiernos, aeropuertos y empresas de defensa y seguridad, durante los últimos años se está volviendo cada vez más popular en otros muchos sectores y consumidores. Según datos de Statista, c. 75% de los consumidores utilizan en la actualidad algún tipo de solución biométrica, siendo el uso más común desbloquear el teléfono móvil o aprobar transacciones financieras.

La tecnología biométrica se está volviendo tan utilizada en dispositivos móviles que, según fuentes de la industria, c. del 90% de los dispositivos inteligentes producidos en 2020 contendrán algún tipo de tecnología biométrica (alcanzando c. del 100% entre 2021 y 2022). Además del hardware móvil, en la actualidad el software de muchas aplicaciones (especialmente del sector financiero) ofrece soportes biométricos; posicionándose el desarrollo de software de soluciones biométricas (frente al hardware) como una de las principales palancas de crecimiento del sector.

Biometría: una industria emergente de alto crecimiento (+15% TACC 2019-2024)

El mercado global de autenticación e identificación biométrica ha sido identificado como una de las industrias de mayor crecimiento, y es que, a pesar del importante crecimiento experimentado durante los últimos años, sigue siendo una industria embrionaria. Según MarketsandMarkets (gráfico 10), se espera que crezca a una TACC del 14,6% durante el período 2019-2024, alcanzando un volumen de USD 65,3Bn en 2024 (vs USD 33,0Bn en 2019; c. +100% en 5 años). Y cuya principal palanca de crecimiento será el incremento del uso de soluciones biométricas para: (i) acceder, (ii) verificar y (iii) operar diferentes servicios y productos en aplicaciones web y móviles.

Por tecnología, la biometría de huella dactilar es la más común (y más antigua) en la industria (c. 52%), seguida del reconocimiento facial (c.10,5%); donde FACE genera el grueso de sus ingresos.

Tabla 2. Usos de los sistemas biométricos por sector y tasas de crecimiento (2016)

Sector	Aplicaciones	% del mercado biométrico	TACC esperada 2016-2020
Financiero	Identificación, verificación y autenticación financiera. Gestión de cuentas.	25%	25%
Retail	Aprovechamiento del hardware existente, mayor individualización del producto, etc. Identificación de cajas, clientes y ladrones de tiendas.	20%	22%
Sanitario	Aumentar la seguridad, la conveniencia y la organización en la gestión de los registros de salud.	17%	24%
Viajes y Ocio	Para los procesos de facturación y el acceso a la sala. Automatización de los procesos de identificación y cumplimiento normativo para empresas de hostelería y transporte. Gestión segura de los registros públicos.	15%	27%
Gubernamental	Gestión de la identificación del ciudadano. Control de fronteras y control de aeropuertos. Justicia y aplicación de la ley.	12%	22%
Defensa	Compartir datos de forma segura, aumentar la seguridad de las armas, etc.	11%	7%

Fuente: Nuance

Los principales mercados a los que se dirigen estas soluciones son: (i) servicios financieros (25%), donde FACE orienta esencialmente sus soluciones y (ii) retail (20%); ambos con tasas de crecimiento esperadas de doble dígito (y superiores al 20%). A nivel geográfico, EEUU y Canadá representaron el principal mercado en 2018 (31%), seguido de Europa (30%) y Asia (28%).

Gráfico 11. Tamaño del mercado de los sistemas de reconocimiento facial



Fuente: MarketsandMarkets

Reconocimiento facial: en fase de “despegue” y con “hueco” para “nichos”

c. 94% de los smartphones incluyen sensores de huella dactilar, convirtiendo el reconocimiento por huella en la solución biométrica más común. Sin embargo, a medida que los smartphones obtienen mejores cámaras, junto con el desarrollo de nuevas tecnologías (como el reconocimiento facial 3D; ya integrado por Huawei), se estima que el reconocimiento facial alcance un nivel de uso similar durante los próximos cinco años (Juniper Research); ganando terreno frente al uso de reconocimiento por huella dactilar.

Dentro de la industria biométrica, el reconocimiento facial es uno de los segmentos de mayor crecimiento, que, según MarketsandMarkets, alcanzará un volumen de USD 7,1Bn en 2024e (vs USD 3,5Bn en 2019e; un crecimiento de c. 100%; en línea con el sector de biometría). Por geografías, aunque EEUU y Canadá se posicionan como el principal mercado con un volumen de c. 25% del consumo total (USD 0,5Bn en 2016), es Asia la región que presentará un mayor crecimiento durante los próximos años.

En concreto, dentro del segmento de reconocimiento facial, las instituciones financieras mantendrán una posición de liderazgo por volumen de consumo, ya que durante los próximos años continuarán invirtiendo de forma significativa en tecnologías disruptivas (bajo el contexto de transformación digital); incluyendo soluciones de reconocimiento facial que permitan: (i) mejorar servicios (como los procesos de onboarding digital), (ii) optimizar los niveles de seguridad y (iii) reducir costes a la vez que mejoran la “experiencia de usuario” del cliente. En este contexto, en el que no todos los software serán aptos para todos los sectores (siendo el sector financiero uno en los que se demanda una mayor seguridad) los “nichos” son factibles.

Soplan vientos a favor. Aunque la regulación aparece como la principal incertidumbre

En concreto, dentro del sector financiero, las principales tendencias que respaldarán el crecimiento de la industria biométrica son:

- Un contexto como el actual marcado por la “transformación digital”, donde la ciberseguridad se sitúa como una de las principales preocupaciones de las entidades financieras.
- La continua integración de smartphones con soluciones biométricas: las transacciones móviles en todo el mundo alcanzarán en 2020 un volumen de USD 0,7Bn (vs USD 0,2Bn en 2014) con más de 700 millones de usuarios para 2020 (Biometrics Research Group).
- El incremento del uso de tecnologías de biometría para acceder, verificar y operar diferentes servicios y productos en aplicaciones móviles y web, ofreciendo un mayor nivel de seguridad y una experiencia más intuitiva (vs claves tradicionales).

En conclusión: Las claves y las preguntas de seguridad que las entidades financieras solicitan para verificar que una persona es “quien dice ser”, están siendo complementadas con soluciones de autenticación biométrica. Una alternativa que permitirá agilizar y reducir costes de distintos trámites “cotidianos” (como los procesos de onboarding digital; donde FACE orienta su negocio) pues no requerirán de la presencia física de los clientes. No obstante, aunque el tipo de producto implica una relación muy directa cliente/proveedor dada la enorme exigencia de seguridad de este tipo de soluciones, el riesgo de pérdida de clientes (ante cambios en las preferencias de uso de los mismos) es elevado.

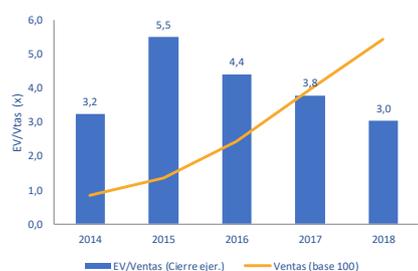
Si bien la tecnología biométrica resulta de gran utilidad para incrementar la seguridad y mejorar la experiencia de usuario, no está exenta de riesgos. La preocupación de los consumidores sobre la privacidad de sus datos se posiciona como una de las principales “desventajas”. Y plantean a la Unión Europea la necesidad de una regulación (aún más) estricta (como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley de Protección de Datos hace algo más de un año).

El segundo gran riesgo para los operadores de “nicho” (como sería el caso de FACE) es una “deriva” del mercado hacia soluciones basadas en una tecnología diferente a la suya. La pujanza del conjunto del sector del software basado en biometría es compatible con que a largo plazo haya tecnologías ganadoras y perdedoras.

Gráfico 12. Performance “Nichos de biometría¹” vs Sector Tecnología (Euro Stoxx 600)



Gráfico 13. “Nichos de biometría¹”: EV/Vtas vs Ingresos (Base 100)



Nota (1): La muestra de “nichos de biometría” se compone de 20 compañías de pequeño tamaño, exclusivamente dedicadas al desarrollo de soluciones de biometría. La muestra de compañías es la siguiente: Aware, Inc, BIO-key, BrainChip, Holdings Ltd., CyberLink, Egis Technology, Elan, Microelectronics Corp., FacePhi, Fingerprint Cards, IDEX, Biometrics, ImageWare Systems, NEXT Biometrics Group, NXT-ID Inc, OneSpan, Precise Biometrics, RealNetworks (SAFR), Remark Holdings, Inc., Secunet, SuperCom Ltd., VerifyMe Inc., Mitek Systems, Inc., SmartMetric, Inc.

Una industria de “crecimiento” y alto apalancamiento operativo ¿Qué nos dice su comportamiento en mercado? ¿y sus múltiplos?

Finalmente, hacemos un análisis simple del comportamiento en mercado (-5Y) de una muestra representativa de jugadores de “nicho” dentro del sector del software biométrico. Hablamos, esencialmente, de compañías pequeñas (siempre < EUR 1.000Mn) y dedicadas casi en exclusiva al desarrollo de software basado en alguna solución biométrica. Excluimos por tanto aquellas compañías tecnológicas de gran tamaño y diversificadas, para las que la biometría representa una línea de negocio más en su portafolio (y por lo general de poca importancia relativa).

Desde un punto de vista de performance, el sector tecnológico europeo habría batido con claridad a los “nichos” cotizados de biometría (+47,8%, -5Y; +20,6%, 1y). En un contexto de claro “outperformance” de la tecnología vs Mercado (+60,2%, 5y; +15,9%, -1y).

Pero quizá el indicador más interesante se encuentre en el múltiplo. Tomamos como referencia el único múltiplo “aceptable” en un sector emergente y en el que en muchas compañías todavía no se ha superado el *break even* con claridad. El EV/Ventas muestra como en un contexto de crecimiento “explosivo” de los ingresos agregados (+50%, -5y) el mercado mantiene a los “nichos” de biometría “en línea” con sector de tecnología (EV/Vtas 2018 3,0x vs 3,0x).

2018, break even; 2019e, “salto en tamaño”; 2020e, ¿?

Gráfico 14. Evolución de ingresos (2015-2021e)



Los resultados de 2018 mostraron un fuerte crecimiento en ingresos (+66%) impulsados principalmente por: (i) el incremento del número de clientes y (ii) la apertura de nuevos mercados, esencialmente en Latam (85% s/ingresos). Todo ello permitió el “despegue” de la cifra de ventas de la compañía hasta los EUR 4,5Mn (vs 0,4Mn en 2015). Lo que, junto a su elevado apalancamiento operativo, permitió a FACE rebasar el break even a nivel de EBITDA Recurrente por primera vez desde su llegada al Mercado en 2014 (EUR 0,2Mn; excluyendo ingresos por subvenciones y gastos capitalizados).

Ahora, la pregunta es: ¿la compañía ha dejado atrás su fase de “despegue”? ¿la situación actual de fuerte crecimiento y expansión de márgenes es realmente proyectable a largo plazo?

Fuerte crecimiento en Ingresos: +32,5% (TACC 2018-2021e)...

En los últimos tres ejercicios la cuenta de resultados de la compañía ha presentado una elevadísima estacionalidad, generando c. 80% de sus ingresos durante el segundo semestre (especialmente en el 4T). Este patrón de comportamiento vendría explicado por la plena dependencia de FACE del sector financiero (y por tanto de su política de gestión presupuestaria) y continuará en el futuro. En la medida en que la compañía seguirá 100% enfocada a dicho sector esa estacionalidad no desaparecerá.

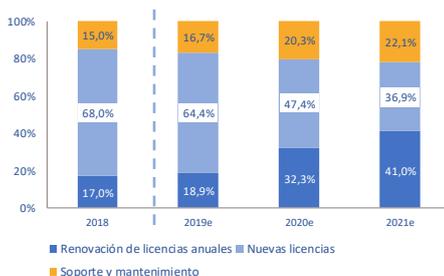
En ese contexto, y tras una facturación de tan solo EUR 1,1Mn en el 1S 2019 (+15%), consideramos que el incremento de ingresos visto durante los últimos años tendrá su “estrabote” en 2019e (+79,5%), manteniendo una tasa de crecimiento también elevada en 2020e (+15,6%); y desacelerándose a partir de 2021e (+12,2%). El fuerte crecimiento de ingresos de doble dígito estimado para el período 2018-2021e (32,5% TACC) se apoyará en:

- **La capacidad de renovación de licencias**, como principal palanca del crecimiento de ingresos. Trabajamos con una hipótesis de renovación del 80% de las licencias anuales (c. 50% s/licencias totales) que permitirá generar una base “sólida” de ingresos; generando c. 50% del incremento total estimado para el período 2018-2021e (impacto acumulado de EUR 3,5Mn; +77% TACC 2018-2021e).
- **Con un crecimiento en volumen de nuevas licencias**, principalmente en 2019e por la apertura de nuevos mercados (especialmente en Latam). Estimamos que FACE se centre en la comercialización de licencias anuales, (+20,3% TACC 2018-2021e), reduciendo su dependencia de los ingresos obtenidos a través de licencias perpetuas, sobre las que consideramos que existe un mayor riesgo comercial.

En el caso de las licencias anuales el escenario central es el de la renovación. Mientras que en la captación de nuevas licencias perpetuas el esfuerzo comercial se hace “desde cero”, sin la inercia inherente a las licencias anuales (por su renovación).

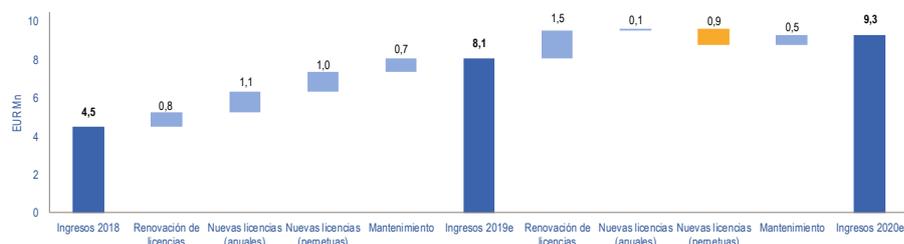
- **Y en la facturación por soporte y mantenimiento**, que aportará c. 22,1% s/ingresos en 2021e (vs 15% actual) como consecuencia del (i) incremento en volumen y (ii) del número de licencias perpetuas acumuladas (sobre las que la compañía mantiene una facturación anual de c. 20% s/ el importe inicial, en concepto de soporte y mantenimiento). En 2019 trabajamos con la hipótesis de ingresos por soporte y mantenimiento de c. 15% del importe total contratado (vs 20% en 2018). Este ingreso es el de mayor estabilidad y recurrencia y su tendencia a ganar peso en el mix de ingresos implica una reducción progresiva del riesgo comercial del modelo de negocio de FACE (hoy “hiperdependiente” de conseguir negocio nuevo, en clientes y mercados en los que aún no se ha conseguido facturar).

Gráfico 15. Mix de ingresos (2018-2021e)



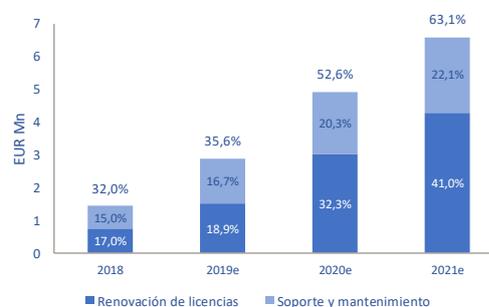
Nota: Clasificamos los ingresos en tres categorías diferentes: (i) ingresos por nuevas licencias (tanto anuales como perpetuas), (ii) ingresos por renovación de contratos de licencias anuales y (iii) ingresos procedentes de los servicios de soporte y mantenimiento.

Gráfico 16. Descomponiendo el crecimiento de ingresos 2018-2020e



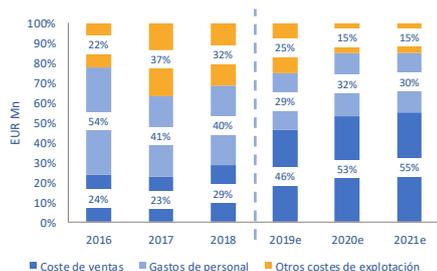
Desde el punto de vista de los ingresos por licencias, lo más interesante es que, dado el volumen de ingresos estimado para 2019e (+79,5% vs 2018), y manteniendo una tasa de renovación de c. 80% de las licencias anuales comercializadas, se generará una base “sólida” de ingresos recurrentes que permitirá reducir la dependencia de la compañía de la captación de nuevos clientes (ingresos por renovación de licencias 2021e c. 41% s/ingresos vs 17% 2018).

Gráfico 17. Evolución del mix de ingresos 2018-2021e



Si definimos el ingreso recurrente como la suma de la renovación de licencias anuales y el ingreso por soporte y mantenimiento, la tendencia es de fuerte crecimiento de ingresos recurrentes: pasando de un 32% s/ mix de ventas 2018 al 63% en 2021e.

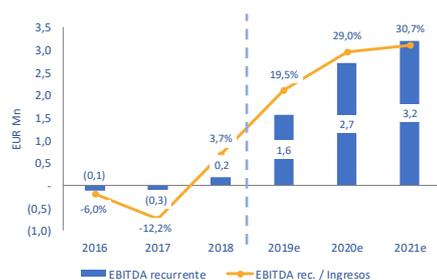
Gráfico 18. Estructura de costes (2016-2021e)



...que impulsará a los márgenes al c. 30% s/EBITDA Recurrente 2020e: por puro aprovechamiento del apalancamiento operativo del negocio.

Consideramos que la compañía alcanzó una rentabilidad operativa óptima en 2019e, obteniendo un margen bruto de c. 63%, siendo sus principales costes variables: (i) las comisiones sobre ventas (c. 23% s/ingresos) y (ii) la compra de licencias de terceros (c.15% s/ingresos; sin impacto significativo en ejercicios anteriores a 2019); ambos registrados como “servicios exteriores” en el P&L reportado por FACE). Estimamos que el coste de ventas se mantendrá estable en el medio plazo permitiendo a la compañía mantener un margen bruto de c. 62% durante el período estimado.

Gráfico 19. EBITDA recurrente (2016-2021e)



Nota: El EBITDA Recurrente incluye deterioros por créditos comerciales (EUR 0,7Mn en 2019e) y excluye: (i) el ingreso por subvenciones (c. EUR 0,6Mn en 2018) y (ii) la activación de gastos de I+D (c. EUR 0,5Mn en 2018).

En la actualidad, los gastos de personal se mantienen como la principal partida de gastos de la compañía (EUR 1,7Mn en 2018; 40% s/costes totales). Una fortaleza evidente en un negocio de software como el de FACE, es su elevado apalancamiento operativo, que, con una base de costes fijos elevada (c. 45% s/ costes totales 2019e), le permitirá crear importantes economías de escala, apalancando su negocio sobre la tecnología desarrollada in-house, a medida que incrementa el número de licencias comercializadas.

Dado el alto apalancamiento operativo del negocio, junto con el “salto en tamaño” estimado para el período 2018-2021e, esperamos una sólida expansión del EBITDA Recurrente hasta alcanzar un margen c. 30% en 2020e (EBITDA Rec. c. EUR 3Mn vs EUR 0,2Mn en 2018). No obstante, consideramos que la rentabilidad “teórica” del negocio se verá impactada en 2019e como consecuencia del registro de un deterioro de créditos comerciales incobrables por importe de c. EUR 0,7Mn (c. 22% s/cuentas a cobrar 1S19), que dejaría el margen EBITDA Recurrente 2019e en c. 20%. Y que pone de manifiesto los riesgos asociados a un negocio emergente con el “foco” en la aceleración del crecimiento.

Por debajo de la línea de EBITDA Recurrente, durante los últimos dos ejercicios el EBITDA de la compañía (ajustado por gastos capitalizados) se vio impulsado por EUR 0,8Mn y EUR 0,6Mn en 2017 y 2018 respectivamente, debido esencialmente a la imputación en el P&L de los ingresos asociados a la subvención obtenida en 2016; con un impacto < EUR 0,1Mn en 2019e como consecuencia de su finalización. No obstante, el “despegue” de ingresos de 2018 (+66%) permitió a la compañía rebasar el *break even* (EBITDA Recurrente) por primera vez desde su salida a Bolsa ratificando el elevado apalancamiento operativo del negocio.

Gráfico 20. Sensibilidad de ingresos y EBITDA Rec. (2020) ante cambios en la tasa de renovación de usuarios y el % de incremento de nuevas licencias anuales

		Ingresos 2020e				EBITDA 2020e					
		% Renovación usuarios				% Renovación usuarios					
		40,0%	60,0%	80,0%	90,0%	40,0%	60,0%	80,0%	90,0%		
% Nuevas licencias	-15%	8,2	8,6	8,9	9,1	% Nuevas licencias	-15%	1,6	2,1	2,5	2,7
	-5%	8,5	8,8	9,2	9,4		-5%	1,8	2,2	2,6	2,9
	5%	8,6	9,0	9,3	9,5		5%	1,8	2,3	2,7	2,9
	15%	9,0	9,4	9,7	9,9		15%	2,0	2,5	2,9	3,1

Es claro que en los próximos dos años el negocio de FACE pivotará sobre dos parámetros: la tasa de renovación de licencias y el crecimiento de nuevos usuarios “puros”. Con una hipótesis exigente de renovación (80%/año) y con un nivel de nuevos usuarios/año por licencias anuales próximo al de 2019, estimamos (nuestro escenario central) un EBITDA de c. EUR 3 Mn en 2020 (vs EUR 1,6Mn 2019e).

Pero el riesgo no ha desaparecido. La renovación de sólo el 40% de los contratos firmados durante 2019e y una caída del -15% en “nuevos usuarios”, produciría un impacto muy negativo en el EBITDA 2020e (c. -50%). Aunque todavía por encima de break even (Mg. EBITDA c. 20%).

Gráfico 21. Beneficio ordinario neto (2016-2021e)



Y mantendrá el BN ordinario por encima del break even

Desde su incorporación al Mercado en 2014 (sin ingresos ni clientes significativos), la compañía presentó un BN Ordinario negativo (excluyendo ingresos por subvenciones). Hasta el ejercicio 2018, cuando la compañía alcanzó el break even a nivel de BN Ordinario 2018 (EUR 0,3Mn; que excluye c. EUR 0,6Mn de ingresos por subvenciones), aunque impulsado por la activación de gastos (EUR 0,5Mn).

Sin impacto significativo por costes financieros ni impuestos, las principales partidas que estimamos por debajo de la línea de EBITDA a partir de 2019e son: (i) la amortización de intangibles con un impacto de c. EUR -0,5Mn (29% del EBITDA Rec. 2019e) y (ii) gastos capitalizados (EUR 0,5Mn; 35,7% del BN ordinario 2019e) correspondientes a los gastos de personal directamente relacionados con el desarrollo de software (c. 5-6% s/ingresos); manteniendo la “agresiva” política de activación de gastos seguida por FACE durante el período 2014-2018 (c. EUR 0,5Mn/año; 25% sobre el total de ingresos acumulados durante el período).

Dado que FACE mantiene BINS de c. EUR 0,4Mn, junto a los créditos fiscales pendientes de activar (la compañía contaba con c. EUR 1,1Mn fuera de balance a cierre de 2018), la tasa fiscal se mantendrá en c. 10% en 2019e. Y c.15% hasta 2021e.

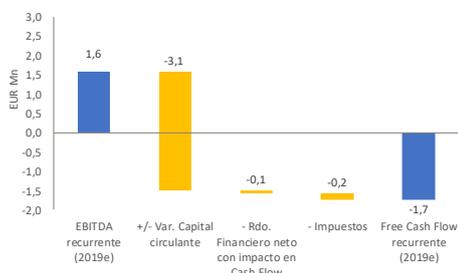
Capital circulante: el período de cobro en el “punto de mira”

Durante el período 2014-2018 la compañía ha mostrado unas necesidades de circulante muy elevadas, con una ratio Capital circulante/Ingresos 2018 > 50% (vs 75% en 2017; reducción explicada por el uso de factoring en 2018 por c. EUR 1Mn) debido principalmente a unas elevadas cuentas de cobrar (EUR 2,4Mn en 2018; c. 78% s/ingresos); indicando que en la actualidad los periodos de cobro de la compañía son muy altos (> 200 días). Las elevadas necesidades de capital circulante son una de las principales “asignaturas pendientes” del negocio de FACE, implicando posibles tensiones de liquidez en el futuro si se incrementase el número de deterioros por incobrabilidad (impacto de c. EUR 0,7Mn en EBITDA Rec. 2019e).

Estimamos que las necesidades de circulante se mantendrán “sin cambios” en el corto plazo, por lo que el salto de escala estimado para 2019e (Ingresos: EUR 8,2Mn; +80%) producirá un impacto significativo sobre el FCF 2019e (EUR -3,1Mn; gráfico 22).

Aunque una reducción del número de licencias perpetuas en el largo plazo (de mayor volumen; pero con períodos de cobro cercanos al año), debería ayudar a la compañía a mejorar esta ratio.

Gráfico 22. Free Cash Flow (2019e)

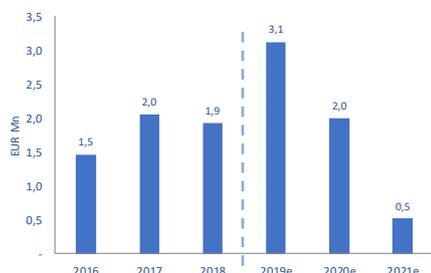


¿Qué FCF genera FACE?

Con CAPEX “cero” y un impacto muy reducido por financieros e impuestos, el principal obstáculo para la generación de CF será la gestión del circulante. Proyectamos un FCF Rec. 2019e negativo de EUR 1,7Mn por la inversión en circulante (principalmente alargando períodos de cobro) para alcanzar el incremento de ingresos estimado.

No obstante, estimamos FCF Rec. positivo a partir de 2020e como consecuencia del menor crecimiento estimado (Ingresos 2020e: + 15,6%) que requerirá una inversión en circulante de c. EUR 1Mn (40% s/EBITDA 2020e) y permitirá alcanzar un FCF Rec. positivo de c. EUR 1,1Mn y FCF Yield 2020e de c. 4% (vs 6,5% ofrecido por sus principales comparables en 2020e). Además del crecimiento de la facturación, la normalización del periodo medio de cobro a tasas cercanas a 60 días es la principal “palanca” para incrementar la generación de caja en el futuro.

Gráfico 23. Deuda Neta (2016 – 2021e)



Con holgura financiera “teórica” para acelerar el crecimiento

Durante el primer semestre 2019, la Deuda Neta de la compañía ascendió a EUR 2,4Mn (+25% vs 2018; c. 1,5x s/EBITDA 2019e) correspondiente principalmente a (i) préstamos con entidades de crédito a corto plazo y (ii) financiación del circulante.

Con unas métricas de apalancamiento “razonables” (estimamos una Deuda Neta/EBITDA Rec. 2019e de c. 2x), la estructura de capital no parece, “a priori”, un problema. Sin embargo, en un escenario en el que el fuerte crecimiento esperado para 2019e se repita en 2020e, la compañía necesitará seguir invirtiendo en circulante (alargando períodos de cobro o incrementando la deuda a través de factoring) por lo que el acceso a nuevo capital para crecer pasaría, muy probablemente, por incrementos adicionales de equity (y dilución). Nuestras proyecciones consideran la capitalización en 2019 del préstamo participativo concedido por Nice&Green (por importe de EUR 0,5Mn); quedando pendiente de emitir warrants por un importe máximo de c. EUR 3,5Mn, que será una opción que determinará el Consejo de Administración (en función del precio de la acción y de las necesidades de fondos de la compañía; ver pg. 7).

En conclusión: 2019 afianza la superación del break even y abre la oportunidad (y el riesgo) de crecer

La “foto” es la de una compañía que ha confirmado su paso a EBITDA positivo en 2019e. Y con un endeudamiento asumible (DN/EBITDA 2019e, 2x). Dado el tamaño y apalancamiento operativo, existe la opción de entrar en una fase de alto crecimiento en 2020-2021. Niveles de facturación por encima de EUR 10Mn (+25% vs 2019e) implicarían EBITDA > EUR 3 Mn. Aunque sometido a tres grandes riesgos: i) regulatorio/sectorial, ii) comercial y iii) financiero (el circulante podría elevar las necesidades de fondos en un contexto de alto crecimiento).

Hoy, nuestro escenario central es el de consolidar c. EUR 3,0Mn de EBITDA en el período 2020-2021, con facturación ligeramente por debajo de los EUR 10Mn. Y apalancamiento por debajo de 1x DN/EBITDA.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,7)	1,2	1,5	21,4			
Market Cap	29,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	2,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,5%	5,5%	
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)			3,6%	4,4%	
Risk free rate (rf)	0,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)			6,5%	7,5%	
Beta (B)	1,2	B (Thomson Reuters)			1,2	1,3	
Coste del Equity	8,9%	Ke = Rf + (R * B)			8,3%	10,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	92,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	7,5%	D			=	=	
WACC	8,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,9%	9,8%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 19e	BPA 19e-21e	EV/EBITDA 19e	EBITDA 19e-21e	EV/Vtas. 19e	Ingresos 19e-21e	EBITDA/Vtas. 19e	FCF Yield 19e	FCF 19e-21e
CyberLink	5203.TW	280,5	26,5	22,3%	n.a.	5,6%	4,6	10,4%	2,3%	4,3%	17,0%
Egis Technology	6462.TWO	521,1	17,5	40,5%	13,6	45,6%	2,1	22,6%	15,4%	7,0%	61,8%
Elan Microelectronics Corp.	2458.TW	813,8	12,6	3,7%	10,1	8,3%	2,5	7,8%	25,1%	7,8%	6,8%
Mitek Systems, Inc.	MITK.O	266,7	n.a.	n.a.	31,2	79,2%	3,1	17,1%	9,8%	4,4%	n.a.
OneSpan	OSPN.O	663,0	39,7	32,0%	23,8	23,9%	2,6	8,1%	11,0%	n.a.	n.a.
Secunet	YSGN.DE	938,5	38,7	10,7%	22,4	9,7%	4,1	3,9%	18,2%	1,4%	47,8%
Suprema ID Inc.	317770.KQ	45,1	9,9	20,0%	4,3	27,7%	1,1	23,8%	26,4%	n.a.	n.a.
Biometría (Jugadores de nicho)			24,2	21,5%	17,6	28,6%	2,9	13,4%	15,4%	5,0%	33,3%
Diebold Nixdorf Technology	DBD	755,5	n.a.	n.a.	6,9	9,4%	0,6	-1,0%	9,2%	10,0%	26,7%
NEC	6701.T	9.627,0	15,6	14,7%	7,4	5,3%	0,6	1,9%	7,9%	7,2%	23,2%
NICE	NICE.O	8.679,8	29,6	9,9%	19,0	9,7%	6,1	8,2%	32,1%	3,8%	15,4%
Synaptics	SYNA.O	2.065,9	n.a.	n.a.	20,0	31,6%	1,7	-5,4%	8,4%	5,7%	35,4%
Cias tecnológicas con exposición a biometría			22,6	12,3%	13,3	14,0%	2,2	0,9%	14,4%	6,7%	25,2%
FACE	FACE.MC	29,7	21,2	35,8%	20,2	41,4%	3,9	13,9%	19,9%	n.a.	n.a.

Análisis de sensibilidad (2020e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 20e	EBITDA 20e	EV/EBITDA 20e
Max	32,0%	3,0	10,6x
Central	29,0%	2,7	11,7x
Min	26,0%	2,4	13,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 20e			➔	Escenario			FCF Rec./Yield 20e	
EBITDA 20e	0,8%	1,8%	2,8%		Max	5,0%	4,7%	4,4%	
3,0	1,5	1,4	1,3		Central	4,1%	3,8%	3,4%	
2,7	1,2	1,1	1,0		Min	3,1%	2,8%	2,5%	
2,4	0,9	0,8	0,7						

¿Qué puede salir mal?

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

- Ejecución del proyecto**, dependiente del equipo fundador (2012): Javier Mira y Salvador Martí (accionistas de control y líderes del equipo directivo desde la fundación de FACE), sobre los que ha pivotado el desarrollo del negocio de la compañía y la relación con sus principales clientes.
- Renovación de la cartera de pedidos**: La mayoría de los contratos firmados por FACE son por períodos anuales o por un número limitado de usos, lo que implica, en la actualidad, sólo un % reducido de los ingresos se genera de forma recurrente (c. 30%). Y que la dependencia de la renovación de los contratos actuales y de la captación de nuevos clientes, es elevada.
- Competencia y riesgo comercial**: Los negocios de elevados márgenes, como es el caso del negocio de FACE (Margen EBITDA Recurrente 2019e > 20%) atraen necesariamente a nuevos participantes al mercado, incrementando la competencia, y el riesgo comercial de pérdida de clientes y cuota. También con impactos posibles en márgenes por guerras de precios para retener clientes.
- Expansión en Latam**, donde FACE desarrolla en la actualidad más del 85% de su actividad. Latam es una de las mayores oportunidades para expandir su negocio (dadas las mayores exigencias regulatorias sobre el trato de los datos biométricos en Europa y EEUU). Pero incrementará la exposición de FACE a la macro de la región, que ya es un factor de riesgo evidente para la compañía.
- Riesgo divisa**: FACE mantiene una elevada exposición a USD (100% s/ventas 2018 y c. 50% de los servicios recibidos), con una exposición neta de c. EUR 3,2Mn por transacciones liquidadas en 2018. Una mayor exposición a clientes fuera de la Eurozona (Latam, Asia) conllevará un mayor riesgo divisa.
- Gestión del capital circulante**: FACE mantiene condiciones de cobro con sus clientes por un período de hasta un año, por lo que a 30 de junio de 2019 un % significativo de los ingresos LTM se encontraba pendiente de cobro (76% s/ingresos LTM). Mantener períodos de cobro tan elevados (c. 230 días 1S19) en un negocio de alto crecimiento supondrá necesariamente un incremento del endeudamiento (principalmente a través de factoring: EUR 1,0Mn a cierre 2018; 22% s/Ingresos). Adicionalmente, mantener un importe tan elevado de cuentas a cobrar podría implicar tensiones de liquidez en caso de que finalmente resultasen incobrables (según los resultados 1S19, podría existir dificultades para el cobro de EUR 0,7Mn, por lo que ha sido ajustado en EBITDA Rec 2019e).
- Ampliaciones de capital**: Aunque FACE ya ha alcanzado el break even tanto en EBITDA como en BN (2018), acelerar el crecimiento orgánico del negocio podría elevar las necesidades de capital. En septiembre 2019 se anunció la inversión de Nice&Green por un importe de EUR 4,0M que se materializará a través de (i) un préstamo participativo por EUR 0,5Mn (cuya capitalización, por compensación de créditos, está pendiente de ejecución) y (ii) la emisión de warrants convertibles en acciones por importe de EUR 3,5Mn (que, a precios actuales podría implicar una dilución de c. 11%) a los actuales accionistas. Dado el tamaño/sector/momento de negocio de FACE, el acceso a nuevo capital para crecer pasaría, muy probablemente, por incrementos adicionales del equity (y dilución).
- Regulación**: Los datos biométricos son considerados información de carácter sensible por lo que su regulación jugará un papel fundamental en el desarrollo del negocio de FACE. En la actualidad, encontramos menores requerimientos normativos en mercados emergentes (como Latam) donde la existencia de una regulación más "laxa" ha permitido el crecimiento del negocio de FACE en esa geografía frente a Europa y EEUU.
- Disrupción tecnológica**: El negocio de FACE depende directamente de productos y servicios 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 consumidores y reguladores pueden afectar a la demanda en el medio y largo plazo. Y la capacidad de respuesta de FACE a los mismos es en sí misma, un riesgo.

El Consejo es, esencialmente, la “propiedad”

Tabla 3. Consejo de administración

Nombre	Categoría	Antigüedad	% Capital
Salvador Martí	Ejecutivo	2014	10,3%
Javier Mira	Ejecutivo	2014	9,7%
Juan Alfonso Ortiz	Dominical	2014	9,0%
Fernando Orteso	Dominical	2015	1,0%
David Devesa	Dominical	2019	0,0%
Total			30,0%

Fuente: MAB

Tabla 4. Participación de accionistas de control

Accionista	2014	2019
Salvador Martí Varó	23,8%	10,1%
Javier Mira Miró	8,4%	0,0%
Juan Alfonso	10,1%	8,8%
José Cristóbal Callado	10,8%	0,0%
Fernando Orteso	0,0%	1,0%
Nice & Green	0,0%	2,2%
Accionistas de control	53,1%	22,0%

FACE se funda en 2012 por Salvador Martí y Javier Mira, como proyecto en un sector emergente (biometría orientada al sector financiero) y en el que no tenían una experiencia previa directa. Ambos se mantienen en la actualidad como accionistas de referencia, y lideran el equipo directivo, con los cargos de (i) Presidente Ejecutivo y del Consejo de Administración y (ii) CEO, respectivamente. Lo que otorga a los órganos de gobierno una alta exposición al precio de la acción. Destacamos los siguientes puntos:

- Un Consejo de Administración “atado” al precio de la acción**, controlando de forma directa e indirecta c. del 30% de la compañía. En la actualidad, el Consejo de Administración está formado por cinco miembros, dos ejecutivos (presidente ejecutivo y CEO; 20% del capital, conjuntamente), y tres dominicales. En junio 2019 se produce la renuncia del consejero José María Nogueira Badiola (con una participación del 3,4% del capital en el momento de su salida). La duración del cargo de consejero está limitada a un plazo de 6 años, renovables por periodos de igual duración, sin estipular limitaciones al número de mandatos, ni al proceso de renovación de dicho órgano.

A lo largo de los últimos 5 años ha habido variaciones en la composición accionarial, esencialmente por desinversión de accionistas de control, que habrían reducido su participación conjunta en 31,1p.p. (ver Tabla 4).
- La retribución del Consejo de Administración** está fijada en un importe de EUR 200k para dietas, y EUR 50k para retribuir a los miembros de la Comisión de Auditoría y la Comisión de Retribuciones. El importe total de la retribución de los consejeros no ejecutivos durante 2018 fue de EUR 120k.
- El personal de alta dirección** está compuesto por el presidente y el CEO (ambos miembros del Consejo de Administración) con una retribución conjunta fijada en EUR 720k. El importe de la retribución total del personal de alta dirección en 2018 ascendió a EUR 800k (c. 46% s/ gastos de personal): (i) EUR 720k por sueldos y salarios y (ii) EUR 80k por dietas del Consejo de Administración. Adicionalmente, FACE cuenta con un sistema de retribución variable dirigido al personal clave (que persigue incrementar su foco en los resultados de la compañía) equivalente al 10% sobre el exceso de EBITDA sobre EUR 1,0Mn. En 2018 el personal de alta dirección renunció al cobro de su retribución variable.
- Ampliaciones de capital y nuevos accionistas:** En septiembre de 2019 se firma un acuerdo de financiación con Nice&Green por un importe de EUR 4,0Mn que se materializará a través de: (i) un préstamo participativo de EUR 0,5Mn (ya recibido y propuesto a capitalizar por c. 2,2% del capital por medio de una ampliación de capital por compensación de créditos) y (ii) la suscripción de warrants por importe de EUR 3,5Mn hasta septiembre 2020. De emitir y convertir la totalidad de warrants establecidos en el acuerdo, Nice&Green pasará a poseer un porcentaje de participación superior al 10% del capital de la sociedad.
- Descartamos el pago de dividendo en el medio plazo.** No existe ningún compromiso de la compañía en relación al pago de dividendo. El principal foco de atención está en la consolidación del crecimiento orgánico del negocio, alcanzando una rentabilidad operativa de forma sostenida. Y en ese contexto prevemos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos dos años.
- Transacciones con partes vinculadas:** En abril de 2019, el presidente de la compañía realizó una venta del 1,2% del capital a la compañía (autocartera) como compensación del préstamo que tenía con FACE por un importe de c. EUR 0,3Mn.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2		
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6		
Otros activos no corrientes	0,1	0,1	0,1	-	0,4	0,4	0,4	0,4		
Inmovilizado financiero	0,0	0,1	0,6	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	0,2	0,3	0,8	2,8	3,8	7,3	8,4	9,4		
Total activo	1,1	1,3	2,5	4,2	6,0	9,5	10,8	12,1		
Patrimonio neto	0,2	0,5	0,9	1,4	2,6	4,5	6,7	9,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	0,7	0,4	1,5	2,0	1,9	3,1	2,0	0,5		
Pasivo circulante	0,2	0,4	0,2	0,7	1,4	1,8	2,0	2,1		
Total pasivo	1,1	1,3	2,5	4,2	6,0	9,5	10,8	12,1		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	14-18	18-21e
Total Ingresos	0,0	0,4	2,0	2,7	4,5	8,1	9,3	10,4	<i>n.a.</i>	32,5%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>274,8%</i>	<i>1161,8%</i>	<i>392,7%</i>	<i>34,8%</i>	<i>66,0%</i>	<i>79,5%</i>	<i>15,6%</i>	<i>12,2%</i>		
Coste de ventas	(0,1)	(0,1)	(0,5)	(0,7)	(1,2)	(3,0)	(3,5)	(4,0)		
Margen Bruto	(0,0)	0,3	1,5	2,0	3,3	5,1	5,8	6,5	<i>n.a.</i>	25,8%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>73,9%</i>	<i>74,8%</i>	<i>74,6%</i>	<i>72,4%</i>	<i>62,7%</i>	<i>62,2%</i>	<i>61,9%</i>		
Gastos de personal	(0,7)	(0,8)	(1,1)	(1,2)	(1,7)	(1,9)	(2,1)	(2,2)		
Otros costes de explotación	(0,7)	(0,5)	(0,5)	(1,1)	(1,4)	(1,6)	(1,0)	(1,1)		
EBITDA recurrente	(1,4)	(0,9)	(0,1)	(0,3)	0,2	1,6	2,7	3,2	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-85,3%</i>	<i>31,6%</i>	<i>87,2%</i>	<i>-174,1%</i>	<i>150,8%</i>	<i>836,0%</i>	<i>71,9%</i>	<i>18,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,7%</i>	<i>19,5%</i>	<i>29,0%</i>	<i>30,7%</i>		
Gastos de reestructuración	0,0	0,0	0,0	0,8	0,6	0,0	-	-		
EBITDA	(1,4)	(0,9)	(0,1)	0,5	0,7	1,6	2,7	3,2	<i>n.a.</i>	63,6%
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,6)		
Gastos capitalizados	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(1,0)	(0,8)	(0,0)	0,6	0,9	1,7	2,7	3,2	<i>n.a.</i>	51,6%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-193,7%</i>	<i>25,2%</i>	<i>97,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>59,8%</i>	<i>84,1%</i>	<i>60,2%</i>	<i>18,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,7%</i>	<i>28,7%</i>	<i>30,2%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,0)	(0,8)	(0,1)	0,5	0,8	1,6	2,6	3,1	<i>n.a.</i>	54,5%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-196,8%</i>	<i>24,1%</i>	<i>93,3%</i>	<i>993,7%</i>	<i>78,3%</i>	<i>88,9%</i>	<i>62,9%</i>	<i>19,9%</i>		
Extraordinarios	0,0	-	-	(0,0)	0,0	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,0)	(0,8)	(0,1)	0,5	0,9	1,6	2,6	3,1	<i>n.a.</i>	54,0%
Impuestos	(0,0)	-	-	(0,1)	0,3	(0,2)	(0,4)	(0,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>22,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,1)	(0,8)	(0,1)	0,4	1,2	1,4	2,2	2,6	<i>n.a.</i>	31,3%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-254,6%</i>	<i>25,7%</i>	<i>93,3%</i>	<i>789,1%</i>	<i>219,9%</i>	<i>22,9%</i>	<i>53,8%</i>	<i>19,9%</i>		
Beneficio ordinario neto	(1,0)	(0,8)	(0,1)	(0,4)	0,3	1,4	2,2	2,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-199,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>91,3%</i>	<i>-389,2%</i>	<i>179,5%</i>	<i>403,2%</i>	<i>57,1%</i>	<i>19,9%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	14-18	18-21e
EBITDA recurrente						1,6	2,7	3,2	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(3,1)	(0,9)	(0,9)		
Cash Flow operativo recurrente						-1,5	1,8	2,4	-42,4%	<i>n.a.</i>
CAPEX						-	(0,2)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Impuestos						(0,2)	(0,4)	(0,5)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,7)	1,1	1,5	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Gastos de reestructuración y otros						0,0	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(1,7)	1,1	1,5	<i>n.a.</i>	29,2%
Ampliaciones de capital						0,5	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						1,2	(1,1)	(1,5)		

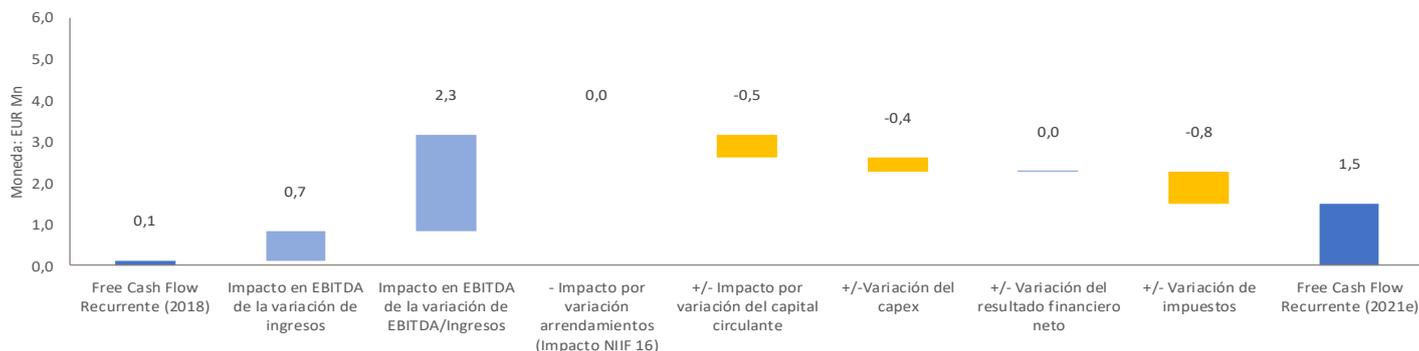
Nota 1: FACE presenta sus estados financieros en base PGC, no viéndose afectado por la aplicación de la NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

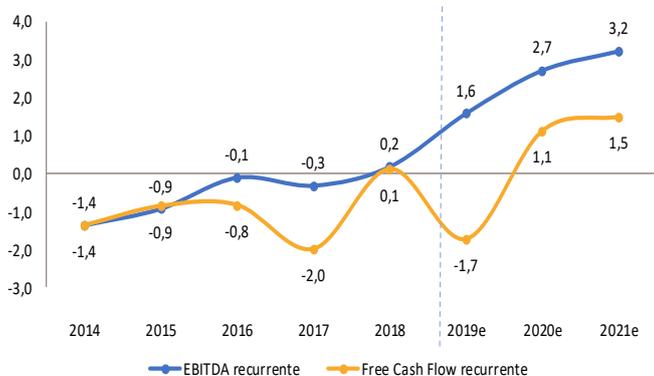
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
								15-18	18-21e
EBITDA recurrente	(0,9)	(0,1)	(0,3)	0,2	1,6	2,7	3,2	n.a.	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	31,6%	87,2%	-174,1%	150,8%	836,0%	71,9%	18,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	3,7%	19,5%	29,0%	30,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,1	(0,7)	(1,5)	(0,3)	(3,1)	(0,9)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,8)	(0,8)	(1,8)	(0,1)	(1,5)	1,8	2,4	-44,1%	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-36,9%	-1,0%	126,3%	-92,2%	941,1%	n.a.	34,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	18,8%	22,5%		
- CAPEX	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
- Impuestos	-	-	(0,1)	0,3	(0,2)	(0,4)	(0,5)		
= Free Cash Flow recurrente	(0,9)	(0,8)	(2,0)	0,1	(1,7)	1,1	1,5	n.a.	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-37,0%	-2,6%	137,7%	n.a.	n.a.	n.a.	32,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	2,6%	n.a.	12,0%	14,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	0,0	0,8	0,6	0,0	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,0)	0,0	-	-	-		
= Free Cash Flow	(0,8)	(0,8)	(1,2)	0,7	(1,7)	1,1	1,5	n.a.	29,2%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-39,5%	-0,1%	42,3%	n.a.	n.a.	n.a.	32,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	0,4%	n.a.	3,8%	5,0%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	2,3%	n.a.	3,8%	5,0%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,4)	(0,9)	(0,8)	(2,0)	0,1	(1,7)	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(16,0)	(3,7)	(0,0)	(0,2)	0,1	0,2	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	16,4	4,5	(0,2)	0,7	1,3	0,9	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	0,4	0,8	(0,2)	0,5	1,4	1,1	0,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,0	(0,8)	(0,8)	1,2	(2,8)	2,1	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,5	0,0	(1,0)	1,7	(1,4)	3,2	0,6		
+/- Variación del CAPEX	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,0	-	(0,1)	0,4	(0,5)	(0,2)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,5	0,0	(1,2)	2,1	(1,8)	2,8	0,4		
Free Cash Flow Recurrente	(0,9)	(0,8)	(2,0)	0,1	(1,7)	1,1	1,5		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(0,8)	(0,0)	0,6	0,9	1,7	2,7	3,2	n.a.	51,6%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	15,0%	15,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)	(0,5)		
EBITDA recurrente	(0,9)	(0,1)	(0,3)	0,2	1,6	2,7	3,2	n.a.	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,1	(0,7)	(1,5)	(0,3)	(3,1)	(0,9)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,8)	(0,8)	(1,8)	(0,1)	(1,5)	1,8	2,4	-44,1%	n.a.
- CAPEX	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)	(0,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,8)	(0,8)	(1,8)	(0,1)	(1,7)	1,2	1,5	-44,1%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-36,9%	-1,0%	126,3%	-92,2%	n.a.	n.a.	28,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,7%	14,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,0)	0,0	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,8)	(0,8)	(1,8)	(0,1)	(1,7)	1,2	1,5	-45,3%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-36,8%	-1,0%	126,4%	-92,7%	n.a.	n.a.	28,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,7%	4,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,7%	4,8%		

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

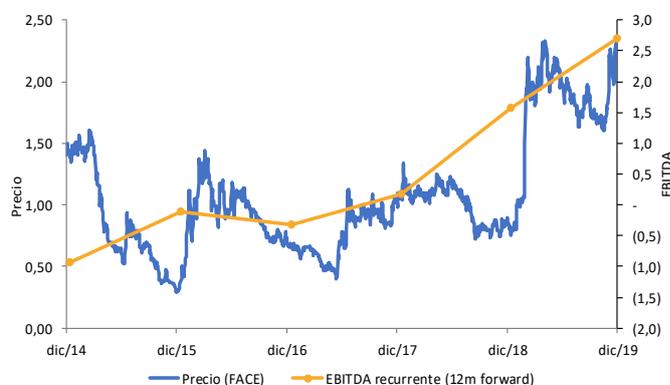
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)



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	29,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 6m 2019
+ Deuda financiera neta	2,4	Rdos. 6m 2019
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 6m 2019
+/- Otros	-	
Enterprise Value (EV)	31,7	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾⁽²⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	08-18	18-21e
Total Ingresos							0,0	0,4	2,0	2,7	4,5	8,1	9,3	10,4	n.a.	32,5%
Cto. Total ingresos							n.a.	1161,8%	392,7%	34,8%	66,0%	79,5%	15,6%	12,2%		
EBITDA							(1,4)	(0,9)	(0,1)	0,5	0,7	1,6	2,7	3,2	n.a.	63,6%
Cto. EBITDA							n.a.	34,0%	88,7%	584,2%	48,5%	119,1%	68,3%	18,7%		
EBITDA/Ingresos							n.a.	n.a.	n.a.	18,2%	16,3%	19,9%	29,0%	30,7%		
Beneficio neto							(1,1)	(0,8)	(0,1)	0,4	1,2	1,4	2,2	2,6	n.a.	31,3%
Cto. Beneficio neto							n.a.	25,7%	93,3%	789,1%	219,9%	22,9%	53,8%	19,9%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							9,6	11,9	13,1	13,1	13,2	13,6	13,6	13,6		
BPA (EUR)							n.a.	n.a.	n.a.	0,03	0,09	0,11	0,16	0,19		
Cto. BPA							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,1%	53,8%	19,9%		
BPA ord. (EUR)							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,02	0,10	0,16	0,19		
Cto. BPA ord.							n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	57,1%	19,9%		
CAPEX							-	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,4)		
CAPEX/Vtas %							0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	3,4%		
Free Cash Flow							(1,4)	(0,8)	(0,8)	(1,2)	0,7	(1,7)	1,1	1,5	n.a.	29,2%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾							n.a.	n.a.	n.a.	4,2x	2,6x	1,9x	0,7x	0,2x		
PER (x)							n.a.	n.a.	n.a.	39,2x	8,4x	21,2x	13,8x	11,5x		
EV/Vtas (x)							0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	3,9x	3,4x	3,0x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾							0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	19,8x	11,7x	9,9x		
Comport. Absoluto							n.a.	-72,5%	78,9%	60,3%	-31,2%	198,7%				
Comport. Relativo vs Ibex 35							n.a.	-70,3%	82,6%	49,3%	-19,1%	165,2%				

Nota 1: Datos financieros facilitados desde el inicio de la cotización de la compañía (FACE) 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 Thomson Reuters.

Nota 2: FACE presenta sus estados financieros en base PGC, no viéndose afectado por la aplicación de la NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales competidores 2019e

	EUR Mn	Biometría (Jugadores de nicho)						Cias tecnológicas con exposición a biometría					Average	FACE		
		CyberLink	Egis Technology	Elan Microelectrónica Corp.	Mitek Systems, Inc.	OneSpan	Secunet	Suprema ID Inc.	Average	Diebold Nixdorf Technology	NEC	NICE			Synaptics	
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	5203.TW	6462.TWO	2458.TW	MITK.O	OSPN.O	YNSG.DE	317770.KQ								FACE.MC
	Pais	Taiwan	Taiwan	Taiwan	USA	USA	Germany	S. Korea				USA	Japan	Israel	USA	Spain
	Market cap	280,5	521,1	813,8	266,7	663,0	938,5	45,1				755,5	9.627,0	8.679,8	2.065,9	29,7
	Enterprise value (EV)	201,8	472,2	705,9	236,8	589,9	937,8	21,3				2.502,5	14.627,6	8.693,9	2.175,6	31,7
Información financiera básica	Total Ingresos	43,5	225,7	278,1	77,6	224,8	230,0	18,7				3.957,7	24.834,0	1.425,9	1.295,0	8,1
	Cto.Total Ingresos	-3,2%	33,9%	12,7%	41,8%	21,5%	40,9%	32,3%	25,7%	-0,9%	6,0%	13,2%	-7,2%	2,8%	79,5%	
	2y TACC (2019e - 2021e)	10,4%	22,6%	7,8%	17,1%	8,1%	3,9%	23,8%	13,4%	-1,0%	1,9%	8,2%	-5,4%	0,9%	13,9%	
	EBITDA	1,0	34,7	69,9	7,6	24,8	41,9	4,9				362,9	1.972,0	457,2	109,0	1,6
	Cto. EBITDA	-92,1%	58,5%	34,1%	721,9%	133,6%	43,7%	7,0%	129,5%	73,9%	20,1%	47,3%	74,7%	54,0%	119,1%	
	2y TACC (2019e - 2021e)	5,6%	45,6%	8,3%	79,2%	23,9%	9,7%	27,7%	28,6%	9,4%	5,3%	9,7%	31,6%	14,0%	41,4%	
	EBITDA/Ingresos	2,3%	15,4%	25,1%	9,8%	11,0%	18,2%	26,4%	15,4%	9,2%	7,9%	32,1%	8,4%	14,4%	19,9%	
	EBIT	8,5	34,4	61,1	(0,1)	26,9	35,4	5,0				239,9	n.a.	389,1	12,2	1,7
	Cto. EBIT	-29,9%	66,3%	23,8%	95,2%	n.a.	31,4%	23,5%	35,0%	n.a.	n.a.	124,4%	128,6%	126,5%	84,1%	
	2y TACC (2019e - 2021e)	25,8%	44,5%	10,7%	n.a.	11,6%	10,7%	25,5%	21,5%	20,0%	n.a.	11,9%	243,9%	91,9%	37,6%	
	EBIT/Ingresos	19,5%	15,3%	22,0%	n.a.	12,0%	15,4%	26,8%	18,5%	6,1%	n.a.	27,3%	0,9%	11,4%	20,7%	
	Beneficio Neto	11,2	29,4	63,9	(0,7)	16,9	24,1	4,2				(6,7)	632,8	308,2	(18,6)	1,4
	Cto. Beneficio Neto	19,2%	53,9%	46,1%	-88,8%	n.a.	35,2%	50,9%	19,4%	-98,5%	50,0%	126,0%	-73,2%	1,1%	22,9%	
	2y TACC (2019e - 2021e)	18,4%	40,6%	3,8%	n.a.	34,6%	10,8%	23,8%	22,0%	n.a.	14,9%	10,9%	n.a.	12,9%	35,8%	
	CAPEX/Ventas	-0,5%	-0,3%	-1,7%	-1,3%	n.a.	-1,7%	0,0%	-0,9%	-1,1%	-2,2%	-1,9%	-1,6%	-1,7%	0,0%	
	Free Cash Flow	12,1	36,2	62,5	6,1	(7,9)	13,0	n.a.				75,6	703,2	332,8	57,4	(1,7)
	Deuda financiera Neta	n.a.	(48,5)	(89,8)	(30,5)	(81,8)	(55,9)	(11,0)				1.602,2	1.910,4	(279,9)	123,6	3,1
	DN/EBITDA (x)	n.a.	(1,4)	(1,3)	(4,0)	(3,3)	(1,3)	(2,2)	(2,3)	4,4	1,0	(0,6)	1,1	1,5	2,0	
	Pay-out	n.a.	61,8%	75,8%	n.a.	n.a.	49,1%	0,0%	46,7%	0,0%	21,0%	0,0%	n.a.	7,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	26,5	17,5	12,6	n.a.	39,7	38,7	9,9	24,2	n.a.	15,6	29,6	n.a.	22,6	21,2	
	P/BV (x)	n.a.	6,5	3,8	2,7	n.a.	11,6	2,3	5,4	n.a.	1,3	4,2	3,5	3,0	6,6	
	EV/Ingresos (x)	4,6	2,1	2,5	3,1	2,6	4,1	1,1	2,9	0,6	0,6	6,1	1,7	2,2	3,9	
	EV/EBITDA (x)	n.a.	13,6	10,1	31,2	23,8	22,4	4,3	17,6	6,9	7,4	19,0	20,0	13,3	20,2	
	EV/EBIT (x)	23,8	13,7	11,5	n.a.	21,9	26,5	4,2	17,0	10,4	n.a.	22,3	n.a.	16,4	19,0	
	ROE	9,8	36,8	29,6	n.a.	5,1	32,1	23,2	22,8	1,7	8,7	15,6	n.a.	8,7	40,4	
	FCF Yield (%)	4,3	7,0	7,8	4,4	n.a.	1,4	n.a.	5,0	10,0	7,2	3,8	5,7	6,7	n.a.	
	DPA	n.a.	0,26	0,18	n.a.	n.a.	1,83	0,00	0,57	0,00	0,51	0,00	n.a.	0,17	0,00	
	Dvd Yield	n.a.	3,5%	6,8%	n.a.	n.a.	1,3%	0,0%	2,9%	0,0%	1,4%	0,0%	n.a.	0,5%	0,0%	

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del 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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
20-Dic-2019	n.a.	2,24	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez