

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Fecha del informe: 7 jul 2022

Hora distribución: 10:45

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 3,27 (6 jul 2022)

Netex (NTX), es una compañía tecnológica española (A Coruña) dedicada al desarrollo y comercialización de software para el sector de la educación. Sus dos principales líneas de negocio son la venta/renovación de licencias (37% s/Ingresos 2022e) y la realización de proyectos con contenidos a medida (63% s/Ingresos 2022e). Sus ingresos fuera de España representan c. del 58%, esencialmente en Latam (29%) y Reino Unido (25%). Desde octubre de 2017 cotiza en BME Growth. Los fundadores controlan c. 51% del capital.

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ief.com

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	29,0	29,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	37,9	38,6
Número de Acciones (Mn)	8,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,40 / 3,75 / 3,13	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación ⁽²⁾	9,0	
Factset / Bloomberg	NTX-ES / NTX SM	
Cierre año fiscal	30-sep	

¿La ola perfecta?

UN FUERTE CRECIMIENTO... Durante el período 2017-2021 la elevada tasa de crecimiento orgánica (24,6% TACC) junto con la capacidad de aprovechar economías de escala en sus costes de estructura han sido clave para superar el break-even en EBITDA rec. (EUR 1Mn en 2021).

...QUE ESPERAMOS QUE CONTINÚE. Por varias razones: (i) impacto de la integración de Virtual College (Ingresos 2022e EUR 6,6Mn proforma; 36% del crecimiento hasta 2024e), (ii) elevada recurrencia en licencias y potencial de crecimiento en proyectos para empresas, (iii) continua expansión internacional y, especialmente, (iv) el "driver" sectorial, al aprovechar el despegue de un sector con el viento a favor (e-learning). Crecimiento orgánico en ingresos +25% (TACC 2021-2024e).

JUNTO CON CAPACIDAD "CREÍBLE" DE MEJORAR SIGNIFICATIVAMENTE EN MÁRGENES. El alto nivel de apalancamiento operativo ("ya" probado), explicado por el componente fijo de sus gastos de estructura y su estrategia de externalización le permitirá aspirar a fuertes incrementos de márgenes. El salto en tamaño esperado para 2021-2024e permitirá impulsar el Mg. EBITDA rec. hasta c. 24,4% (vs 7,9% en 2021).

SI PONEMOS LA VISTA EN 2024e.... el escenario que planteamos para 2024e debiera permitir a NTX consolidar niveles de ingresos de c. EUR 30Mn hasta alcanzar c. EUR 7Mn en EBITDA (vs EUR 1,2Mn en 2021). Y con una capacidad de generación de caja (a partir de 2023e) que reducirá la deuda a la mitad, llevando el apalancamiento a c. 1,3x DN/EBITDA en 2024e.

...EL EQUITY STORY ES TANTO SECTORIAL (DESPEGUE DEL E-LEARNING) COMO "MICRO" (ELEVADO APALANCAMIENTO OPERATIVO). NTX parece surfear la "ola perfecta": crecer significativamente sin dejar de mejorar márgenes. El momento es idóneo tanto por el despegue del e-learning (un sector a salvo del deterioro de la "macro") como por las sinergias (costes e ingresos) de la integración de Virtual College. El resultado del 1S22 (+15% orgánico vs 2S21) apuntala nuestros números. Si la compañía mantiene ese nivel, los múltiplos de NTX son en sí mismos un reclamo evidente. Poniendo la vista en 2024e: PER, c.6x, EV/EBITDA, c. 5x y FCF yield del 15%.

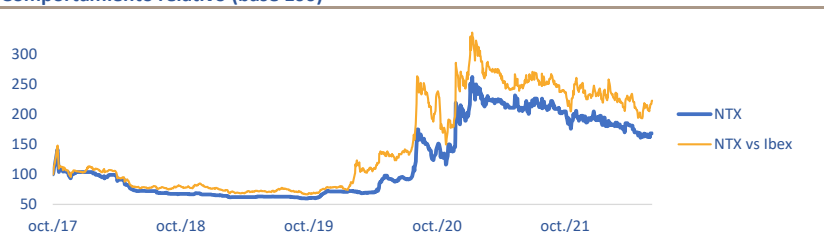
Estructura Accionarial (%)

José Carlos López Ezquerro	25,2
José Ramón Mosteiro López	25,1
Ángel Fandos (Odre 2005)	12,1
3-Gutinvest, S.L.	5,0
Free Float	32,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,9	8,9	8,9	8,9
Total Ingresos	12,3	20,8	25,7	30,5
EBITDA Rec.	1,0	3,0	5,1	7,4
% Var.	304,8	212,3	70,9	44,5
% EBITDA Rec./Ing.	7,9	14,5	20,0	24,4
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	31,5	21,1	19,4	13,6
Beneficio neto	0,6	0,7	2,2	4,6
BPA (EUR)	0,07	0,08	0,25	0,52
% Var.	358,7	13,0	210,6	106,2
BPA ord. (EUR)	0,00	0,13	0,25	0,52
% Var.	90,7	n.a.	94,0	106,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-2,9	0,4	2,6	4,2
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	9,0	16,6	13,9	9,7
DN / EBITDA Rec.(x)	9,3	5,5	2,7	1,3
ROE (%)	35,1	27,0	54,0	61,0
ROCE (%) ⁽⁴⁾	6,5	7,9	14,3	26,1

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	3,5	-5,2	-20,2	-9,7	168,0	n.a.
vs Ibex 35	15,0	1,1	-11,1	-1,0	214,8	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	20,1	3,4	-8,5	-3,2	129,9	n.a.
vs Eurostoxx 50	16,1	5,9	-5,5	13,5	176,3	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	17,6	14,1	7,9	35,9	147,2	n.a.

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

	2021	2022e	2023e	2024e
PER	45,3	40,1	12,9	6,3
PER Ordinario	n.a.	25,0	12,9	6,3
P/BV	12,5	9,6	5,5	2,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,09	1,82	1,47	1,24
EV/EBITDA Rec.	39,3	12,6	7,4	5,1
EV/EBIT	n.a.	28,0	11,0	6,0
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	1,5	9,1	14,5

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

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

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

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

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

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

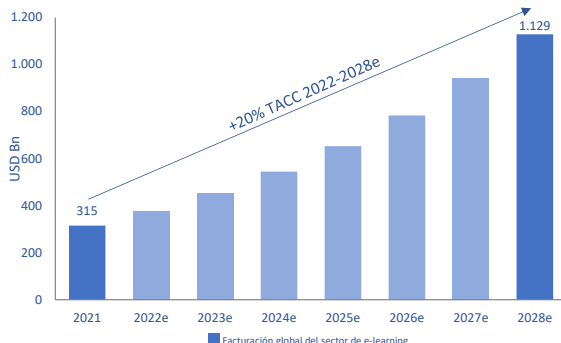
NTX es una compañía de BME Growth

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.

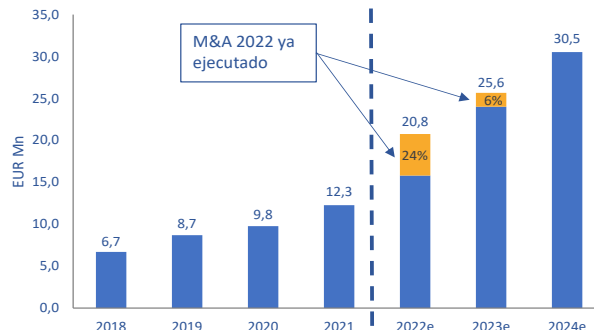
BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c. 130 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).

La compañía en 8 gráficos

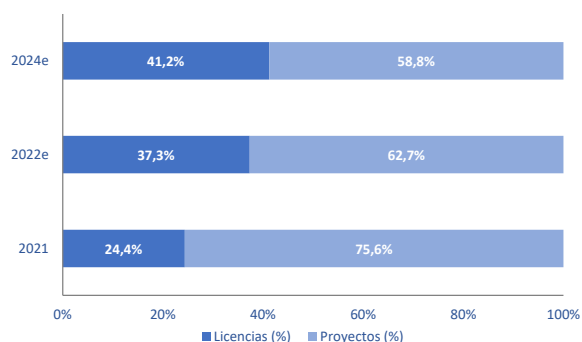
NTX se va a beneficiar de un fortísimo driver sectorial (e-learning)...



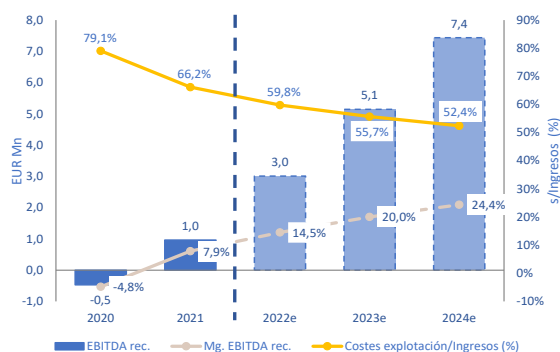
...que acelerará el crecimiento en ingresos (con el M&A a favor)



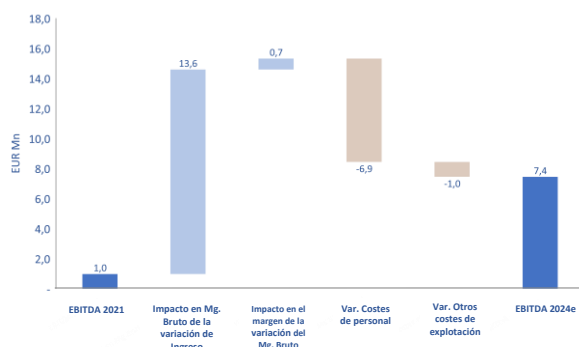
Estimamos un aumento progresivo de licencias (el negocio más rentable)...



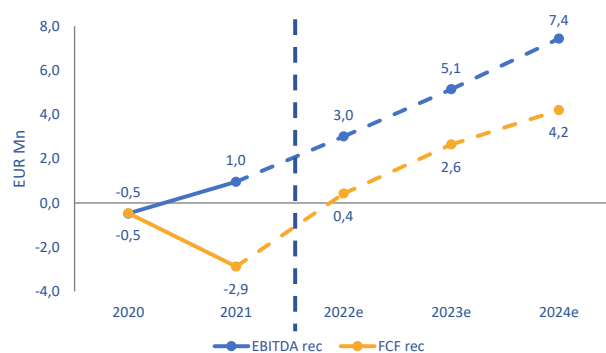
...Y un potencial elevado de apalancarse en su estructura de costes



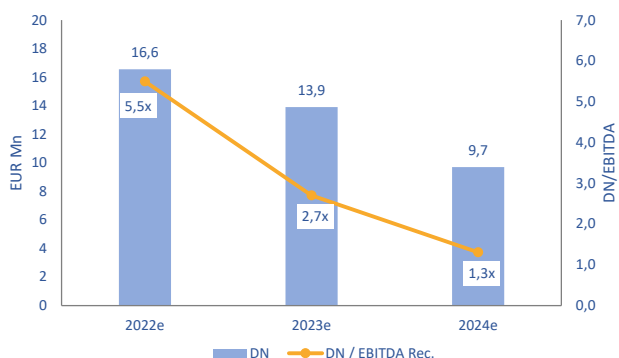
Lo que permitirá un "despegue" del EBITDA (EUR 7,4Mn en 2024e)



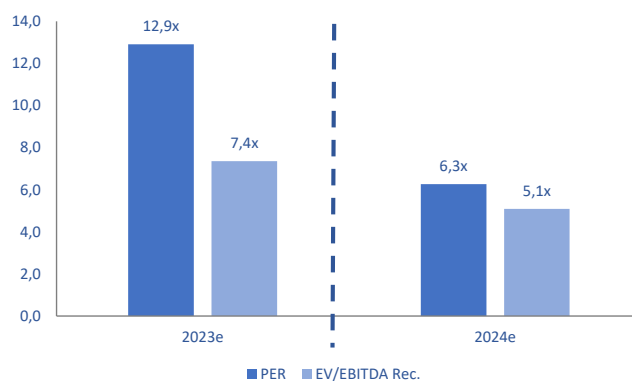
Con capacidad de generación de caja (a partir de 2023e)...



... que reducirá la deuda a la mitad, llevando la DN/EBITDA a 1,3x



Los múltiplos, un reclamo: P/E 24e 6x y EV/EBITDA 24e 5x



Conclusiones

En el momento “idóneo”: la oportunidad de crecer (mucho) sin dejar de mejorar márgenes. PER 2024e c. 6x

La única empresa dedicada al sector del e-learning que cotiza en el mercado español

Netex (NTX) es una compañía tecnológica española que se dedica al desarrollo de software para el ámbito de la formación. Fundada en 1997 en A Coruña por José Carlos López Ezquerro y José Ramón Mosteiro (50,3% del capital, conjuntamente), es hoy, la única empresa tecnológica dedicada (100%) al sector del e-learning que cotiza en el mercado español (desde octubre 2017).

En los últimos años, NTX ha experimentado un gran salto en tamaño por la creciente demanda de soluciones de e-learning, apoyadas en la digitalización. Resultado del esfuerzo realizado en la expansión internacional, NTX cuenta con oficinas en Europa y América que junto al desarrollo de su producto “personalizado” (LMS y licencias de contenidos), le ha permitido atraer la atención de clientes (B2B) tanto en el ámbito de la educación (Santillana, Universidad de Cambridge) como en el corporativo (Amazon o Repsol; el crecimiento en clientes corporativos ha sido especialmente relevante tras el Covid-19).

NTX ha conseguido lo más difícil desde un punto de vista estricto de generación de negocio, superando el break-even en EBITDA 2021. Lo que hoy, nos deja ante dos preguntas esenciales ¿Qué es NTX hoy para un potencial inversor?, y ¿qué podemos esperar de NTX en el futuro más próximo (2022e-2024e)?

A) Una historia de alto crecimiento orgánico (Ingresos 2017-2021: +24,6% TACC) que ha permitido superar el break-even en EBITDA Recurrente en 2021 (EUR 1Mn)

La actividad de NTX aprovecha la transformación digital en el sector educativo, lo que se ha traducido en un crecimiento a doble dígito en ingresos durante el período 2017-2021 (+24,6% TACC). En concreto, destacamos:

- **Dos líneas de negocio...** La actividad de NTX (desarrollo de software) se puede separar en: (i) licencias (24,4% s/Ingresos 2021), “núcleo duro” del negocio, al tratarse un ingreso recurrente con un margen elevado (c.90%); son productos propios que dan acceso al catálogo de NTX, y (ii) proyectos (75,6% s/Ingresos 2021) que permiten personalizar la oferta de producto educativo (destinado principalmente a grandes empresas >500 trabajadores).
- **... que han impulsado un fuerte crecimiento en Ingresos:** NTX alcanza ingresos de EUR 12,3Mn en 2021 (vs EUR 5,1Mn en 2017). Los factores que, en nuestra opinión, han permitido este crecimiento han sido: i) la vocación internacional (57,6% de los ingresos 2021), ii) el acceso a un mayor número de clientes, lo que ha permitido crecer en proyectos personalizados, y iii) el empuje sectorial del e-learning en los últimos años, especialmente derivado de los efectos del Covid-19.
- **Lo que habría permitido superar el break-even en EBITDA 2021.** NTX ha demostrado el elevado apalancamiento operativo de su negocio con una estrategia de externalización de los gastos de personal para el desarrollo de su actividad, lo que le ha permitido reducir su coste de estructura y superar el break-even en EBITDA recurrente en 2021 (EUR 1Mn).
- **Deuda Neta 2021: EUR 9Mn (DN/FFPP 2021 < 4x)**, resultado de: (i) el coste “lógico” de la expansión internacional y el aumento de la fuerza productiva necesaria para sostener tasas de crecimiento elevadas, (ii) la actividad de I+D para el desarrollo de las licencias y (iii) la generación de EBITDA negativo que ha impedido la generación de caja positiva elevando la DN 2021 a EUR 9Mn (de los que a cierre de 2021 EUR 1,5Mn corresponden a bonos convertibles).

2017-2021: Un salto en tamaño (Ingresos 2021: EUR 12,3Mn vs 2017 EUR 5,1Mn)...

...con mejora de márgenes han permitido superar el break-even en 2021 (EBITDA rec. 2021 EUR 1Mn)

Deuda Neta 2021 EUR 9Mn (DN/FFPP 3,9x en 2021)

Por tanto, NTX es hoy una empresa que se encuentra en fase de fuerte crecimiento, empujada por la línea de negocio de proyectos; clave para superar el break-even en EBITDA rec. (EUR 1Mn en 2021). En términos de costes, NTX ha sido capaz de aprovechar economías de escala en sus costes de estructura (aumentando la mitad que los ingresos -4y). Todo ello, manteniendo un nivel de deuda asumible.

A lo visto hasta ahora, hay que sumar la adquisición de Virtual College (diciembre 2021) con la que NTX pretende complementar su actividad tradicional para poder ampliar su oferta de productos a empresas de menor tamaño. Lo que plantea algunas preguntas: (i) ¿Cuál será a partir de ahora el crecimiento en términos de ingresos?, (ii) ¿Cómo va a afectar la integración de Virtual College al P&L de NTX? (iii) ¿Podrá NTX continuar apalancándose sobre sus costes operativos a partir de 2022e? y (iv) ¿Cuál va a ser su capacidad de generación de caja en los próximos años?

B) 2021-2024e: Continúa el fuerte crecimiento en ingresos (+35,5% TACC 2021-2024e; favorecido por el M&A). Que seguirá generando mejoras significativas de márgenes

Estimamos que continúe el ritmo de crecimiento visto hasta ahora. La estrategia que ha seguido NTX en los últimos años, unida al crecimiento inorgánico, asienta las bases sobre las que se va a apoyar, no sólo el “salto” en ingresos, sino la oportunidad de rentabilizar ese crecimiento en los próximos años. Las palancas sobre las que se va a apoyar el negocio de NTX para el período 2022e-2024e son las siguientes:

Virtual College aportará ingresos de EUR 5Mn en 2022e (EUR6,6M en términos proforma)

- **Crecimiento inorgánico.** La compra de Virtual College (dic 2021) no debe verse como algo accidental. Es consecuencia de la decisión estratégica de crecer también vía M&A, aprovechando las oportunidades de un sector que tiende a la concentración y en el que las economías de escala son evidentes. Esperamos que para el período 2021-2024e aporte c.36% del crecimiento total (EUR 5Mn en 2022e, por la incorporación al perímetro de nueve meses; EUR 6,6Mn proforma).
- **Producto de nicho y escalable.** El software destinado a la formación (LMS) es un producto que está destinado específicamente a empresas y centros educativos. La integración de Virtual College, va a permitir ampliar la base de potenciales clientes (empresas <250 trabajadores) a los que ofrecer catálogo (1.000 cursos), aumentado por la propia adquisición de Virtual College. Las licencias disfrutaban de una alta tasa de recurrencia y no requieren inversiones significativas adicionales para incrementar su peso en el mix de ingresos (41,2% s/Ingresos 2024e vs 24,4% s/Ingresos 2021).
- **Expansión internacional.** La apertura de oficinas en Nueva York y Sao Paulo es un claro indicador de que la estrategia de crecimiento de la empresa pasa por la internacionalización y un mayor peso de las operaciones fuera de España.
- **Un elevado apalancamiento operativo, “ya” probado.** Pese al fortísimo crecimiento en Ingresos visto en el período 2017-2021, (Ingresos 2021 x2,4 vs 2017; EUR 12,3Mn frente a EUR 5,1Mn en 2017), NTX ha mantenido estables sus costes de estructura (EUR 3,7Mn en 2021 frente a EUR 3,8Mn en 2018). Lo que se ha traducido en una clara mejora de la rentabilidad del negocio (alcanzando un Mg. EBITDA Recurrente 2021 del 7,9% frente a niveles de EBITDA negativo durante los ejercicios 2017-2020). “Auténtico” apalancamiento operativo que, a nuestro juicio, debería permitir a NTX mejorar su rentabilidad de forma progresiva hasta niveles de Mg. EBITDA recurrente de c. 24%.
- **Y generación de caja que aliviará su nivel de endeudamiento.** La adquisición de Virtual College elevará la DN hasta EUR 16,6Mn en 2022e (de los que EUR 6,7Mn corresponden a obligaciones convertibles en 2026e). A partir de 2023e el modelo de negocio de NTX, poco intensivo en CAPEX y capital circulante permitirá convertir el crecimiento del EBITDA en caja.

El crecimiento esperado en ingresos elevará la capacidad de mejorar en márgenes

Si ponemos el foco en 2022e, nuestros números contemplan unos ingresos de EUR 20,5Mn (+69,2% vs 2021; de los cuales EUR 5Mn corresponden a la integración de 9 meses de Virtual College en 2022e) y niveles de EBITDA Rec. de EUR 3Mn (Mg. EBITDA Rec. del 14,5% vs c. 8% en 2021; por la mejora en el mix de ingresos y el apalancamiento operativo de NTX). Con una Deuda Neta de EUR 16,6Mn (+84% vs 2021) resultado de la financiación necesaria para el M&A.

¿Y en 2024e? Estimamos ingresos de EUR 30,5Mn. Un escenario que depende esencialmente de: i) la integración de la actividad de Virtual College, ii) la capacidad de aumentar la venta y renovación de licencias (que le permitirán mejorar en margen bruto) y iii) el éxito de la penetración en mercados nuevos como el estadounidense. Aspirando a un nivel de EBITDA 2024e de c. EUR 7Mn (Mg. EBITDA 2024e 24,4%) que con unos gastos capitalizados de EUR 2Mn, aspiraría a generar un Mg. EBIT de c. 20%. La elevada conversión de EBITDA en caja del negocio de NTX implicaría FCF Yield 2024e de c.15% y DN/EBITDA 1,3x.

Lo que debiera llevar el nivel de Ingresos hasta EUR 30,5Mn en 2024e y un EBITDA EUR 7,4Mn

Tabla 1. Principales magnitudes (2019-2024e)

EUR Mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Virtual College	0,0	0,0	5,0	6,6	6,6
Orgánico (NTX ex-Virtual College)	9,8	12,3	15,8	19,1	23,9
Total ingresos	9,8	12,3	20,8	25,7	30,5
% Cto. Ingresos Orgánico (NTX ex Virtual College)	12,4%	25,4%	28,5%	20,9%	25,1%
% Cto. Total Ingresos	12,4%	25,4%	69,2%	23,7%	18,9%
Margen Bruto	7,3	9,1	15,4	19,4	23,4
Margen Bruto/ Ingresos	74,2%	74,0%	74,3%	75,7%	76,8%
Gastos de personal	-6,4	-6,7	-10,4	-12,1	-13,6
Otros gastos de Explotación	-1,3	-1,4	-2,0	-2,2	-2,4
EBITDA recurrente	-0,5	1,0	3,0	5,1	7,4
EBITDA Recurrente/ Ingresos	-4,8%	7,9%	14,5%	20,0%	24,4%
Free Cash Flow Recurrente	-0,5	-2,9	0,4	2,6	4,2
Deuda Financiera Neta	6,8	9,0	16,6	13,9	9,7
Número medio de empleados	141	142	224	230	250

C) En conclusión: Ante el reto (¿imposible?) de crecer sin dejar de mejorar márgenes. Lo que llevaría el EV/EBITDA 2024e a c. 5x

En definitiva, alta capacidad de crecimiento (Ingresos 21-24e: +35,5% TACC)

El momento es idóneo. La propia inercia de un sector en plena fase de crecimiento y la capacidad probada de seguir mejorando márgenes hace que nos encontremos ante un negocio que apunta en 2022e a niveles de EBITDA recurrente de EUR 3Mn (vs EUR 1Mn en 2021). A diferencia de otras compañías tecnológicas en las que el apalancamiento operativo da sus frutos en un plazo de 2 o 3 años, en NTX se van a poder recoger “ya” en 2022e. La verdadera oportunidad está en aprovechar el crecimiento que le permitiría alcanzar un margen EBITDA 2024e c.24% (EV/EBITDA 2024e c.5x).

Sin dejar de mejorar márgenes (Mg. EBITDA 24e: c.25% vs 8% en 2021)

Por tanto, el equity story de NTX es el de una compañía que busca (¿el imposible?) de acelerar su crecimiento sin dejar de mejorar márgenes (en un sector teóricamente intensivo en capital, en la medida en la que no únicamente requieren de Capex y variación de circulante sino también gastos destinados al desarrollo de I+D). Una mejora de márgenes posible, esencialmente, por tres razones: (i) aumento progresivo del negocio de licencias, el más rentable (margen licencias 90% vs 50% del negocio de proyectos), que estimamos que alcance un peso sobre el mix de ingresos de c.41% en 2024e (vs 24,4% en 2021; impulsado por la adquisición de Virtual College en diciembre 2021), (ii) el momento idóneo de una industria en “despegue” por la digitalización y su aplicación en el ámbito educativo y (iii) la oportunidad de que la inversión crezca más lentamente que los ingresos sin deteriorar el producto: lo que “matemáticamente” implica mejoras de rentabilidad.

El resultado del 1S 2022 (Ingresos EUR 9,9Mn; +15% orgánico vs 2S21) apuntala nuestras estimaciones

El avance de resultados del 1S22 confirma la elevada capacidad de crecimiento del negocio, que alcanza los EUR 9,9Mn de facturación (+94,6% vs 1S21; reflejando la incorporación de Virtual College, que consolida un trimestre en el ejercicio). En términos orgánicos (excluyendo el impacto de Virtual College), NTX mantiene crecimientos elevados (+62,6% vs 1S21, +14,8% vs 2S21 estanco). Aunque quizás lo más interesante siga siendo el elevado apalancamiento operativo del negocio: el “salto” en ingresos 1S22 permite a NTX generar un EBITDA Recurrente (excluyendo gastos capitalizados) de EUR 1,2Mn (Mg. EBITDA Recurrente de c. 12%).

En resumen, puede decirse que hoy NTX surfea la “ola perfecta”. Por cuatro motivos:

- 1) NTX se beneficia de un fortísimo “driver” sectorial:** la aplicación de soluciones digitales al sector de la educación. Lo que en sí mismo explica el surgimiento de un nuevo sector: el e-learning. En plena fase de expansión. Quizá lo más interesante sea que el driver sectorial de NTX puede considerarse “al margen” (o “a salvo”) de la macro. La reconversión del sector educativo hacia el e-learning no está condicionada por el mayor o menor crecimiento económico. Ni por el escenario de inflación/tipos. Las dos grandes amenazas del mercado.
- 2) Momentum:** no estamos ante una start-up. El break even queda atrás. Y el despegue en ingresos ya se ha producido. Lo que reduce sustancialmente el riesgo del negocio del potencial inversor en NTX.
- 3) M&A, “a favor”.** El crecimiento inorgánico no es oportunista sino estratégico. La situación de NTX (tamaño, marca y posicionamiento) hace muy probable/creíble que siga habiendo crecimiento no orgánico (la operación Virtual College no debe verse como excepcional). Hablamos de crecimiento inorgánico con impacto significativo en los números de la compañía.
- 4) Capacidad real de mejora de márgenes.** No solo por convergencia teórica con su sector (ya que los márgenes de NTX están muy por debajo de sus comparables). Sino porque la realidad prueba que el potencial de apalancarse a su estructura es muy grande. Manteniendo niveles óptimos de inversión. Es decir, estamos ante una compañía en la que el apalancamiento operativo es estructural (la mejor muestra de ello son los resultados del 1S22).

El equity story es tanto sectorial (despegue del e-learning) como “micro” (elevado apalancamiento operativo)

Los múltiplos son en sí mismos un reclamo. Poniendo la vista en 2024: PER, c.6x, EV/EBITDA, c. 5x y FCF yield del 15%.

En este caso, como cualquier compañía cotizada, la “ola perfecta”, cuando raramente aparece, nunca es perfecta del todo. NTX si enfrenta un riesgo. A nuestro juicio solo uno, pero relevante. El riesgo comercial. Ya que la oportunidad es esencialmente sectorial. Y aprovecharla implica vender y materializar nuestra expectativa de un crecimiento orgánico del +25% (TACC 2021-2024e). Sin un crecimiento significativo orgánico el despegue del sector será irrelevante para NTX. Como lo sería su alto potencial de mejora de márgenes: quedaría en mero potencial. Y la deuda neta (irrelevante en nuestro escenario central) sería un cierto problema. Aunque cualitativamente se puede considerar que el riesgo comercial se mitiga por el hecho de que la compañía ha conseguido llegar ya a clientes extraordinariamente relevantes como Amazon, Repsol o Inditex.

En conclusión ¿ante la “ola perfecta?”

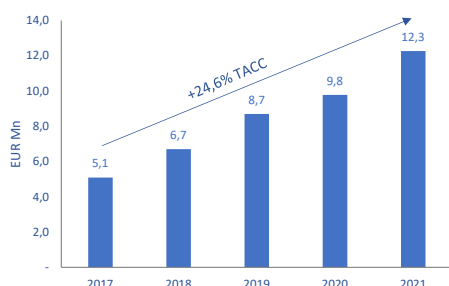
El resultado del 1S22 (+15% orgánico vs 2S22) apuntala nuestras estimaciones. Si la compañía mantiene ese nivel, los múltiplos de NTX son en sí mismo un reclamo evidente. Poniendo la vista en 2024e PER, c.6x, EV/EBITDA, c. 5x y FCF yield del 15%. El resultado del 2S22 es clave para confirmar tanto el nivel de crecimiento orgánico como el efecto de la integración de Virtual College.

Descripción del negocio

Un negocio tecnológico 100% enfocado a la educación y con la capacidad teórica de seguir creciendo (y mejorando márgenes)

Netex Knowledge Factory (NTX) es una compañía tecnológica (Mkt. Cap de c. EUR 29Mn) con sede en A Coruña, cuya actividad principal es el desarrollo de software y contenidos para el ámbito de la educación. El ingreso se puede dividir en dos líneas de negocio principales: i) la venta de licencias para el uso de su plataforma de talento y gestión de formación y, ii) la realización de contenidos a medida para universidades, editoriales y empresas (B2B). Desde 2020, el cierre contable es el 30 de septiembre (previamente el 31 de diciembre). Los fundadores mantienen el 50,3% del capital.

Gráfico 1. Evolución de Ingresos (2016-2021)



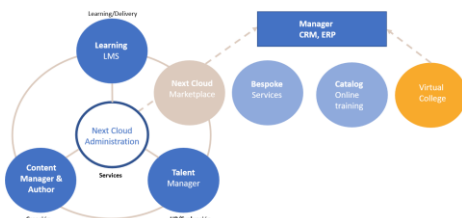
En 2021, NTX alcanza una cifra de facturación de EUR 12,3Mn (+24,6% TACC 2017-2021; Gráfico 1). A partir de 2012, comenzó su actividad internacional y a fecha de este informe tiene sedes abiertas en UK, México, EE.UU. y Brasil. El empuje de la transformación digital, y en especial, el impulso experimentado por las restricciones de la pandemia ha aumentado la demanda de formación online en las organizaciones.

Los principales comparables cotizados de NTX son: Learning Technologies, compañía con sede en Londres (Mkt. Cap. EUR 1,1Bn; Ingresos 2022e: EUR 634,9Mn) y Docebo, compañía con sede en Toronto (Mkt Cap. EUR 0,9Bn; Ingresos 2022e: EUR 140,2Mn). También hay compañías no cotizadas de gran tamaño como Blackboard o Canvas y de menor tamaño como Thrive, Learning Tribes, NovoEd o Edcast.

Un modelo de negocio enfocado a soluciones integrales de formación

Desde un punto de vista de actividad, NTX está presente en dos fases de la cadena de valor de proveedores de servicios de e-learning, con dos negocios complementarios: (i) licencias de uso de su plataforma de gestión de formación y talento (*Netex Cloud*) que, además, permite acceder a cientos de contenidos de catálogo y (ii) proyectos de contenidos a medida (*Netex Studio*) en colaboración con expertos en distintas áreas de conocimiento:

Gráfico 2. Líneas de Actividad



- Licencias (24,4% s/Ingresos 2021).** Productos propios comercializados a través de licencias (englobados dentro de *Netex Cloud*) que se renuevan anualmente.

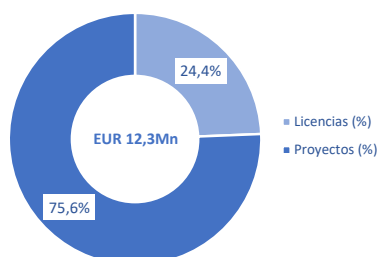
Learning Cloud (Learning Management System), plataforma “core” de gestión de formación que permite, además, el acceso a un marketplace con cientos de cursos de formación (liderazgo, softskills, formación para personal senior, etc).

Content Cloud, licencia que permite gestionar y crear contenidos en la nube para ser consumidos en cualquier plataforma del mercado.

Talent Cloud, ofrece métricas de desempeño con las que se consigue detectar los gaps entre los requisitos de un puesto de trabajo y las competencias de cada empleado.

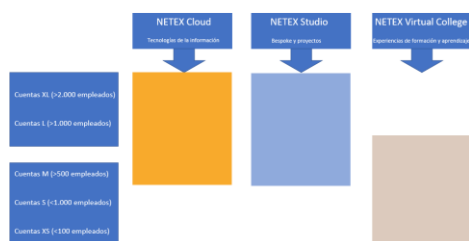
La venta y renovación de licencias le permite a NTX obtener unos ingresos recurrentes (95% de los usuarios renuevan sus licencias anualmente) con un margen elevado (Mg. Bruto c. 90%). El objetivo de NTX en el m/p y l/p es incrementar el peso de las licencias en el mix de ingresos (principal vía para mejorar sus márgenes).

Gráfico 3. Mix de Ingresos 2021



- Servicios de contenidos a medida (75,6% s/Ingresos 2021).** NTX dispone de expertos en la creación y diseño de contenidos formativos (*Netex Studio*). Este tipo de servicios está diseñado para clientes que requieren de una formación adaptada a sus necesidades. Con equipos distribuidos a nivel internacional (con oficinas en Londres, Sao Paulo y en Ciudad de México), lo que permite ejecutar grandes proyectos globales de forma eficiente.

Gráfico 4. Mix de clientes por línea de negocio



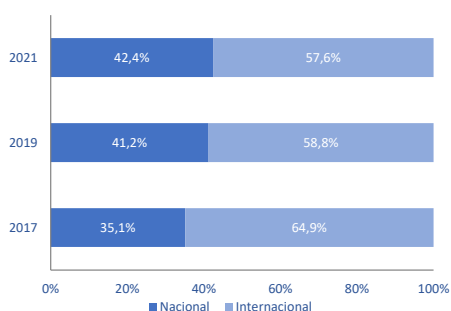
Nota: Las cuentas XL incluyen cuentas significativas.

La adquisición del 100% del capital de Virtual College (23 de diciembre de 2021) por un importe de GBP 5,5Mn (operación que entrará en resultados 2022e ya que la fecha de cierre contable es 30 de septiembre) tiene como objetivo complementar la actividad tradicional de NTX para poder ofrecer sus servicios a empresas de menor tamaño (<100 empleados; Gráfico 4) y con menor presupuesto destinado a formación. Virtual College cuenta con un catálogo de c. 1.000 cursos para empresas (cuya temática engloba la seguridad, higiene, formación genérica, ética, etc) que NTX va a incluir en su oferta actual (400 cursos). El factor clave que va a determinar el éxito de la adquisición es la integración del catálogo de Virtual College en el LMS de NTX.

Crecimiento orgánico a doble dígito alto (+24,6% TACC 2017-2021) ...

Durante los últimos años, NTX ha mantenido una tasa de crecimiento orgánico en ingresos muy elevada (+24,6% TACC 2017-2021) hasta alcanzar una facturación de EUR 12,3Mn en 2021 (vs EUR 5,1Mn en 2017; Gráfico 7). Con un mix de ingresos que se ha mantenido relativamente estable durante todo el período (25-35% por la venta y renovación de licencias y 65-75% por servicios prestados a empresas). Un ritmo de crecimiento orgánico impulsado por los cambios en el sector a raíz del Covid-19 (Ingresos 2021: +25,4% vs 2020), la expansión internacional y el aumento en el número de distribuidores.

Gráfico 5. Mix Geográfico (2017-2021)



En nuestra opinión, los factores que explican la evolución de ingresos en los últimos años son:

- Un negocio con vocación internacional...** que se ha reforzado fuera del territorio nacional mediante *partnerships* (acuerdos con empresas para la distribución de licencias y captación de nuevos clientes en Europa y América Latina) y apertura de nuevas sedes. En 2017, tras la salida a Bolsa, el mercado internacional supuso el 64,9% en el mix ingresos (Gráfico 5) con oficinas en Londres y México. En 2021, NTX ha abierto nuevas sedes en Sao Paulo y Nueva York, para aumentar su actividad en el continente americano, donde ya cuenta con una presencia sólida, y comenzar a distribuir su producto en USA, el mayor mercado de e-learning en el mundo.
- ...que le ha permitido acceder a un número mayor de clientes.** La continua inversión en su producto ha permitido a NTX firmar contratos con grandes empresas como Inditex o Amazon en el sector corporativo y con Santillana en el sector educativo. La evolución de los clientes ha sido dispar. Los clientes del sector educativo (Universidades, Colegios y Editoriales) realizaban un esfuerzo en implementar el e-learning ya en 2017 (55% en el mix de ingresos de NTX; Gráfico 6). Sin embargo, en 2021 el peso del sector educativo se ha reducido hasta el 33% del mix. Esta evolución ha venido justificada por la necesidad de las grandes corporaciones de adaptar su proceso formativo a plataformas digitales (especialmente tras las restricciones de movimiento ocasionadas por el Covid-19) y el ahorro de costes que la formación online supone para las empresas. Es decir, el segmento corporativo ha crecido/crece más en inversión en e-learning.
- Todo ello, ha empujado el ingreso de la línea de proyectos especializados para grandes compañías** que necesitan desarrollar sus propios cursos, con servicios de implementación y de personalización del LMS. Al tratarse de servicios que se generan alrededor de la venta de licencias, esta línea de negocio ha supuesto el 75,6% de los ingresos en 2021 (vs 67,7% en 2018), y creciendo a doble dígito (+26,3% TACC 2017-2021). La venta de licencias ha registrado un menor ritmo de crecimiento hasta alcanzar una facturación de EUR 3Mn en 2021 (c.2x 2017; Gráfico 7). Pese a ello, las licencias son la línea de negocio recurrente que aporta un mayor margen y de la que derivan el resto de los servicios que presta NTX a sus clientes.

Gráfico 6. Mix por tipo de cliente (2017-2021)

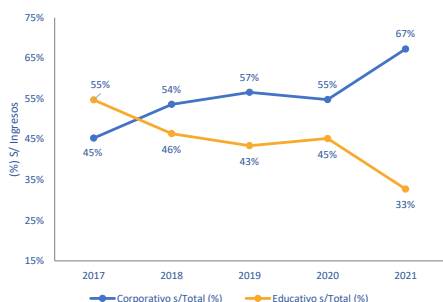
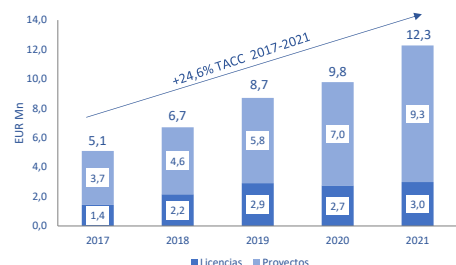


Gráfico 7. Evolución de ingresos por línea de actividad (2017-2021)

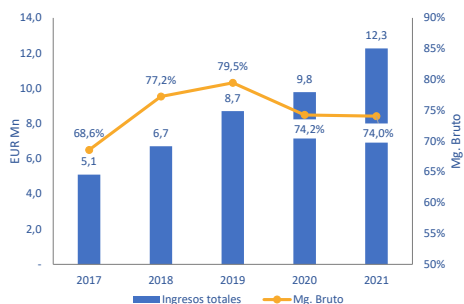


Que ha permitido a NTX alcanzar break-even “ya” en 2021 (Mg. EBITDA rec. 7,9% y Mg EBIT 5,1% en 2021)

NTX ha apostado por la creación de un producto innovador (*Netex Cloud*) que le permita obtener un elevado margen (c.90%) por la venta y renovación de licencias de uso. Sin embargo, para llevar a cabo los proyectos de desarrollo, implementación e integración de su producto, requiere de mano de obra, lo que implica márgenes inferiores (c.50%) a los de licencias.

En concreto, durante el período 2017-2021 el margen bruto de NTX ha fluctuado entre niveles del 70%. El coste de ventas contable recoge, esencialmente, el coste de las subcontrataciones (externalización de mano de obra para la realización de proyectos específicos para empresas), necesarias para llevar a cabo los proyectos relacionados con los clientes y, de manera residual, el coste administrativo de la venta de licencias.

Gráfico 8. Evolución del Mg. Bruto (2017-2021)

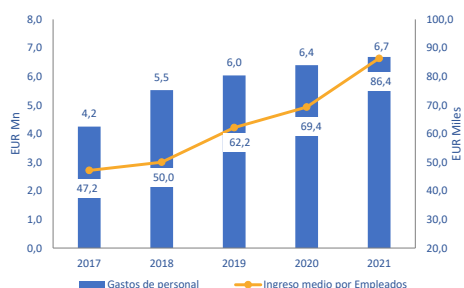


Dada la naturaleza de su actividad, nos encontramos ante una compañía muy intensiva en mano de obra que ha seguido la estrategia de externalizar parte del gasto de personal para reducir el coste variable. Al medir la rentabilidad de los proyectos, utilizamos el margen bruto ajustado (Ingresos – Subcontrataciones – Mano de Obra Directa/MOD), en el que incluimos la parte de gasto personal que se imputa directamente a los proyectos. En los últimos años, NTX ha consolidado márgenes brutos ajustados (incluyendo MOD) de c.38% (vs 17,3% en 2017).

Tabla 1. Principales indicadores (2017-2021)

EUR Mn	2017	2018	2019	2020	2021
Total ingresos	5,1	6,7	8,7	9,8	12,3
Coste de ventas (Subcontrataciones)	-1,6	-1,5	-1,8	-2,5	-3,2
Margen Bruto	3,5	5,2	6,9	7,3	9,1
Margen Bruto/ Ingresos	68,6%	77,2%	79,5%	74,2%	74,0%
MOD (Mano de Obra Directa)	-2,6	-3,2	-3,6	-4,1	-4,4
Margen Bruto Ajustado	0,9	1,9	3,3	3,2	4,7
Margen Bruto Ajustado/ Ingresos	17,3%	29,0%	37,6%	32,7%	38,5%
MOI (Mano de Obra Indirecta)	-1,6	-2,3	-2,4	-2,3	-2,3
Otros gastos de Explotación	-1,1	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4
EBITDA recurrente	-1,9	-1,8	-0,4	-0,5	1,0
Número medio de empleados	108	134	140	141	142

Gráfico 9. Evolución del Gasto Personal vs Ingreso medio por trabajador (2017-2021)



La plantilla media en 2021 asciende a 142 trabajadores (vs 108 en 2017). El gasto de personal ha aumentado en c. EUR 0,7Mn durante el período 2019-2021 pese a que la plantilla media se ha mantenido intacta. La razón principal ha sido la contratación de personal de carácter más senior para dirigir y optimizar las operaciones en su estrategia de crecimiento. El coste relacionado con mano de obra indirecta (MOI) se ha mantenido fijo desde 2018 (c. 38% del total de gasto de personal) permitiendo a NTX apalancarse sobre sus costes de personal, y aumentar el ingreso medio por empleado hasta EUR 86,4 Mil en 2021 (1,8x el ingreso medio por empleado en 2017; Gráfico 9).

Los gastos de estructura y marketing se incluyen en los otros costes de explotación (con un componente esencialmente fijo; c.90%), cuyo peso sobre ingresos se ha diluido 10p.p. respecto a 2017 (Gráfico 10) por el crecimiento en la facturación de NTX entre 2017-2021 (+24,6% TACC) hasta suponer un 11,7% s/Ingresos en 2021.

Gráfico 10. Otros gastos de explotación (2017-2021)

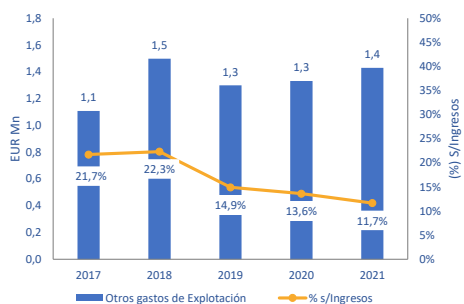
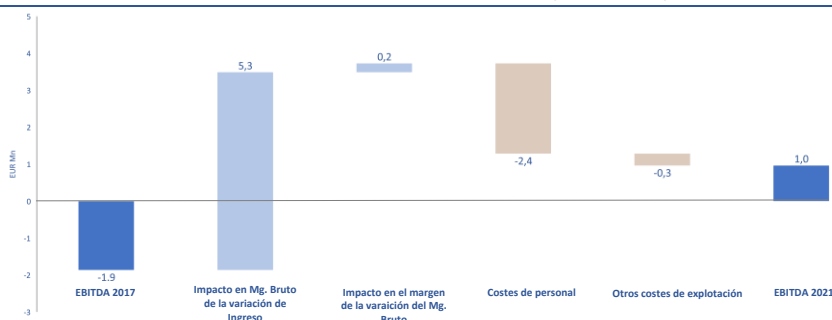


Tabla 2. Análisis de la variación acumulada del EBITDA (2017-2021)



Todo lo anterior confirma el elevado apalancamiento operativo de NTX. El crecimiento en ingresos entre 2017-2021, empujado por la línea de negocio de proyectos (gracias a contratos obtenidos con empresas de gran tamaño como Amazon), ha sido clave para superar el break-even en EBITDA rec. (EUR 1Mn en 2021). En términos de costes, NTX ha sido capaz de aprovechar economías de escala en sus costes de estructura (+12,9% TACC; incrementándose la mitad que los ingresos).

Tabla 3. De EBITDA recurrente a EBIT (2021)

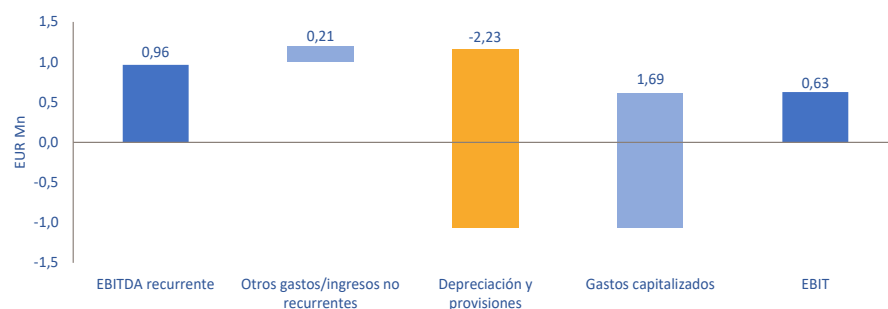
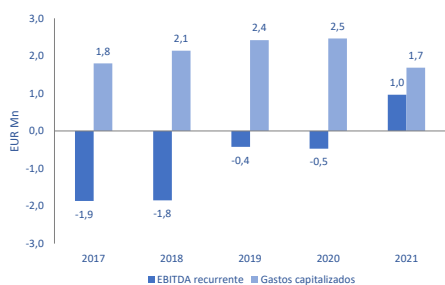


Gráfico 11. EBITDA rec. vs Gastos capitalizados (2017-2021)



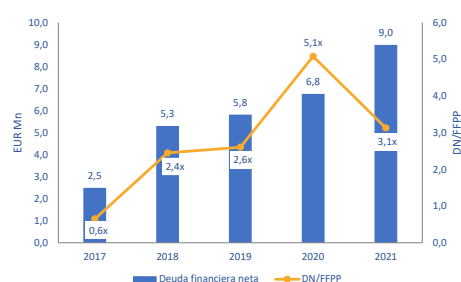
La naturaleza tecnológica del negocio de NTX implica una intensa actividad en I+D (activado en P&L) y elevadas cantidades invertidas (EUR 2,5Mn en 2020, máximo histórico), por las continuas actualizaciones de su plataforma *Netex Cloud* y el esfuerzo por mantener un producto innovador para atraer nuevos clientes. Durante el período 2017-2021, la compañía ha invertido y capitalizado EUR 12,2Mn en I+D (Gráfico 11). Lo que continuará incrementando la amortización en los próximos años. Los gastos capitalizados han permitido a NTX mantener un EBIT positivo durante los últimos 3 años (Mg. EBIT 5,1% en 2021 vs 1,8% en 2019).

¿Cómo se ha financiado este crecimiento?

A cierre del 2021, la deuda neta de NTX asciende a EUR 9Mn (DN/FFPP 3,9x; vs EUR 6,8Mn cierre 2020). La financiación necesaria para su desarrollo, dado el tamaño y momento del negocio, ha procedido de dos fuentes de financiación:

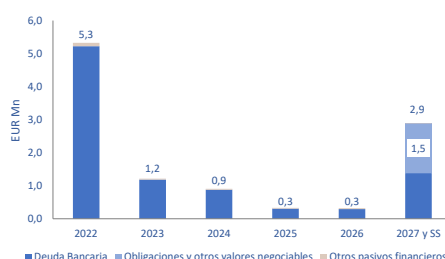
- **Financiación bancaria:** Préstamos, líneas y pólizas de crédito con entidades bancarias y créditos con organismos públicos. La deuda bancaria bruta asciende a EUR 8,5Mn en 2021 (EUR 7,6Mn en 2020).
- **Acuerdos de financiación convertible.** El 26 de noviembre de 2020, NTX llega a un acuerdo de financiación con Inveready del que ha emitido un bono convertible de EUR 1,5Mn a un precio de EUR 3,5/acción con vencimiento a 31 de diciembre de 2026. Nuestro modelo recoge estos acuerdos de financiación íntegramente dentro del cálculo de la DN.

Gráfico 12. Deuda Neta (2017-2021)



El importe de la deuda bruta total registrada en 2021 asciende a 10Mn (85% financiación bancaria y 15% bonos convertibles), de los cuales EUR 5,3Mn están registrados a corto plazo y EUR 4,7Mn distribuido hasta 2027e y ss. (Gráfico 13).

Gráfico 13. Vencimiento de deuda bancaria

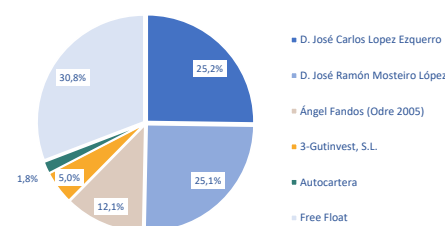


A fecha de este informe NTX, ha obtenido financiación adicional para la adquisición de Virtual College compuesto por: (i) un nuevo acuerdo de Bono convertible firmado con Inveready por importe de EUR 5,25Mn convertibles en acciones con vencimiento a 31 de diciembre de 2026 y (ii) un préstamo con Cofides por valor de EUR 2,75Mn.

El 50,3% del capital en manos de los fundadores. Free float 30,8%

Tras la salida a BME Growth (octubre de 2017) el control de NTX continúa, a partes iguales, en manos los fundadores (José Carlos López – Presidente y Consejero Delegado Solidario – y José Ramón Mosteiro – Consejero Delegado Solidario – plenamente involucrados en la gestión del negocio). Los accionistas de control no han variado en la práctica a lo largo de los últimos años. El Free Float se sitúa en el 30,8% (32,6%, incluyendo la autocartera).

Gráfico 14. Composición accionarial (2021)



Nota: Porcentaje de participación de D. José Carlos López y D. José Ramón Mosteiro incluyendo su participación directa e indirecta (a través de Webimono Investments, S.L., participada al 50% por cada uno de los fundadores y propietaria del 12,4% de NTX).

Los dos acuerdos de financiación de NTX vía bonos convertibles con Inveready son: i) Bono convertible firmado en noviembre de 2020 por valor de EUR 1,5Mn a un precio de conversión de EUR 3,5/acción y ii) un segundo bono convertible firmado en 2021 de EUR 5,25Mn a un precio de conversión de EUR 4,75/acción. Ambos bonos tienen vencimiento el 31 de diciembre de 2026e (cierre contable 2027).

La dilución máxima a asumir por la compañía, a cierre de 2027e, si Inveready convirtiese el 100% de ambos bonos convertibles en diciembre de 2026, se emitirían un total de 1.533.834 acciones (Tabla 4). Que implicaría una dilución al accionista actual de NTX del 14,7% (Tabla 5).

Tabla 4. Nº Acciones post- Conversión de Bonos **Tabla 5. Dilución máxima a asumir (%)**

Shareholder	Nº Acciones hoy (%)	Bono 1	Bono 2	Nº acciones 27e	Shareholder	Nº Acciones hoy (%)	Acumulado tras conversión total (%)	Dilución (%)
Carlos Lopez Ezquerro	2.238.123	-	-	2.238.123	José Carlos Lopez Ezquerro	25,2%	21,5%	-14,7%
José R. Mosteiro López	2.227.485	-	-	2.227.485	José Ramón Mosteiro López	25,1%	21,4%	-14,7%
Ángel Fandos (Odre 2005)	1.071.498	-	-	1.071.498	Ángel Fandos (Odre 2005)	12,1%	10,3%	-14,7%
3-Gutininvest, S.L.	443.281	-	-	443.281	3-Gutininvest, S.L.	5,0%	4,3%	-14,7%
Inveready	-	428.571	1.105.263	1.533.835	Inveready	0,0%	14,7%	n.a
Free Float	2.885.224	-	-	2.885.224	Free Float	32,5%	27,7%	-14,7%
Total acciones	8.865.610	428.571	1.105.263	10.399.445	Total acciones	100%	100%	n.a

Nota: El precio de conversión del Bono 1 es de EUR 3,5/acción y el Bono 2 precio de conversión de EUR 4,75/acción.

En definitiva, una compañía de elevado crecimiento. Y la oportunidad de aprovechar su apalancamiento operativo para seguir mejorando márgenes

Desde un punto de vista estrictamente descriptivo, estamos ante una empresa tecnológica enfocada al sector educativo (e-learning) que ha mantenido un alto crecimiento y ha mejorado sensiblemente su rentabilidad en los últimos 5 años. La "foto" hoy, se puede resumir en:

- **Una compañía capaz de crecer (orgánicamente) a doble dígito (+24,6% TACC 2017-2021).** Explicado principalmente por: i) presencia internacional que generó el 57,6% de los ingresos en 2021, ii) empuje sectorial, gracias a las ventajas que ofrece el e-learning frente a la forma de enseñanza tradicional y iii) el impulso del segmento corporativo por las necesidades de las empresas de implementar la formación basada en e-learning.
- **Una línea de negocio recurrente y con potencial de crecimiento.** La venta y renovación de licencias cuenta con un margen elevado c.90% y ha mantenido una alta tasa de crecimiento +20% TACC 2017-2021.
- **El crecimiento no orgánico es estratégico.** La compra de Virtual College (dic 2021) no debe verse como algo accidental. Es consecuencia de la decisión estratégica (no oportunista) de crecer también vía M&A, aprovechando las oportunidades de un sector que tiende a la concentración y el que las economías de escala son evidentes.
- **Sin perder de vista la mejora en rentabilidad (Mg. EBITDA rec. 7,9% en 2021).** NTX ha constatado su capacidad de apalancamiento operativo a través de una estrategia de externalización de los gastos de personal que le ha permitido mejorar su margen bruto ajustado hasta c.38% en 2021 (vs 17,3% en 2017).
- **Innovación implica Capex.** Crecer a doble dígito en e-learning es indisoluble de invertir en I+D (sea vía capitalización de gastos o Capex convencional). Una inversión que es estructural. El ratio de Inversión Total vs Ventas (2017-2021) es de 25,6%.

Tabla 6. Inversión total (2017-2021)

EUR Mn	2017	2018	2019	2020	2021	Agregado
CAPEX	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
Gastos capitalizados	1,8	2,1	2,4	2,5	1,7	10,5
Total Inversión	1,9	2,3	2,5	2,5	1,7	10,9
Total ingresos	5,1	6,7	8,7	9,8	12,3	42,6
Ratio Inversión/Ingresos	36,4%	34,4%	28,6%	25,6%	14,1%	25,6%

- **Manteniendo un nivel de deuda asumible DN/FFPP 2021 < 4x) pero sin capacidad (todavía) de generación de caja.** En 2021 la compañía superó por primera vez el break-even en EBITDA rec., lo que ha condicionado la capacidad de NTX para financiar su crecimiento. La DN asciende a EUR 9 Mn en 2021 (vs EUR 2,5Mn en 2017). A fecha de este informe, tiene suscritos los acuerdos de financiación necesarios para la adquisición de Virtual College.

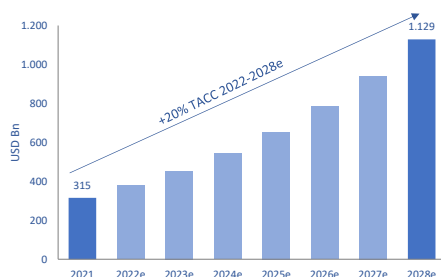
El modelo de negocio de NTX se puede sintetizar en una empresa tecnológica impulsada por la transformación digital del sector educativo, lo que le habría permitido obtener tasas de crecimiento de ingresos muy elevadas. Acompañadas de un fuerte apalancamiento operativo sobre sus costes de estructura que ha permitido mejorar márgenes y superar el break-even en EBITDA rec. (EUR 1Mn; Mg. EBITDA rec. 7,9%) ya en 2021. El apalancamiento operativo del negocio (y sus efectos) deben considerarse estructurales. Y claves para entender el modelo de negocio de NTX y operaciones como la adquisición de Virtual College.

E-learning: una industria con potencial de crecimiento a doble dígito alto (+20% TACC) gracias a la digitalización

El sector de la educación ha experimentado una profunda transformación gracias a las nuevas tecnologías. Hoy en día, la formación se puede impartir tanto de manera presencial, virtual o una combinación de ambas. El e-learning permite que los usuarios puedan acceder al contenido en cualquier momento y lugar a través de los dispositivos digitales (smartphones, tablets, portátiles). Los dos grandes tipos de clientes de este sector son el sector educativo (colegios, universidades) y el corporativo (empresas, administraciones públicas, instituciones públicas o privadas).

El sector de e-learning a nivel global tuvo una facturación en 2015 de USD 165Bn (Docebo, 2017) con unas perspectivas de crecimiento de +5% TACC (pre-Covid-19). El principal driver que impulsaba el aumento de la demanda en ese momento era la penetración de la formación online en mercados internacionales con un menor acceso a internet como América Latina, África y parte de Asia.

Gráfico 15. Evolución de los ingresos en el sector e-learning (2021-2028e)



Fuente: Global Market Insights (2022).

En 2022, el informe de Global Market Insights muestra el auge que ha experimentado esta industria tras la pandemia. El tamaño del mercado de aprendizaje online registró una facturación de USD 315Mn en 2021 (Gráfico 15), lo que representa una TACC 2015-2021 del 11,4% (doblando el crecimiento esperado pre-Covid-19).

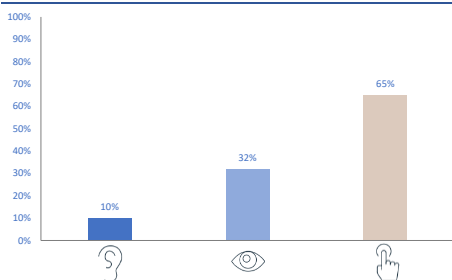
Y la previsión es que el sector siga acelerando su crecimiento: +20% TACC 2022-2028e hasta USD 1Trillion. Las razones que han hecho posible esta convulsión en el mercado son: i) las restricciones de movilidad ocasionadas por el Covid-19 que han fomentado el aprendizaje a distancia, ii) las ventajas que ofrece en términos de tiempo y coste y iii) la capacidad de los medios digitales de monitorizar el progreso de cada estudiante.

La pandemia ha generado un cambio en la sociedad que se ha reflejado en los hábitos y en la forma de consumir formación. Según la Asociación Nacional de Centros de e-Learning y Distancia (ANCED), el 83 % de las empresas españolas utilizaron la formación online en 2020 con motivo de los cambios ocasionados por la pandemia.

Las nuevas tendencias hacen que el e-learning sea más que un medio para la enseñanza tradicional

El tiempo empleado en formación tiende a ser menor del deseado por los trabajadores y, según el IEB, los cursos tienden a reducir su duración. Esta tendencia se denomina microformación, y hace referencia a los cursos que cada vez son vez más cortos e intensivos frente a la macroformación (educación tradicional en cursos con mayor duración). El cambio se produce a raíz de la necesidad de aprendizaje en cortos períodos de tiempo y la posibilidad de evitar un desembolso significativo en cursos de larga duración.

Gráfico 16. Retención del aprendizaje 3 meses después



Fuente: Everyone is within learning distance: Building skills remotely, Mckingsey.

Dentro del e-learning podemos encontrar tres tipos de cursos: i) MOOC (Cursos Masivos Abiertos) son cursos que permiten apuntarse a todo aquel que tenga interés y suelen realizarse a través de las plataformas sociales del curso, ii), SPOOC (Curso Abierto Masivo a Tu Propio Ritmo) con un carácter más personalizado sin un tiempo establecido y sin tutorización, y iii) COOC (Curso de empresas online), dónde se encontraría NTX: cursos específicamente desarrollados para compañías y únicamente destinados a empleados.

La gamificación es una técnica de aprendizaje de gran repercusión y consistente en utilizar juegos para el ámbito educativo-profesional con el fin de conseguir mejores resultados. De acuerdo con el informe de "Building skills remotely" de McKinsey (Gráfico 16), un adulto medio retiene a los 3 meses el 10% de lo que escucha (clases, conferencias), el 32% de lo que percibe a través de la vista (visitas, demostraciones, exposiciones) y el 65% de lo que ha aprendido mediante experiencia (actividades, ejercicios). Lo que refuerza la idea del beneficio de cursos interactivos a través de los dispositivos electrónicos.

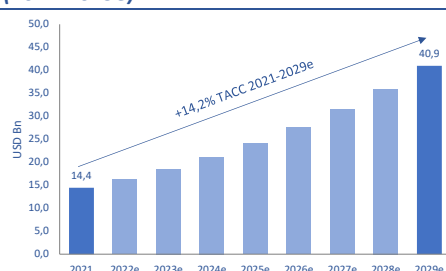
La evolución natural de la industria de la educación, hasta ahora, ha pasado por el uso de las nuevas tecnologías para el desarrollo de los procesos clásicos de aprendizaje. El uso de aplicaciones como Zoom o Teams son ejemplos de la utilización de la tecnología para desarrollar procesos de aprendizaje ya conocidos.

No obstante, el e-learning constituye un proceso completo de aprendizaje y construcción de conocimiento que mejoran la experiencia de cada usuario. Por lo que, en los próximos años, la clave va a estar en el equilibrio entre el uso de la tecnología y la transformación digital de la educación (integrando información con aplicación de conocimiento, seguimiento del progreso, colaboración y formación interactiva).

Los tres subsectores en los que podemos separar el mercado del e-learning son:

- 1. Creación y diseño de paquetes y contenido.** Dentro de este mercado se encuentran principalmente editoriales, empresas especializadas en creación de contenido educativo y universidades. El desarrollo de estos contenidos permite crear catálogos de formación, que han tenido un importante crecimiento especialmente en universidades y escuelas de formación. La oferta digital se ha convertido en una herramienta complementaria a los libros de texto tradicionales. La creación de cursos online, en los últimos tiempos, ha pasado a ser el método más utilizado en la formación de los empleados de las empresas.
- 2. Learning Management Systems y Desarrollo de apps.** Learning Management Systems (LMS) es el subsector en el que opera NTX. El objetivo de este segmento es el desarrollo de aplicaciones y software destinados al e-learning. Los programas se crean para realizar funciones administrativas, distribución, de gestión y reporting para contenidos educativos. Los portales y programas pueden estar directamente en la nube o sostenidos a través de servidores externos. El informe publicado en 2022 por Fortune Business Insights refleja que la facturación de este segmento ascendió a USD 14,4Bn en 2021. En línea con el crecimiento de la industria, se espera que tenga una tasa de crecimiento a doble dígito en los próximos ejercicios (+14,2% TACC 2021-2029e; Gráfico 17) hasta registrar USD 40,9Bn en 2029e. El desarrollo tecnológico de plataformas digitales para el sector de la educación es un factor fundamental para la distribución y acceso a los contenidos.
- 3. Distribución del contenido y apps.** Engloba el segmento de las empresas dedicadas a la distribución del contenido, desarrollado interna o externamente. Este tipo de empresas se convierten en *partners* de las empresas de contenidos y desarrollo cuyo objetivo son los clientes finales, como centros educativos, universidades o empresas.

Gráfico 17. Evolución de ingresos globales LMS (2021-2029e)



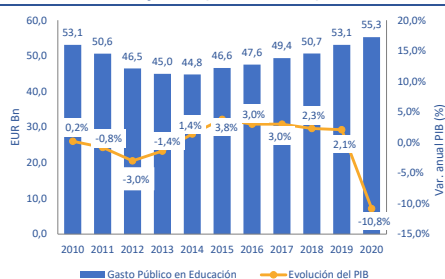
Fuente: Fortune business insights (2022).

Tabla 7. Tecnologías desarrolladas para la transmisión de contenidos digitales



Fuente: Adapting workplace learning in the time of coronavirus, McKinsey.

Gráfico 18. Evolución de la inversión pública en Educación en España (2005-2020)



Fuente: Ministerio de Educación e INE.

La digitalización y la formación online: en el centro de la transformación del sector educativo

La Asociación Nacional de Centros de E-learning y Distancia (ANCED) estima que la facturación del e-learning en España supuso EUR 5Bn en 2021. La inversión pública en Educación se ha ido incrementando desde el 2014 hasta alcanzar la cifra de EUR 55,3Bn en 2020 (vs EUR 53,1Bn en 2020), pese a la caída del PIB por el efecto del Covid-19.

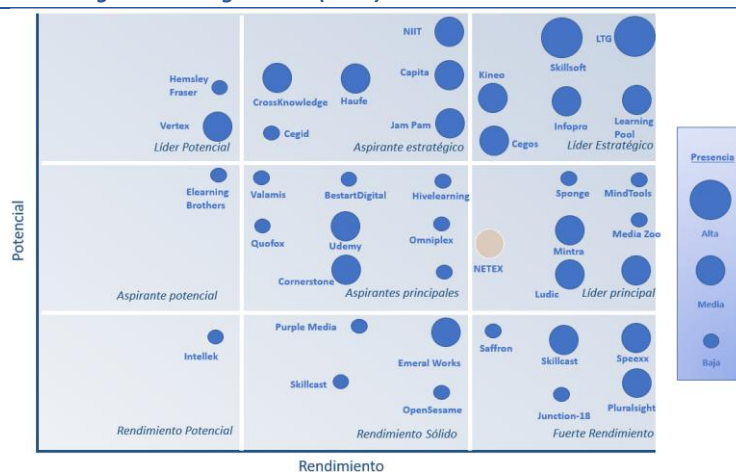
A partir de 2020, se espera que la inversión se mantenga, sin recortar el presupuesto, en parte gracias a los fondos *Next Generation* que España tiene pactados con la Unión Europea, y que según ESADE pueden alcanzar EUR 10Bn en los próximos años. El objetivo principal de estos fondos es rescatar y transformar el sistema educativo en España, lo que incluye la digitalización de los centros educativos y el uso de la formación online, incrementando la oferta de contenidos online y lo métodos mixtos de enseñanza.

Por tanto, la industria del e-learning en España, atraviesa un momento óptimo. Y los próximos años serán cruciales para la consolidación de la industria en el mercado.

La industria del e-learning está muy fragmentada. Existe un número reducido de empresas como Learning Technologies, Skillsoft o Instructure Holdings cuya facturación supera USD >200Mn y un elevado número de empresas no cotizadas que facturan < USD 20Mn (NTX Ingresos 22e: EUR 21Mn). Por lo que en la industria hay tendencia a la concentración, con el fin de aumentar la cadena de valor de las empresas que la componen y acelerar su expansión internacional.

El ranking 2022 de Fosway (consultora internacional evalúa proveedores de servicios de e-learning digitales) incluye a NTX por ofrecer servicios similares a los de grandes proveedores no cotizados como Mintra o Ludic (Gráfico 19).

Gráfico 19. TOP Digital Learning Market (2022)



Fuente: Fosway (2022).

En conclusión, la industria del e-learning se encuentra en fase de despegue (+20% TACC 2022-2028e) gracias a una megatendencia: la utilización de herramientas digitales para mejorar el aprendizaje (en todos los ámbitos y países)

La educación es un pilar fundamental de la sociedad. La evolución natural del sector educativo (como tantos otros sectores) hacia la transformación digital ha hecho del e-learning se una (mega)tendencia imparable. Desde el punto de vista de la evolución esperada para el sector del e-learning las conclusiones son tres:

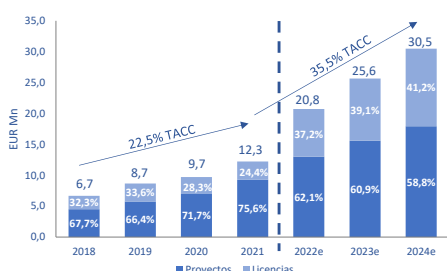
- **Crecimiento a doble dígito alto de la industria.** Tras los efectos del Covid-19, la educación a distancia se ha convertido en el día a día de muchas instituciones tanto aquellas destinadas al sector educativo como en el mundo corporativo (empresas como Amazon o Cisco están implementando el e-learning en su estrategia de formación). El crecimiento esperado por Market Global Insights refleja unas tasas de +20% TACC 2022-2028e. Esperando que la industria superare USD 1Trillion de facturación en 2028e.
- **El acceso a contenido de educación de calidad.** El contenido que se encuentra disponible online permite una mayor difusión gracias al elevado número de plataformas y dispositivos disponibles. Esta oportunidad ha hecho que los avances tecnológicos hayan hecho más sencillo el acceso de los estudiantes a cursos educativos de calidad desde cualquier lugar del mundo. Lo que en sí mismo es un acelerador del crecimiento de la formación online.
- **La personalización del aprendizaje.** Aunque en primera instancia el crecimiento se ha producido en clases virtuales (no personalizadas), a medio y largo plazo, el e-learning supone un cambio transversal en la forma de educar, teniendo como objetivo potenciar el compromiso de los estudiantes y poder realizar seguimiento y mejora de los cursos en base al progreso individual de los estudiantes, a través de formatos de educación personalizada.

Análisis financiero

2021-2024e: El M&A facilita el salto en tamaño (+35,5% TACC). Que vendrá acompañado de una sustancial mejora de márgenes

NTX ha demostrado un sólido crecimiento en ingresos durante los últimos años (+22,5% TACC 2018-2021), capeando el temporal de la crisis económica post Covid-19 y aprovechando el buen momento que atraviesa el sector del e-learning.

Gráfico 20. Evolución de ingresos (2018-2024e)



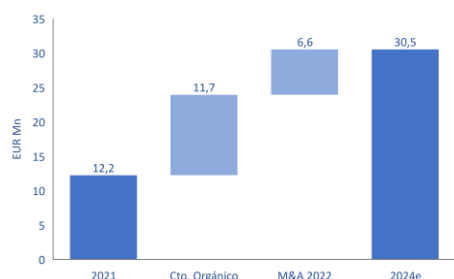
En 2021, NTX obtuvo EUR 12,3Mn en ingresos (c.1,8x -3Y). Los resultados 2021 (+25,4% vs 2020) sumado a su apalancamiento operativo, han permitido a NTX superar el break-even en EBITDA rec. por primera vez desde su salida a bolsa en 2017 (EUR 1Mn; excluyendo ingresos por subvenciones y activación de gastos capitalizados).

Por tanto, lo visto hasta ahora nos invita a plantear las siguientes cuestiones: ¿Cuál es la capacidad de crecimiento negocio? ¿Los niveles de rentabilidad podrían mejorar en un escenario de alto crecimiento? ¿Cuál es la capacidad real/estructural de generación de caja del negocio? Contestar a estas preguntas exige un análisis sistemático de la cuenta de resultados. Lo que dará criterio a la hora de valorar si esta “historia de crecimiento” es sostenible (y rentable) en el medio y largo plazo.

“Despegue” en ingresos (+35,5% TACC 2021-2024e; empujado por la adquisición de Virtual College en diciembre 2021) ...

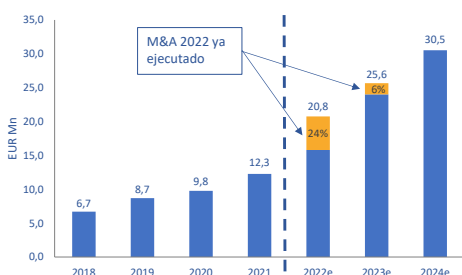
La apuesta por el desarrollo de un producto “personalizable” (LMS y contenidos) para el sector de la formación online, y la escalabilidad de su producto, sumado a la expansión internacional, han situado a NTX en buena posición para seguir creciendo. Los factores que van a determinar el ritmo de crecimiento en ingresos de NTX, y que explican nuestras estimaciones son:

Gráfico 21. Impacto del M&A en el crecimiento de ingresos (2021-2024e)



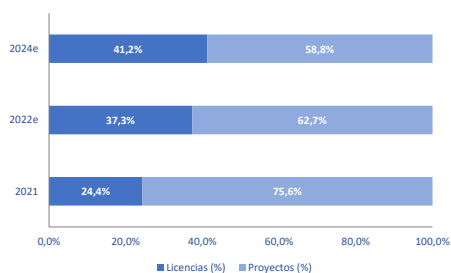
- **Impacto del M&A ya ejecutado (EUR 6,6Mn; c. 36 % del crecimiento estimado 2021-2024e).** En diciembre de 2021 NTX cierra la adquisición de Virtual College con el objetivo de ampliar su catálogo de formación (lo que le permitirá acceder a un número mayor de organizaciones y empresas con menor presupuesto destinado a la formación). Esperamos que en 2022e aporte “ya” unos ingresos de c. EUR 5Mn. Aunque será en 2023e cuando podamos ver su impacto total en ingresos, que estimamos en EUR 6,6Mn (c. 53% s/Ingresos 2021, pre-adquisición; Gráfico 21).
- **La continuidad del crecimiento orgánico a doble dígito (+25% TACC 2021-2024e).** Estimamos que en 2022e el crecimiento orgánico del negocio mantenga tasas similares a las vistas hasta ahora (c. +25%) por la apertura de nuevos mercados (USA) y la consolidación de la actividad en las oficinas ya abiertas (Europa y Latam). Más allá de 2022e, esperamos que el peso de los ingresos obtenidos fuera de España siga en aumento hasta alcanzar c.70% del mix en 2024e (vs 57,6% en 2021). A nuestro juicio, la venta y renovación de licencias (c.25% s/Ingresos 2021) aumentará su peso en el mix jugando un papel fundamental como fuente de ingresos recurrentes (c. 41% s/ingresos en 2024e).
- **Un sector en “auge”,** consecuencia de las limitaciones del Covid-19 y empujado por la transformación digital; la formación online se ha convertido en factor fundamental para el desarrollo de los trabajadores en las empresas y en los centros educativos (con un crecimiento esperado a doble dígito de la industria +20% TACC 2022-2028e).

Gráfico 22. Ingresos (2018-2024e)



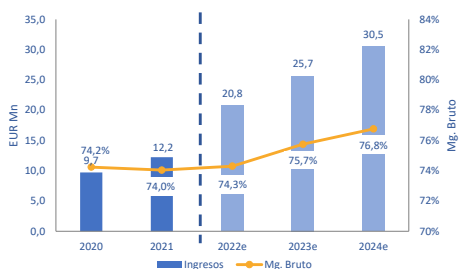
En concreto, nuestro escenario para el período 2021-2024e contempla una aceleración del crecimiento de ingresos hasta alcanzar un nivel de EUR 30,5Mn en 2024e. (Gráfico 21 y 22 +35,5% TACC 2021-2024e). Las hipótesis sobre las que nuestro modelo recoge la evolución por línea de negocio se pueden resumir en:

Gráfico 23. Mix de Ingresos (2018-2024e)



- **Licencias (+61,6% TACC 2021-2024e).** Estimamos un crecimiento significativo para la línea de venta y renovación de licencias hasta alcanzar un volumen de c. EUR 7,7Mn en 2022e (vs EUR 3,0Mn en 2021) por dos razones: (i) la adquisición de Virtual College, que debiera aportar un volumen de ingresos en licencias de c. EUR 3,7Mn en 2022e (c.75% s/Ingresos de la actividad de Virtual College destinada a la comercialización de licencias); EUR 5Mn proforma y (ii) un crecimiento orgánico de c. 35%, con el foco de NTX puesto en crecer en esta línea de negocio (de mayor margen) a través de un producto propio que elude la “comoditización”, con una base de ingresos recurrentes elevada (c. 95%) sobre un negocio escalable, incrementando la penetración en nuevos mercados. En 2024e, nuestro modelo recoge un aumento de licencias en el mix hasta el 41,2% s/Ingresos (vs 24,4% en 2021; Gráfico 23).
- **Proyectos (24,7% TACC 2021-2024e).** Pese a ser el principal negocio por volumen de ingresos en 2021 (75% s/Ingresos; por la obtención de contratos con grandes clientes como Amazon, Inditex y concursos públicos para el diseño de cursos educativos de gobiernos regionales como la Xunta de Galicia), la estrategia de NTX es enfocar sus esfuerzos en la venta de licencias. La entrada en nuevos mercados ofrece la posibilidad de obtener contratos relevantes que puedan afectar a la evolución esperada del ingreso por proyectos. Con todo, nuestro modelo contempla que, incluyendo el crecimiento inorgánico (EUR 1,2Mn en 2022e; EUR 2Mn proforma), la línea de proyectos genere EUR 13Mn en 2022e (+40,4% vs 2021).

Gráfico 24. Mg. Bruto (2018-2024e)



... y con la capacidad de aprovechar el apalancamiento operativo de su negocio para mejorar márgenes (Mg. EBITDA rec. 24,4% 2024e vs 7,9% en 2021)

Durante el período 2018-2021 el margen bruto ha fluctuado entre niveles de 74-80% principalmente por la variación en el mix de licencias y proyectos. Nuestras estimaciones recogen un margen bruto en línea con 2021 por el incremento del peso de la venta de licencias en 2022e (empujada por la adquisición de Virtual College) hasta niveles de 74,3%.

NTX es una compañía con un modelo de negocio muy intensivo en personal (c. 60% s/Ingresos en 2021). En términos de Mg. Bruto Ajustado (Ingresos – Subcontrataciones – Mano de Obra Directa), nuestro modelo recoge la continuidad en la estrategia seguida por NTX durante los últimos años de reducir el coste directo asociado a la actividad a través de subcontrataciones. La mejora en Margen Bruto Ajustado será especialmente relevante en 2024e (46,5% vs 38,5% en 2021) por 3 razones: i) mayor peso de licencias en el mix de ingresos (41,2% en 2024e vs 24,4% en 2021), ii) completa integración de Virtual College en el modelo de negocio de NTX y iii) mejora de márgenes en la línea de proyectos gracias a la internacionalización (honorarios más elevados fuera del territorio nacional).

Gráfico 25. Estructura de costes (2020-2024e)

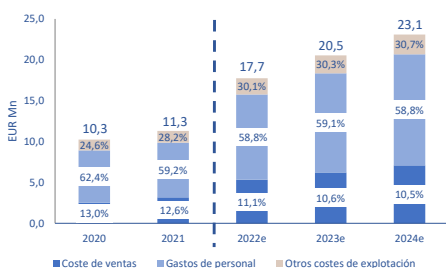
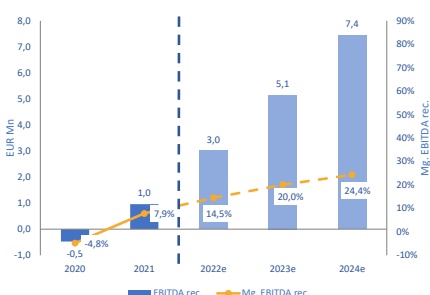


Tabla 8. Principales indicadores (2020-2024e)

EUR Mn	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Total ingresos	9,8	12,3	20,8	25,7	30,5
Subcontrataciones	-2,5	-3,2	-5,3	-6,2	-7,1
Margen Bruto	7,3	9,1	15,4	19,4	23,4
<i>Margen Bruto/ Ingresos</i>	<i>74,2%</i>	<i>74,0%</i>	<i>74,3%</i>	<i>75,7%</i>	<i>76,8%</i>
MOD (Mano de Obra Directa)	-4,1	-4,4	-6,8	-8,0	-9,2
Margen Bruto Ajustado	3,2	4,7	8,6	11,4	14,2
<i>Margen Bruto Ajustado/ Ingresos</i>	<i>32,7%</i>	<i>38,5%</i>	<i>41,6%</i>	<i>44,6%</i>	<i>46,5%</i>
MOI (Mano de Obra Indirecta)	-2,3	-2,3	-3,7	-4,1	-4,3
Otros gastos de Explotación	-1,3	-1,4	-2,0	-2,2	-2,4
EBITDA recurrente	-0,5	1,0	3,0	5,1	7,4
Número medio de empleados	141	142	224	230	250

Gráfico 26. EBITDA rec. vs Mg. EBITDA rec. (2018-2024e)

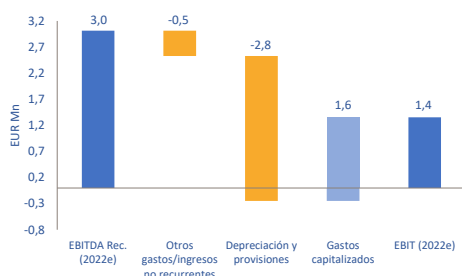


La integración de Virtual College supondrá un aumento en la plantilla de hasta 224 trabajadores en 2022e (vs 142 en 2021). Una de las ventajas del modelo de negocio es su apalancamiento operativo por lo que pese al “salto” en los costes de personal en 2022e (EUR 10,4Mn en 2022e vs EUR 6,7Mn en 2021) NTX sería capaz de mantener el incremento de esta partida (26,6% TACC 2021-2024e) por debajo del crecimiento en ingresos (+35,5% TACC 2021-2024e).

Lo que se traduce en la capacidad de NTX de mejorar su margen EBITDA rec. hasta 14,5% “ya” en 2022e, esencialmente por: i) bajo incremento de la Mano de Obra Indirecta (estimamos c.35% del gasto de personal) y ii) el componente fijo (90%) de los costes de estructura y marketing que tras la integración del M&A el gasto se situarán en EUR 2,0Mn en 2022e (vs EUR 1,4Mn en 2021).

Fuera del EBITDA Recurrente pero con impacto en EBIT estimamos:

Gráfico 27. De EBITDA a EBIT (2022e)



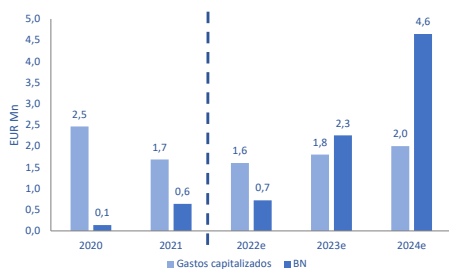
- **Otros gastos/ingresos no recurrentes**, para 2022e estimamos un gasto no recurrente de EUR 0,6Mn derivados de la adquisición de Virtual College, y un ingreso no recurrente por subvenciones recibidas por entidades públicas (EUR 0,2Mn).
- **Amortización**, esencialmente de intangibles, por importe de EUR 2,8Mn en 2022e (vs EUR 2,2Mn en 2021). Un nivel de amortización que, como resultado de la política de activación de I+D de la compañía (con una vida útil de 5 años), estimamos que crezca hasta EUR 3,1Mn en 2024e (c.13% s/Activo Bruto).
- **Activación de gastos I+D**, correspondientes, esencialmente, a gastos de personal dirigidos al desarrollo del producto que posteriormente se comercializará en forma de licencias. En 2022e estimamos una activación de gastos de I+D de EUR 1,6Mn (7,7% s/Ingresos 2022e vs EUR 1,7Mn, 13,8% s/Ingresos 2021).

Todo lo anterior se traduce en un EBIT 2022e de EUR 1,4Mn (Mg. EBIT 2022e 6,5%, +1,4p.p. 2021). Si ponemos la vista en 2024e, el fuerte crecimiento en Ingresos (EUR 30,5Mn) llevaría el EBITDA hasta 7,4Mn, lo que, supondría niveles de EBIT de c. 6,3Mn (Mg. EBIT 2024e 20,6%).

Situando el Beneficio Neto en niveles de EUR 0,7Mn en 2022e (vs EUR 0,6Mn 2021)

NTX alcanza el break-even en BN Ordinario en 2019 (EUR 0,1Mn), superándolo por primera vez en 2021 (EUR 0,6Mn) principalmente por la activación de bases impositivas y el aprovechamiento de deducciones por I+D (EUR 0,5Mn).

Gráfico 28. Gastos capitalizados vs BN (2021-2024e)



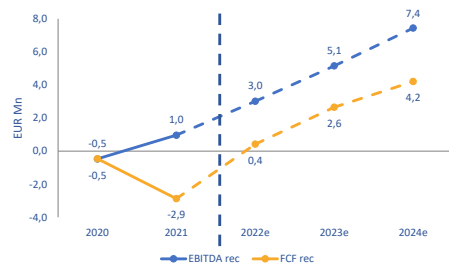
Las principales partidas que encontramos entre la línea de EBIT y el Beneficio Neto que estimamos del período 2022e-2024e corresponden a: i) gastos financieros, para los que estimamos un coste de deuda en niveles de 4% (alcanzando su máximo en 2023e con EUR 0,6Mn), ii) bases impositivas negativas acumuladas de EUR 0,5Mn en 2021 y iii) deducciones por inversión en I+D (por lo que estimamos una tasa fiscal de 10% en 2022e y niveles de 20% hasta 2024e).

El crecimiento en EBITDA estimado empujará el Beneficio Neto a partir de 2022e hasta EUR 0,7Mn (vs EUR 0,1Mn en 2019; incluyendo EUR 1,6Mn de gastos capitalizados).

Free Cash Flow: el crecimiento en EBITDA acelerará la generación de caja (aunque en 2022e estará marcada por el M&A)

El ratio de circulante se sitúa en el 34,8% de los ingresos 2021 (vs 13,1% en 2019), esencialmente por saldos pendientes de cobrar (EUR 2Mn) con entidades públicas con vencimiento mayor a 12 meses. Estimamos una mejora en el ratio para los siguientes años (Activo circulante/Ventas del c. 28% para 2022e-2024e).

Gráfico 29. EBITDA rec. vs FCF rec (2020-2024e)



Pese a que estimamos un CAPEX cercano a “cero” durante el período 2022e-2024e (CAPEX 2022e EUR 0,1Mn; en línea con el visto en 2021), la innovación continua es un requisito indispensable para un sector de elevado componente tecnológico como el del e-learning. En 2021, la Inversión Total (incluyendo gastos capitalizados de I+D + CAPEX) de NTX ascendió al 14,1% s/Ingresos. Para 2022e, estimamos un gasto capitalizado de EUR 1,6Mn, que supondrá un ratio de Inversión Total del 8,4 % s/Ingresos 2022e vs Ingresos. Una política de activación de gastos de I+D que estimamos que continúe durante todo el período estimado, alcanzando un importe de c. EUR 2Mn en 2024e (Inversión Total c. 7% s/Ingresos 2024e).

El escenario que recoge nuestro modelo debería permitir a NTX generar un FCF Recurrente positivo en 2022e de c. EUR 0,4Mn (c. 15% s/EBITDA recurrente; FCF Rec. yield 1,5%) que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 4,2Mn en 2024e (FCF Rec. yield 2024e 14,5%; Gráfico 29). Aunque el FCF total 2022e estará marcado por el M&A: estimamos un impacto de c. EUR 7,5Mn como resultado de la adquisición de Virtual College en diciembre 2021 (que se habrían desembolsado íntegramente en 2022e: Tabla 9 página siguiente).

Tabla 9. Desde EBITDA rec. hasta FCF (2022e)

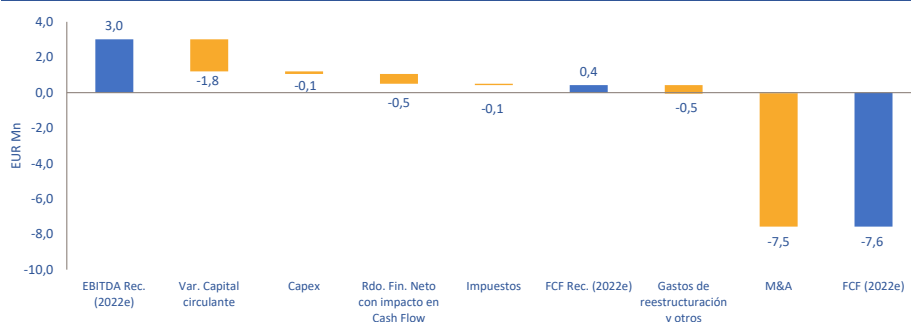
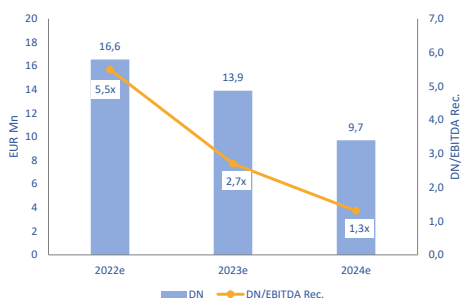


Gráfico 30. Deuda Neta (2022e-2024e)



Nota: La Deuda Neta incluye los importes correspondientes a los bonos convertibles por Inveready con vencimiento en Diciembre 2026e.

Lo que inevitablemente tendrá su reflejo en la Deuda Neta (reduciendo el ratio DN/EBITDA a partir de 2023e; DN/EBITDA 2024e 1,3x)

NTX cerró 2021 con un ratio de endeudamiento elevado (DN/FFPP 3,9x). La DN se elevó hasta EUR 9Mn, principalmente como resultado de la línea de financiación de bono convertible (EUR 1,5Mn) y la falta de generación de caja positiva en los últimos años. Nuestro modelo recoge un aumento en la DN en 2022e hasta EUR 16,6Mn (DN/EBITDA 2022e 5,5x) a raíz de los acuerdos de financiación con Inveready (EUR 5,2Mn) y préstamo con Cofides (EUR 2,7Mn) necesarios para financiar la adquisición de Virtual College.

Pese al importante salto en tamaño, las métricas de apalancamiento se mantendrán en niveles razonables a partir de 2023e (nivel máximo de DN/EBITDA 2022e de 5,5x). Y la generación de caja estimada a partir de 2023e permitirá reducir los niveles de DN/EBITDA hasta 1,3x en 2024e. Lo que deja la puerta abierta a seguir creciendo vía M&A.

En conclusión, una compañía tecnológica de alto crecimiento (+35,5% TACC 2021-2024e) con capacidad para una mejora de márgenes significativa

Pese al contexto de incertidumbre general, el sector del e-learning ha experimentado una evolución favorable en los últimos años por dos razones principales: i) efectos del Covid-19 y ii) la transformación digital. Lo que hoy ha permitido a NTX materializar unos ingresos de EUR 12,7Mn en 2021 y confirmar su paso a EBITDA positivo (EUR 1,2Mn; Mg. EBITDA 2021 9,6%). Esperamos un gran “salto” en tamaño en 2022e (facilitado por la integración de Virtual College) con niveles de facturación en 2022e de EUR 20,5Mn (+66,6% vs 2021) y EBITDA rec. EUR 3Mn. Destacamos:

- **Fuerte crecimiento en ingresos.** Las tasas de crecimiento orgánica vistas hasta ahora y la apuesta de NTX en los últimos años por la internacionalización (comienzo de actividad en USA) hacen creíble un crecimiento orgánico a doble dígito elevado (+25% TACC 2021-2024e). Lo que, sumado al crecimiento inorgánico, implicaría ingresos de EUR 30,5Mn en 2024e.
- **Apalancamiento operativo.** La capacidad de apalancamiento sobre sus costes de estructura, principalmente por el componente fijo de los gastos de explotación y la estrategia de externalización de parte del gasto de personal hace que NTX pueda aspirar a niveles de EBITDA de EUR 7,4Mn en 2024e (vs 1,2Mn en 2021).
- **Alta capacidad de conversión de EBITDA en caja** (FCF yield 2023e 9,1%). El modelo de negocio de NTX es poco intensivo en CAPEX y capital circulante. Lo que se traduce en una elevada capacidad de convertir EBITDA en caja.

Hoy, nuestro escenario central es el de consolidar EUR 7,4Mn de EBITDA en el período 2021-2024e (Mg. EBITDA 24,4%), con facturación de EUR 30,5Mn (+35,5% TACC; estando c. 36% del crecimiento explicado por el M&A ya ejecutado). Y con capacidad de generar FCF positivo a partir de 2023e, gracias al aumento del EBITDA.

El avance de resultados del 1S22 publicado el pasado 15 de junio 2022 (NTX cierra su ejercicio en septiembre) confirma la elevada capacidad de crecimiento del negocio, que alcanza los EUR 9,9Mn de facturación durante el 1S22 (+94,6% vs 1S21; empujada por la integración de Virtual College, que aportó c. EUR 1,6Mn durante los tres meses consolidados). En términos orgánicos (excluyendo el impacto de Virtual College), NTX mantiene unos crecimientos elevados (+62,6% vs 1S21, +14,8% vs 2S21 estanco).

Aunque quizás lo más interesante sea que este fuerte crecimiento “ya” pone de manifiesto el elevado apalancamiento operativo del negocio: el “salto” en ingresos del 1S22 permite a NTX generar un EBITDA Recurrente (excluyendo gastos capitalizados) de EUR 1,2Mn (Mg. EBITDA Recurrente de c. 12%, completamente en línea con el Mg. EBITDA Recurrente contemplado en nuestras estimaciones para el conjunto del año; frente a un EBITDA Recurrente que aún era negativo en el 1S21).

Por el lado del balance, la Deuda Neta 1S22 (excluyendo bonos convertibles) se incrementa hasta EUR 11,3Mn (vs EUR 7,5Mn a cierre 2021; un crecimiento explicado esencialmente por la financiación necesaria para la adquisición de Virtual College). Incluyendo los bonos convertibles con Inveready (que, a cierre del 1S22, ascienden a EUR 6,7Mn vs 1,5Mn en 2021), la Deuda Neta 1S22 se incrementa hasta EUR 17Mn (frente a EUR 9Mn en 2021 y EUR 16,6Mn de nuestra estimación para 2022e).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(6,6)	3,2	4,6	n.a.			
Market Cap	29,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	9,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			3,8%	4,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,0%	3,4%	
Risk free rate (rf)	2,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	8,0%	R (estimación propia)			7,5%	8,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,9%	Ke = Rf + (R * B)			10,5%	13,3%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	76,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	23,7%	D			=	=	
WACC	9,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,7%	11,0%	
G "Razonable"	2,5%				2,5%	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
Instructure Holdings, Inc.	INST-US	3.184,8	22,5	17,1%	21,9	27,1%	7,9	11,2%	36,1%	4,9%	20,5%
Learning Technologies Group	LTG-GB	1.068,2	14,8	10,7%	10,1	11,8%	2,0	4,6%	19,6%	5,8%	27,9%
Docebo	DCBO-CA	950,8	n.a.	74,5%	n.a.	n.a.	5,2	29,0%	n.a.	0,5%	85,2%
Skillsoft	SKIL-US	617,5	n.a.	45,4%	10,9	30,7%	2,1	20,4%	19,7%	9,8%	38,3%
D2L, Inc	DTOL-CA	288,3	n.a.	57,4%	n.a.	88,2%	1,5	19,9%	n.a.	n.a.	n.a.
E-learning			18,7	41,0%	14,3	39,5%	3,7	17,0%	25,1%	5,2%	43,0%
NTX	NTX-ES	29,0	40,1	n.a.	12,6	71,5%	1,8	21,3%	12,2%	1,5%	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	22,0%	5,7	6,7x
Central	20,0%	5,1	7,4x
Min	18,0%	4,6	8,2x

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			➔	FCF Rec./Yield 23e			
EBITDA 23e	0,6%	0,7%	0,8%		Escenario	FCF Rec./Yield 23e		
5,7	3,2	3,2	3,1		Max	11,0%	10,9%	10,8%
5,1	2,7	2,6	2,6		Central	9,2%	9,1%	9,0%
4,6	2,2	2,1	2,1		Min	7,5%	7,4%	7,3%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow.

- 1. Competencia y riesgo comercial:** La industria del e-learning se encuentra de por sí muy fragmentada, lo que puede suponer para una empresa como NTX un riesgo comercial de pérdida de clientes y de aparición de competidores con una tecnología más atractiva que puede conllevar una reducción en la actividad esperada. Una desaceleración de 5p.p. del crecimiento orgánico esperado en ingresos en 2022e implicaría una reducción del -20% en EBITDA recurrente.
- 2. M&A.** El éxito de la integración del M&A realizado durante 2022e es un factor esencial para el desarrollo del negocio en los próximos años. Una integración más lenta de lo esperado podría suponer una reducción en el Mg. Bruto de 4 p.p. hasta el 70% (vs 74,3% estimado). Lo que supondría una caída en EBITDA recurrente hasta niveles de EUR 2,1Mn (vs EUR 3Mn de nuestro escenario central). A m/p y l/p una creciente actividad corporativa puede conllevar un aumento en la competencia en los procesos de compra con riesgo de destrucción de valor y sobrecostes en adquisiciones (con posible impacto en márgenes).
- 3. Elevada presencia de activos intangibles vinculados a I+D en su balance:** A 30 de septiembre de 2021, NTX tiene registrados EUR 6,1Mn en concepto de Desarrollos (c. 40% del activo Bruto). El riesgo inherente a la activación del I+D expone a NTX a sus potenciales deterioros por falta de viabilidad y el aumento progresivo del gasto por amortización impactando en su P/L.
- 4. Un menor apalancamiento operativo del estimado.** Nuestras estimaciones consideran una reducción en los gastos de personal sobre ingresos hasta niveles de 50,3% en 2022e (vs 54,5% en 2021). Mantener los gastos de personal en el 54,5% reduciría el margen EBITDA rec. 2022e hasta el 10,2% (vs 14,5% estimado). Lo que implicaría una contracción del EBITDA rec. 2022e estimado del 29,4%.
- 5. Endeudamiento y evolución de los tipos de interés.** La inversión realizada en la adquisición de Virtual College condiciona el período 2022e-2024e teniendo su reflejo (lógico) en un crecimiento de la deuda hasta niveles de EUR 16,6Mn en 2022e (DN/EBITDA 5,5x y gasto financiero de c. EUR 0,5Mn; coste de la deuda c. 4%). Por lo que consideramos el nivel de endeudamiento un riesgo (DN/EBITDA 5,5x en 2022e vs 1,3x en 2024e), mitigado por la capacidad de NTX de generar FCF positivo (a partir de 2023e). Cuyo retraso pondría en riesgo la capacidad de la empresa de captar capital adicional a través de financiación bancaria en condiciones favorables.
- 6. Riesgo derivado del tipo de cambio:** NTX está expuesta a riesgo divisa tanto por las transacciones internacionales realizadas, como por la consolidación de filiales no euro. El aumento de la exposición a países ajenos a la Eurozona conllevará un mayor riesgo divisa (hoy concentrado en libra, dólar americano, real brasileño, peso mexicano). En 2021 c.12% de las ventas del Grupo se realizaron en monedas diferentes al euro, NTX puede experimentar un impacto significativo en su P&L como consecuencia de la variación en el valor de otras divisas frente al EUR.
- 7. Disrupción tecnológica:** El negocio de NTX depende directamente de productos y servicios esencialmente tecnológicos destinados al sector de la educación, 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 NTX a los mismos es en sí misma, un riesgo.

Un Consejo de Administración en manos de los fundadores /gestores de la compañía

Tabla 10. Estructura accionarial

Nombre	Directo	Indirecto	Total
José Carlos López Ezquerro	19,0%	6,2%	25,2%
José Ramón Mosteiro López	18,9%	6,2%	25,1%
Wemibono Investments, S.L.	12,5%	-	-
Ángel Fandos (Odre 2005)	12,1%	-	12,1%
3-Gutininvest, S.L.	5,0%	-	5,0%
Free Float	32,6%	-	32,6%
TOTAL	100%		

Nota: José Carlos López Ezquerro y José Ramón Mosteiro poseen un 6,2% cada uno de forma indirecta a través de Webimono Investments, S.L., participada al 50% por cada uno de los fundadores.

Tabla 11. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Fecha	%Capital ¹
José Carlos López Ezquerro	Dominical	2017	25,2%
José Ramón Mosteiro López	Dominical	2017	25,1%
Francisco Javier Sánchez	Independiente	2017	0,0%
Ángel Fandos (Odre 2005)	Dominical	2021	12,1%
Ramón Ruiz	Secretario no consejero	2017	0,0%
Total			62,5%

Nota: incluyendo participación directa e indirecta.

Fundada en 1997 por José Carlos López Ezquerro y José Ramón Mosteiro, NTX cotiza en BME Growth desde octubre de 2017. Su capital se encuentra, esencialmente, en manos de sus fundadores (50,3% s/capital) que controlan a través de: i) participación directa (c. 19% cada uno) y ii) participación indirecta (c. 6,2% cada uno) a través de Webimono Investments. Sin presencia de consejeros ejecutivos “puros” (sin participación accionarial significativa). Destacamos los siguientes puntos:

- Un consejo de administración con alta exposición al precio de la acción...** En su conjunto, el Consejo de Administración controla el 62,5% del capital de NTX, con un “núcleo duro” (compuesto por José Carlos López Ezquerro – Presidente del Consejo de Administración –, y José Ramón Mosteiro) que se ha mantenido estable desde su fundación. Lo que asegura una plena alineación de intereses con los accionistas minoritarios (Free Float 32,6%). De acuerdo con los estatutos, el plazo de duración de los cargos de los administradores será de 6 años, sin perjuicio de su reelección o de la facultad de la Junta General de proceder a su cese.
- ... y plenamente involucrado en la gestión de la compañía,** con dos de sus cuatro miembros ejecutivos: José Carlos López Ezquerro y José Ramón Mosteiro, socios fundadores de NTX, con los cargos de CEO y CTO, respectivamente.
- Parcialmente renovado en 2021.** Durante los dos últimos años, 2 consejeros han dejado su cargo; i) en junio de 2021, Pedro Antonio Nuñez (en representación de Vigo Activo) deja su cargo tras la venta de la participación, ii) Telesforo Veiga renuncia a su posición en diciembre de 2021 por incompatibilidades con el cargo. Tras la venta de la participación de Vigo Activo a Odre 2005 (junio 2021), Ángel Fandos entra en el Consejo de Administración como representante de este último en noviembre de 2021. Lo que deja un Consejo de Administración, a fecha de este informe, compuesto por 4 miembros (Tabla 11), de los que 3 son dominicales (75%) y 1 independiente (25%).

Tabla 12. Principales indicadores del Gobierno Corporativo

KPI	2019	2020	2021	Hoy
% de consejeros independientes	40,0%	40,0%	50,0%	25,0%
% de consejeros dominicales	60,0%	60,0%	50,0%	75,0%
% de consejeros ejecutivos*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Número de Consejeros	5	5	4	4
% Remuneración del Consejo/gastos de personal	4,2%	3,1%	4,6%	3,1%

*Nota: Adicionalmente a su condición de consejeros dominicales, José Carlos López Ezquerro y José Ramón Mosteiro López desempeñan funciones ejecutivas al ostentar las posiciones de CEO y CTO, respectivamente.

- Baja presencia de consejeros independientes.** Tras la renuncia de Telesforo Veiga (independiente) en diciembre de 2021, NTX cuenta con un único consejero independiente en su Consejo de Administración (Francisco Javier Sánchez con perfil financiero – Presidente de la Comisión de Nombramiento y Retribuciones). El 33,3% de los miembros de la Comisión de Auditoría, Control y Cumplimiento y de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones son independientes.
- Retribución del Consejo de Administración.** La retribución del Consejo se ha mantenido estable por debajo del 5% s/gastos de personal durante el período 2017-2021. En concreto, en 2021 la remuneración del Consejo de Administración ascendió a EUR 0,3Mn (en línea con los ejercicios anteriores; c. 5% s/gastos de personal) pese a la reducción de consejeros en 2021 (4 en 2021 vs 5 de ejercicios anteriores).

6. **Con cláusulas de blindaje para sus fundadores.** Existen cláusulas de blindaje para José Carlos López Ezquerro (CEO) y José Ramón Mosteiro López (CTO) en las que se establece que, en caso de cese de su cargo, ambos deberían percibir el equivalente a 12 mensualidades de sueldo fijo.
7. **Retribución de la alta dirección.** La retribución máxima y conjunta para los fundadores, por sus funciones de Administradores y por su labor ejecutiva, es de EUR 162Miles. La retribución a la alta dirección en 2021 asciende a EUR 188Miles (vs EUR 244Miles de euros en 2020; que adicionalmente fue un ejercicio de 9 meses por el cambio de cierre contable).
8. **Y sin preverse retribución al accionista en el medio plazo.** No existe ningún compromiso en relación con el pago de dividendo. Hoy, el principal foco de NTX está en la integración de Virtual College en la actividad de la empresa. Por tanto, el objetivo (a corto y medio plazo) es el de rentabilizar el crecimiento del negocio. Y en ese contexto prevemos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos dos años.
9. **Transacciones con partes vinculadas.** Poco significativas. A cierre del ejercicio 2021 las transacciones con partes vinculadas se reducen al arrendamiento de un inmueble situado en La Coruña por importe de EUR 51Miles (vs EUR 37Miles en 2020) cuyo arrendador es José Carlos Ezquerro. Los saldos con partes vinculadas en activo corresponden, esencialmente, a créditos a empresas vinculadas por un importe en 2021 de EUR 0,7Miles (vs EUR 0,3Mn en 2020).

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	5,0	5,5	6,2	6,5	6,1	4,9	3,2	2,1		
Inmovilizado material	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	8,0	8,1	8,4		
Otros activos no corrientes	0,1	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5		
Inmovilizado financiero	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	2,8	4,0	4,4	3,7	7,1	9,6	11,1	12,9		
Total activo	8,5	10,4	11,4	11,1	14,3	23,3	23,2	24,1		
Patrimonio neto	3,8	2,2	2,2	1,3	2,3	3,0	5,3	9,9		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	2,5	5,3	5,8	6,8	9,0	16,6	13,9	9,7		
Pasivo circulante	2,0	2,8	3,2	2,8	2,9	3,5	3,9	4,3		
Total pasivo	8,5	10,4	11,4	11,1	14,3	23,3	23,2	24,1		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
Total Ingresos	5,1	6,7	8,7	9,8	12,3	20,8	25,7	30,5	24,6%	35,5%
Cto. Total Ingresos	-6,2%	31,6%	29,8%	12,4%	25,4%	69,2%	23,7%	18,9%		
Coste de ventas	(1,6)	(1,5)	(1,8)	(2,5)	(3,2)	(5,3)	(6,2)	(7,1)		
Margen Bruto	3,5	5,2	6,9	7,3	9,1	15,4	19,4	23,4	27,0%	37,2%
Margen Bruto / Ingresos	68,6%	77,2%	79,5%	74,2%	74,0%	74,3%	75,7%	76,8%		
Gastos de personal	(4,2)	(5,5)	(6,0)	(6,4)	(6,7)	(10,4)	(12,1)	(13,6)		
Otros costes de explotación	(1,1)	(1,5)	(1,3)	(1,3)	(1,4)	(2,0)	(2,2)	(2,4)		
EBITDA recurrente	(1,9)	(1,8)	(0,4)	(0,5)	1,0	3,0	5,1	7,4	26,0%	97,6%
Cto. EBITDA recurrente	n.a.	0,8%	77,0%	-10,8%	304,8%	212,3%	70,9%	44,5%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,9%	14,5%	20,0%	24,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	(0,0)	(0,0)	0,2	0,2	(0,5)	-	-		
EBITDA	(2,0)	(1,9)	(0,4)	(0,2)	1,2	2,5	5,1	7,4	27,0%	85,1%
Depreciación y provisiones	(1,8)	(1,7)	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(2,8)	(3,5)	(3,1)		
Gastos capitalizados	1,8	2,1	2,4	2,5	1,7	1,6	1,8	2,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(1,9)	(1,4)	0,2	0,3	0,6	1,4	3,5	6,3	23,5%	n.a.
Cto. EBIT	-673,8%	26,1%	111,2%	60,2%	143,8%	116,1%	155,4%	82,3%		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	1,8%	2,6%	5,1%	6,5%	13,5%	20,6%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(2,2)	(1,6)	(0,0)	0,0	0,2	0,8	2,8	5,8	20,2%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario	n.a.	25,1%	97,3%	128,7%	n.a.	328,3%	249,5%	106,2%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(2,2)	(1,6)	(0,0)	0,0	0,2	0,8	2,8	5,8	20,2%	n.a.
Impuestos	(0,0)	(0,0)	0,1	0,1	0,5	(0,1)	(0,6)	(1,2)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(2,2)	(1,6)	0,1	0,1	0,6	0,7	2,2	4,6	23,1%	93,4%
Cto. Beneficio neto	n.a.	25,1%	104,6%	86,4%	358,7%	13,0%	210,6%	106,2%		
Beneficio ordinario neto	(2,1)	(1,6)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	1,2	2,2	4,6	68,5%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	23,4%	98,7%	-980,1%	90,7%	n.a.	94,0%	106,2%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	17-21	21-24e
EBITDA recurrente						3,0	5,1	7,4	26,0%	97,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(1,8)	(1,1)	(1,4)		
Cash Flow operativo recurrente						1,2	4,0	6,1	-40,8%	65,7%
CAPEX						(0,1)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,6)	(0,5)		
Impuestos						(0,1)	(0,6)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						0,4	2,6	4,2	-33,3%	51,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones ⁽¹⁾						(7,5)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(7,6)	2,6	4,2	-27,5%	53,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						7,6	(2,6)	(4,2)		

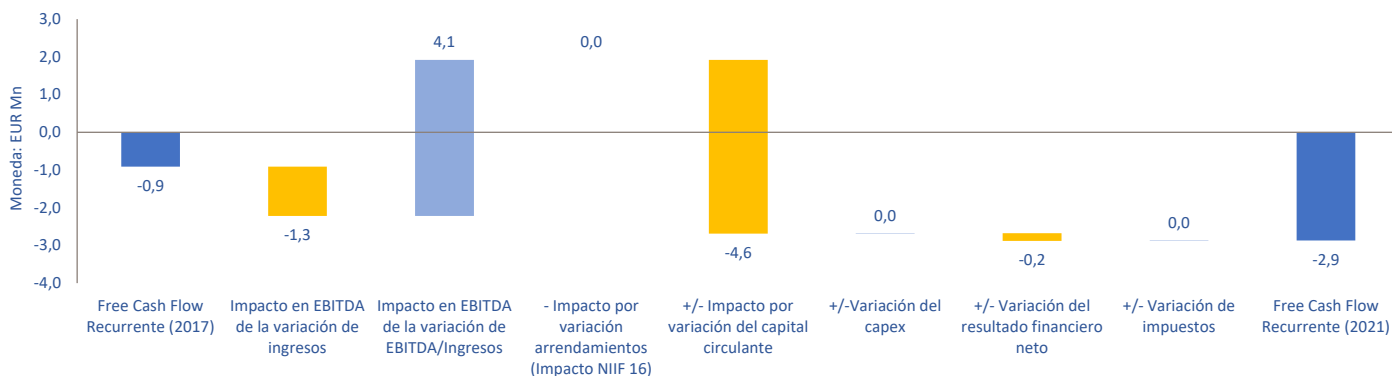
(1) Adquisiciones: EUR 7,5Mn correspondientes a la adquisición de Virtual College (incluyendo su Deuda Neta; importe estimado por Lighthouse)

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

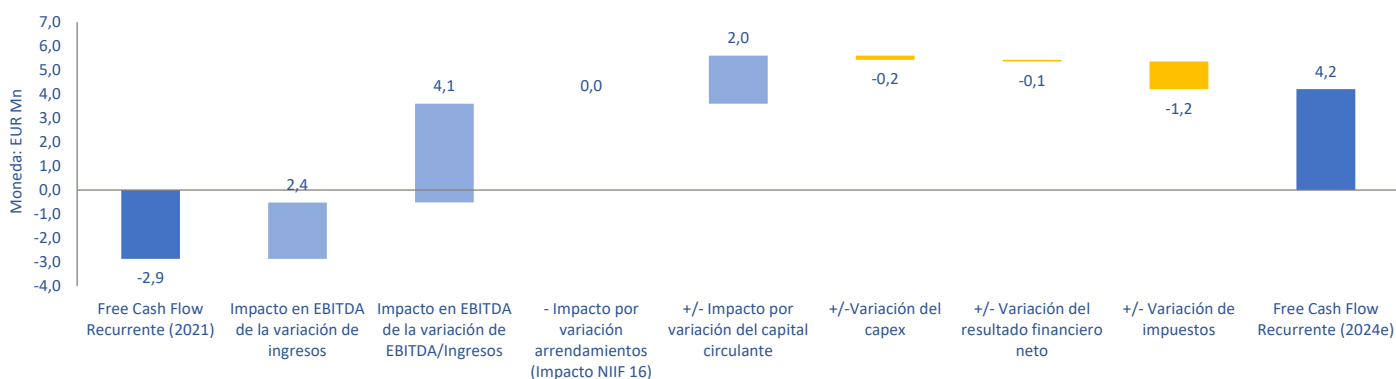
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	(1,8)	(0,4)	(0,5)	1,0	3,0	5,1	7,4	36,1%	97,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	0,8%	77,0%	-10,8%	304,8%	212,3%	70,9%	44,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	7,9%	14,5%	20,0%	24,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	0,1	0,2	(3,4)	(1,8)	(1,1)	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,3)	(0,3)	(0,2)	(2,4)	1,2	4,0	6,1	-0,7%	65,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-284,2%	86,1%	26,5%	-902,4%	150,3%	236,1%	50,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,8%	15,7%	19,9%		
- CAPEX	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,5)		
- Impuestos	(0,0)	-	-	-	(0,1)	(0,6)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	(2,7)	(0,6)	(0,5)	(2,9)	0,4	2,6	4,2	-1,9%	51,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-198,1%	78,1%	22,8%	-526,6%	114,8%	522,0%	58,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,1%	10,3%	13,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,0)	(0,0)	0,2	0,2	(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones ⁽¹⁾	-	-	-	-	(7,5)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(2,7)	(0,6)	(0,2)	(2,7)	(7,6)	2,6	4,2	1,1%	53,0%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-173,1%	77,5%	63,4%	n.a.	-184,4%	135,0%	58,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,5%	9,1%	14,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,1%	14,5%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0,9)	(2,7)	(0,6)	(0,5)	(2,9)	0,4	2,6		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,6)	(0,5)	(0,1)	(0,1)	0,7	0,7	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,6	2,0	0,0	1,6	1,4	1,4	1,3		
= Variación EBITDA recurrente	0,0	1,4	(0,0)	1,4	2,0	2,1	2,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,7)	0,6	0,1	(3,6)	1,5	0,7	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,7)	2,0	0,1	(2,2)	3,6	2,8	2,0		
+/- Variación del CAPEX	(0,1)	0,1	0,0	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,0)	0,0	(0,3)	(0,1)	(0,1)	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,0	0,0	-	-	(0,1)	(0,5)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,8)	2,1	0,1	(2,4)	3,3	2,2	1,6		
Free Cash Flow Recurrente	(2,7)	(0,6)	(0,5)	(2,9)	0,4	2,6	4,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(1,4)	0,2	0,3	0,6	1,4	3,5	6,3	34,6%	n.a.
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,1)	(0,7)	(1,3)		
EBITDA recurrente	(1,8)	(0,4)	(0,5)	1,0	3,0	5,1	7,4	36,1%	97,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	0,1	0,2	(3,4)	(1,8)	(1,1)	(1,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,3)	(0,3)	(0,2)	(2,4)	1,2	4,0	6,1	-0,7%	65,7%
- CAPEX	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,1)	(0,7)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,5)	(0,4)	(0,3)	(2,4)	0,9	3,2	4,6	1,0%	57,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-277,6%	84,5%	27,0%	-757,0%	137,9%	244,0%	45,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,4%	12,3%	15,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones ⁽¹⁾	-	-	-	-	(7,5)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(2,5)	(0,4)	(0,3)	(2,4)	(6,6)	3,2	4,6	1,0%	57,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-277,6%	84,5%	27,0%	-757,0%	-171,2%	148,1%	45,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,4%	8,4%	12,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,4%	12,2%		

(1) Adquisiciones: EUR 7,5Mn correspondientes a la adquisición de Virtual College (incluyendo su Deuda Neta; importe estimado por Lighthouse)

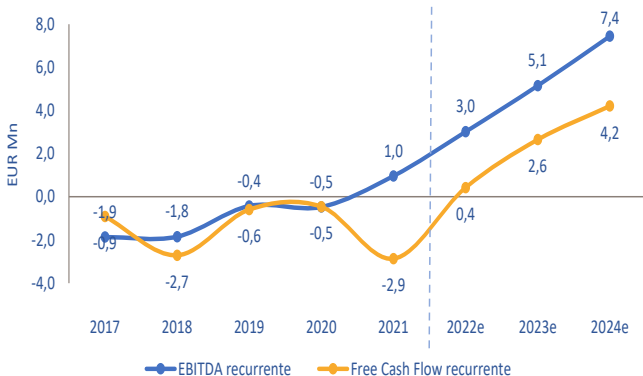
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



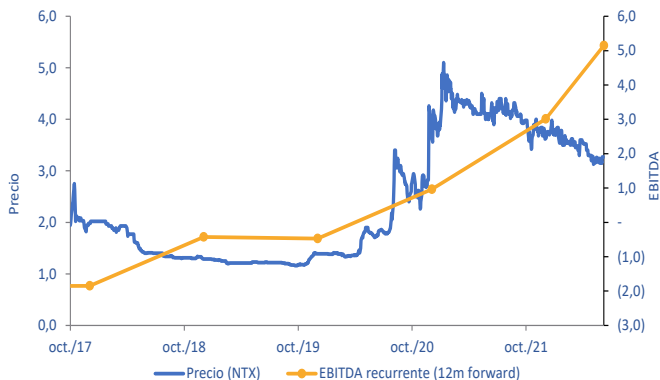
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



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	29,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 12m 2021
+ Deuda financiera neta	9,0	Rdos. 12m 2021
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2021
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	37,9	

Anexo 4. Principales comparables 2022e

		E-learning						
		Instructure Holdings, Inc.	Learning Technologies Group	Docebo	Skillsoft	D2L, Inc	Average	NTX
EUR Mn								
Datos Mercado	Ticker (Factset)	INST-US	LTG-GB	DCBO-CA	SKIL-US	DTOL-CA		NTX-ES
	País	United States	United Kingdom	Canada	United States	Canada		Spain
	Market cap	3.184,8	1.068,2	950,8	617,5	288,3		29,0
	Enterprise value (EV)	3.598,3	1.254,9	755,8	1.193,7	207,8		37,9
Información financiera básica	Total Ingresos	455,4	636,3	144,8	556,6	142,8		20,8
	Cto. Total Ingresos	14,5%	110,9%	47,7%	n.a.	12,5%	46,4%	69,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	11,2%	4,6%	29,0%	20,4%	19,9%	17,0%	21,3%
	EBITDA	164,6	124,9	(2,3)	109,6	(64,6)		2,5
	Cto. EBITDA	49,3%	18,5%	75,7%	n.a.	n.a.	47,9%	115,8%
	2y TACC (2022e - 2024e)	27,1%	11,8%	n.a.	30,7%	88,2%	39,5%	71,5%
	EBITDA/Ingresos	36,1%	19,6%	n.a.	19,7%	n.a.	25,1%	12,2%
	EBIT	159,5	111,3	(10,2)	(48,8)	(67,9)		1,4
	Cto. EBIT	740,4%	73,9%	11,4%	n.a.	n.a.	275,3%	116,1%
	2y TACC (2022e - 2024e)	16,3%	12,2%	72,1%	47,2%	60,3%	41,6%	n.a.
	EBIT/Ingresos	35,0%	17,5%	n.a.	n.a.	n.a.	26,3%	6,5%
	Beneficio Neto	(27,1)	77,3	(14,2)	(94,2)	(91,8)		0,7
	Cto. Beneficio Neto	68,8%	343,7%	-10,7%	-32,6%	-120,3%	49,8%	13,0%
	2y TACC (2022e - 2024e)	7,8%	12,8%	63,9%	77,5%	58,3%	44,0%	n.a.
	CAPEX/Ventas	1,2%	1,6%	1,0%	2,3%	0,5%	1,3%	0,7%
Free Cash Flow	154,7	61,7	4,7	60,3	(0,6)		(7,6)	
Deuda financiera Neta	174,0	137,6	(214,4)	385,4	(107,6)		16,6	
DN/EBITDA (x)	1,1	1,1	n.a.	3,5	n.a.	1,9	5,5	
Pay-out	0,0%	13,6%	n.a.	0,0%	n.a.	4,5%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	22,5	14,8	n.a.	n.a.	n.a.	18,7	40,1
	P/BV (x)	2,6	n.a.	5,2	0,5	4,0	3,1	9,6
	EV/Ingresos (x)	7,9	2,0	5,2	2,1	1,5	3,7	1,8
	EV/EBITDA (x)	21,9	10,1	n.a.	10,9	n.a.	14,3	12,6
	EV/EBIT (x)	22,6	11,3	n.a.	n.a.	n.a.	16,9	28,0
	ROE	11,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,5	27,0
	FCF Yield (%)	4,9	5,8	0,5	9,8	n.a.	5,2	1,5
	DPA	0,00	0,01	n.a.	0,00	n.a.	0,00	0,00
	Dvd Yield	0,0%	1,0%	n.a.	0,0%	n.a.	0,3%	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
07-Jul-2022	n.a.	3,27	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

