

Sector: *Tecnología**Fuerte aumento de resultados 1S 2023, nuestra recomendación sigue siendo Comprar***Netex**

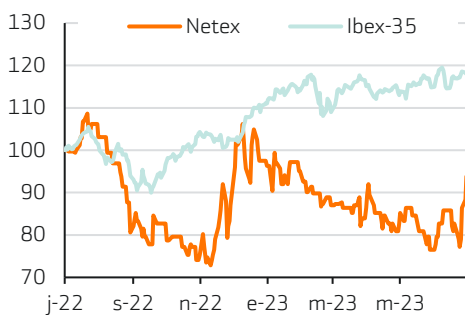
Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **5,00€**  
 Potencial: **+64,5%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

**Datos**

Precio 25/07/2023; Cierre (€)	3,040
Nº acciones (M)	8,9
Capitalización (M€)	27,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	3,52 / 2,36
Comportamiento en 2023	-7,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	NTX.MC / NTX.SM

Mn€	2022	2023e	2024e	2025e
BNA	-1,3	1,2	3,0	4,7
% inc.	n.r.	n.r.	153,1	56,9
EBITDA	3,3	6,0	8,3	10,4
% inc.	13,8	84,4	37,9	25,2
BPA (€)	-0,15	0,13	0,34	0,53
% inc.	n.r.	n.r.	153,1	56,9
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER (x)	n.r.	22,7	9,0	5,7
VE/EBITDA (x)	11,1	6,3	4,2	2,9
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
PVC (x)	26,0	12,8	5,3	2,7

Ratios	2022	2023e	2024e	2025e
DFN/EBITDA (x)	3,7	2,8	1,7	0,9
DFN/FF.PP. (x)	5,2	4,8	2,1	0,8
CF Op./DFN (%)	17,6	5,8	22,8	50,4
DFN/CE (x)	0,8	0,8	0,7	0,4
EBITDA/CE (x)	0,2	0,3	0,4	0,5
ROCE (%)	n.r.	11,2	20,1	28,3
ROE (%)	n.r.	56,3	58,8	48,0

**Evolución bursátil**

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	22,6	4,8	-6,2
Relativo	19,9	2,4	-24,1

**Accionariado**

Equipo directivo:	50,5%
Odre 2005:	12,1%
3-Gutinvest:	5,0%
Autocartera:	1,8%

Fuentes: *Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV*

Los resultados evolucionan en línea con lo esperado en el primer semestre de 2023. Las ventas crecen +20% y el EBITDA +47%. Estos resultados resaltan la buena marcha del negocio, impulsado por la contribución de la británica Virtual College adquirida a principios de 2022, la buena evolución a nivel orgánico y, el negocio en EE.UU. Todo apunta a que la integración de Virtual College ha sido un éxito y que las economías de escala junto con el apalancamiento operativo de Netex impulsan los beneficios por encima del crecimiento de las ventas. Esperamos que esta tendencia positiva continúe. El *cash flow* libre es positivo. Mantenemos invariado nuestro Precio Objetivo de 5,00 €/acción. La valoración es atractiva, con un VE/EBITDA 2023e de 6,3x y 4,2x para 2024e. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

**Los resultados 1S 2023 destacan por los elevados crecimientos de ventas y EBITDA**

Las principales magnitudes del primer semestre cerrado a 31 de marzo de 2023 son: ventas 11,83M€ (+19,7%) donde las ventas de Licencias alcanzan 3,39M€ (+21,4%) y las ventas de Servicios 8,44M€ (+19,0%). EBITDA ajustado 2,91M€ (+46,7%), EBITDA 2,44M€ (+82,9%), margen EBITDA 24,6% (+4,5 p.p.), EBIT 0,14M€ (vs -0,08M€ en 1S 2022), BNA -0,49M€ (-0,48M€ en 1S 2022), BNA ajustado +0,45M€ (+171%), *cash flow* libre +1,80M€ (-0,99M€ en 1S 2022). La deuda financiera neta son 9,56M€ (-20% en 2023), no incluye 6,75M€ en bonos convertibles que vencen en diciembre de 2026. La ratio de endeudamiento es 1,8x EBITDA (2,8x en 4T 2022). [Link a los resultados](#).

**Los resultados están impulsados por el crecimiento orgánico, la adquisición de Virtual College y, la apertura de una filial en EE.UU.**

En los primeros seis meses del ejercicio se ha logrado el 45% de nuestra estimación de ventas 2023e y el 49% del EBITDA. El crecimiento de las ventas combina el crecimiento orgánico de la compañía con la integración con Virtual College (adquirida en diciembre de 2021) y, la filial recientemente abierta en los EE.UU. A la vista de la estacionalidad del negocio, en el que las ventas y beneficios tradicionalmente han sido superiores en el segundo semestre, creemos que se alcanzarán nuestras estimaciones. Entendemos que el aumento del margen EBITDA refleja principalmente las sinergias derivadas de la integración con Virtual College. Esperamos que esta tendencia de mejora de márgenes aumente a medida que se generan nuevas sinergias y también por el efecto del apalancamiento operativo de Netex. Las NOF disminuyen al 7% de las ventas vs. 18% promedio en 2019-2022. Vemos lógico que esta ratio se aproxime a su promedio histórico.

**Reiteramos nuestro Pr. Obj. de 5,00 €/acc y recomendamos Comprar**

Mantenemos invariado nuestro Precio Objetivo de 5,00 €/acc., este es ahora para dic-2024. La valoración es atractiva, con un VE/EBITDA 2023e de 6,3x y 4,2x para 2024e. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar. El potencial de revalorización resultante es +64,5%.

## El crecimiento de las ventas y resultados es elevada

- Las ventas aumentan en 1S 2023 a 11,83M€ (+19,7% a/a). Las ventas de Licencias aumentan +21,4% y las de Servicios +19,0%.
- El EBITDA ajustado (elimina el efecto de la adquisición e integración de la británica Virtual College, incorporada al perímetro en enero de 2022) aumenta a 2,91M€ (+46,7%). El margen aumenta a 24,6% vs 20,1% en 1S 2022.
- El *cash flow* libre es positivo y alcanza 1,80M€ vs. -0,99M€ en 1S 2022.
- El endeudamiento neto se reduce a 9,56M€ (-20% en 2023). Adicionalmente, hay dos bonos convertibles emitidos con vencimientos diciembre de 2026 por 6,75M€ y precios de conversión 3,50 €/acc (para un primer bono de 1,50M€) y 4,75 €/acc (un segundo bono 5,25M€).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Miles de euros	1S 2022	2S 2022	1S 2023	Var. a/a (%)
Licencias	2.793	3.622	3.391	21,4
Servicios	7.089	7.314	8.436	19,0
<b>Ventas</b>	<b>9.882</b>	<b>10.936</b>	<b>11.826</b>	<b>19,7</b>
Otros ingresos	92	105	100	9,0
Aprovisionamientos	-3.081	-3.037	-2.998	-2,7
Gastos capitalizados	775	1.408	592	-23,6
Gastos de explotación	-6.331	-7.495	-7.076	11,8
<b>EBITDA</b>	<b>1.337</b>	<b>1.917</b>	<b>2.444</b>	<b>82,9</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>13,5</i>	<i>2,1</i>	<i>20,7</i>	
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>1.984</b>	<b>2.282</b>	<b>2.910</b>	<b>46,7</b>
<i>Margen EBITDA aj. %</i>	<i>20,1</i>	<i>20,9</i>	<i>24,6</i>	
Amortización	-1.413	-2.147	-2.301	62,8
<b>EBIT</b>	<b>-77</b>	<b>-230</b>	<b>143</b>	<b>n.r.</b>
<i>Margen EBIT %</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,7</i>	<i>1,2</i>	
Gastos financieros netos	-417	-826	-712	70,8
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>-493</b>	<b>-1.056</b>	<b>-569</b>	<b>15,3</b>
Impuestos	13	217	77	510,2
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>-481</b>	<b>-839</b>	<b>-492</b>	<b>2,2</b>
<b>Beneficio neto atribuible ajustado</b>	<b>166</b>	<b>3</b>	<b>451</b>	<b>171,5</b>
Cash flow neto	1.327	4.970	6.549	
NOF	-2.196	-1.982	-4.129	
<b>Cash flow de operaciones</b>	<b>-868</b>	<b>2.988</b>	<b>2.419</b>	
Inversión recurrente	-121	-34	-620	
<b>Cash flow libre</b>	<b>-989</b>	<b>2.954</b>	<b>1.799</b>	
Inversión de expansión /Otros	-6.337	-6.436	-1.908	
Autocartera y Otros	3.419	2.820	2.593	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>3.908</b>	<b>661</b>	<b>-2.485</b>	
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>11.384</b>	<b>12.046</b>	<b>9.561</b>	<b>-16,0</b>
DFN / EBITDA (x)	4,5	2,8	1,8	
Inmovilizado	16.912	16.061	14.710	
Activos financieros	16	17	16	
NOF	2.733	3.321	1.686	
Otros activos y pasivos	401	613	692	
<b>Capital empleado</b>	<b>19.077</b>	<b>14.383</b>	<b>11.274</b>	
Recursos propios	2.419	2.337	1.713	
Convertibles	986	5.629	5.829	
Deuda financiera neta	16.658	12.046	9.561	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	26,5	29,6	33,6	36,8	39,7	41,7	
Beneficio bruto	20,3	23,3	26,5	29,5	31,9	33,4	
EBITDA	6,0	8,3	10,4	12,1	13,0	13,1	
Amortización del inmovilizado	-3,0	-2,9	-2,7	-2,5	-2,4	-2,4	
EBIT	3,0	5,4	7,7	9,5	10,6	10,8	
Resultado financiero	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	-1,6	
Beneficio antes de impuestos	1,5	4,0	6,3	8,0	8,9	9,1	
Impuesto de sociedades	-0,4	-1,0	-1,6	-2,0	-2,2	-2,3	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	
BPA (€)	0,13	0,34	0,53	0,68	0,76	0,77	
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	2,1	3,6	5,1	6,2	6,7	6,9	
Variaciones de NOF	-1,1	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	
Inversión	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Cash flow libre</b>	<b>0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Otras variaciones	-5,6	0,0	0,0	5,6	0,0	0,0	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>4,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-11,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,5</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	9,3	8,8	8,4	8,2	8,2	8,2	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	4,5	4,9	5,4	5,7	6,2	6,5	
Otros activos/(pasivos) neto	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	
<b>Capital empleado</b>	<b>20,3</b>	<b>20,2</b>	<b>20,3</b>	<b>20,4</b>	<b>20,9</b>	<b>21,2</b>	
Recursos propios	3,5	6,5	11,2	22,9	29,6	36,4	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera neta	16,7	13,7	9,1	-2,4	-8,7	-15,2	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(Mn€)		2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
NOPLAT			5,7	7,1	8,0	8,1	
Amortización			2,7	2,5	2,4	2,4	
NOF			-0,5	-0,3	-0,5	-0,3	
Inversión			-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	
<b>Cash flow libre</b>			<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,8</b>	
Valor terminal					0,0	65,9	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>5,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>73,7</b>	
Factor descuento			0,9	0,8	0,7	0,6	
<b>VAN del flujo</b>			<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>46,4</b>	
Valor empresa		62,2					
Inversiones financieras		0,5					
Deuda neta		-6,8					
Provisiones							
Minoritarios y otros		-3,9					
<b>Valor equity (Sep-2024e)</b>		<b>52,0</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>5,00</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
	13,3%		4,26	4,38	4,52	4,66	4,82
	12,8%		4,47	4,60	4,75	4,91	5,08
WACC	12,3%		4,69	4,84	5,00	5,18	5,37
	11,8%		4,93	5,09	5,27	5,47	5,69
	11,3%		5,19	5,37	5,57	5,79	6,04

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Descuento de flujos de caja libre. Asumimos la conversión en 2026 de las dos emisiones de bonos convertibles (1,50M€ a un precio de 3,50€/acc. y, 5,25M€ a un precio de 4,75 €/acc.), supone una dilución del 17% en nuestro precio objetivo.

### Hipótesis principales

Elevamos el WACC para descontar los flujos de caja libres a 12,3% desde 11,4% debido a la evolución del bono de referencia. La tasa de crecimiento terminal "g" es 0,5% (sin cambios).

## Escenarios de precio objetivo

### Base €5,00

- TAAC EBITDA 2022-2028e +15%
- Inversión anual (incluye gasto capitalizado) promedio de 2,3M€
- Sin pago de dividendos

### Positivo €5,95

- Incremento de +15% en las estimaciones de EBITDA
- Resto de estimaciones según escenario base

### Negativo €4,05

- Recorte de -15% en las estimaciones de EBITDA
- Resto de estimaciones según escenario base

## Vectores principales

- Implantación de aplicaciones educativas a través de internet en los ámbitos empresarial y escolar
- Evolución del mix de ventas hacia un mayor peso de la ventas de licencias frente a servicios
- Mejora de márgenes EBITDA a consecuencia del mix de ventas
- Integración de Virtual College

## Catalizadores

- Expansión internacional
- Éxito comercial de la plataforma educativa SmartEd
- Firma de nuevos contratos

## Riesgos

- Cambios tecnológicos
- Costes de marketing asociados a los productos

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
08/02/2023	Comprar	5,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
26/07/2023	Comprar	5,00

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director  
Rafael Alonso - Bancos  
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas  
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos  
Aránzazu Bueno - Eléctricas  
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad  
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución

Aránzazu Cortina - Industriales  
Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles  
Pedro Echeguren - Farma & Salud  
Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología  
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms.  
Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago  
Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin