

Sector: **Tecnología**Compañía cotizada en **BME Growth****La adquisición de Virtual College refuerza unas perspectivas que ya eran atractivas**Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **5,85€**Potencial: **+65,1%**Analista: **Pedro Echeguren**

Netex

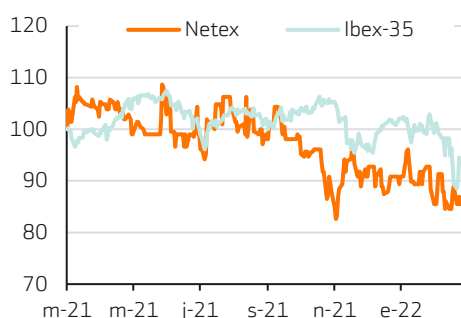
Datos

Precio 11/03/2022; 17:35h (€)	3,540
Nº acciones (M)	8,9
Capitalización (M€)	31,4
Máx/Mín (52 sem.)(€)	4,5 / 3,42
Comportamiento 2022	-2,2%
Cód. Reuters/Bloomberg	NTX.MC / NTX.SM

M€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	0,6	0,8	2,5	4,5
% inc.	358,7	18,7	235,5	77,4
EBITDA	2,9	4,1	7,4	10,1
% inc.	28,5	45,0	78,0	36,7
BPA (€)	0,07	0,09	0,29	0,51
% inc.	358,7	18,7	235,5	77,4
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	57,6	41,3	12,3	6,9
VE/EBITDA (x)	15,5	9,3	4,9	3,2
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
PVC (x)	17,1	10,8	5,7	3,1

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	2,6	1,7	0,7	0,0
DFN/FF.PP. (x)	2,6	0,7	0,4	0,0
CF Op./DFN (%)	-31,8	35,4	66,0	n.r.
DFN/CE (x)	0,7	0,4	0,3	0,0
EBITDA/CE (x)	0,3	0,2	0,4	0,6
ROCE (%)	20,6	17,0	17,5	28,7
ROE (%)	29,6	26,0	46,6	45,3

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,0	-7,3	-14,5
Relativo	5,0	-5,2	-8,8

Accionariado

Equipo directivo:	50,2%
Odre 2005:	12,1%
3-Gutinvest:	5,0%
Autocartera:	1,8%

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

Netex sigue creciendo en ventas y EBITDA a tasas superiores al +20%. Esperamos que la fortaleza de la demanda de tecnologías de aprendizaje *online* y el paso adelante que dan los usuarios en su implantación, se refleje en crecimientos sostenidos de ventas y EBITDA superiores a los dos dígitos durante los próximos años. La adquisición de la británica Virtual College añade valor y, junto con el inicio de las ventas en EE.UU., refuerza la internacionalización de la empresa y el crecimiento del negocio. Nuestro Precio Objetivo se mantiene invariado en 5,85 €/acción, supone un potencial de +65%. esperamos que los resultados de 2022 constaten el valor añadido que aporta Virtual College y, que la cotización evolucione a medida que se confirme la evolución de resultados y unos crecimientos elevados de ventas y EBITDA. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Los resultados 2021 mantienen crecimientos superiores a +20%

La compañía publicó un previo de resultados 2021 (cierra el ejercicio el 30-sep-) a mediados de noviembre y las cifras auditadas, recientemente comunicadas, apenas difieren del previo. Los crecimientos son elevados. Así, **en el 2S 2021 estanco** las ventas crecen a 7,2M€ (+39,3%), EBITDA 1,7M€ (+34,4%), EBIT 0,5M€ (+102%), BNA 0,7M€ (+186%). Por lo tanto, **en el año 2021**, las ventas aumentan a 12,2M€ (+25,9%), EBITDA 2,9M€ (+28,5%), EBIT 0,6M€ (+144%), BNA 0,2M€ (vs 0,01M€ en 2020), cash flow libre -2,4M€, DFN 7,5M€ y DFN/EBITDA 2,6x (3,0x en 2020). [Link a los resultados](#).

La adquisición de Virtual College en 2022 refuerza las expectativas

Valoramos positivamente los resultados 2021, cumplen con el presupuesto, alcanzan nuestras estimaciones y, el crecimiento de ventas y EBITDA supera el +20%. La compañía anuncia que las ventas orgánicas crecen +28% en 1T 2022. Apenas modificamos nuestras estimaciones sin incluir adquisiciones. La demanda de tecnologías de aprendizaje y el inicio de ventas en EE.UU. deben reflejarse en un crecimiento orgánico TAAC 2021-2026 de +24% en ventas y +25% en EBITDA. En 2022, Netex ha adquirido la británica Virtual College ("VC"), una empresa complementaria. Netex está posicionada entre clientes de gran tamaño, VC en tamaños medianos. Vemos potencial para la venta cruzada, especialmente en programas de formación. Estimamos que tras la compra de VC, las ventas crezcan +64% y +28% en 2022 y 2023 y que el EBITDA lo haga +45% y +78%, respectivamente. Esperamos unos ahorros de costes del 11% de las ventas de VC a partir del tercer año de la integración. El precio final de la adquisición está pendiente de ajustes, estimamos 6.500M€ y, ya se han pagado 5.500M€. La adquisición se financia mediante un bono convertible.

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar, Precio Objetivo: 5,85€/acción

Nuestro Precio Objetivo se mantiene invariado en 5,85 €/acción, ahora lo calculamos mediante una suma de partes (Netex 3,70 €/acc + VC 2,15 €/acc.). Esperamos que la cotización de Netex refleje el valor añadido que supone la adquisición de VC a medida que se publiquen los durante 2022 y se constate el potencial de la compañía fusionada. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Cuadro 1. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados						
Ventas	12,2	20,0	25,6	29,6	33,6	36,8
Beneficio bruto	9,0	15,0	19,6	23,0	26,5	29,5
EBITDA	2,9	4,1	7,4	10,1	12,0	13,7
Amortización del inmovilizado	-2,2	-3,2	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0
EBIT	0,6	0,9	3,8	6,4	8,1	9,8
Resultado financiero	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6
Beneficio antes de impuestos	0,2	0,2	3,2	5,7	7,4	9,2
Impuesto de sociedades	0,5	0,5	-0,6	-1,2	-1,5	-1,9
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
Beneficio neto atribuible	0,6	0,8	2,5	4,5	5,9	7,3
BPA (€)	0,07	0,09	0,29	0,51	0,66	0,82
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	0,7	1,8	4,0	5,6	7,2	8,7
Variaciones de NOF	-3,1	0,7	-0,7	0,2	-0,4	-0,5
Inversión	0,0	-7,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Cash flow libre	-2,4	-4,8	2,1	4,6	5,6	7,0
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	1,7	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	0,7	-0,4	-2,1	-4,6	-5,6	-7,0
Balance						
Activo fijo neto	6,6	10,7	10,5	10,6	10,5	10,4
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	4,3	5,1	5,7	5,5	5,9	6,4
Otros activos/(pasivos) neto	-0,6	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Capital empleado	10,3	17,2	17,7	17,6	17,9	18,2
Recursos propios	2,9	10,1	12,7	17,2	23,1	30,4
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	7,5	7,1	5,0	0,4	-5,2	-12,2
Valoración (Suma de partes)						
(M€)			Netex	V. College	Ajustes	Total
% ventas 2023e			67%	33%		
% EBITDA 2023e			65%	35%		
% EBIT 2023e			65%	35%		
% Beneficio neto			64%	36%		
Método valoración			Dto CF libre	Dto CF libre		
WACC (%)			10,5%	12,0%		
Crecimiento perpetuo "g" (%)			2,0%	2,0%		
VAN del flujo						
Valor empresa			46,4	15,8		
Inversiones financieras			0,0	0,0		
Deuda neta			-5,2	-1,3	-0,6	
Sinergias				8,4		
Provisiones, Minoritarios y Otros			-1,7	0,0	0,6	
Valor equity (Sep-2022e)			39,4	22,9		62,3
Precio objetivo (€ por acción)			3,70	2,15		5,85
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
			Crecimiento perpetuo "q"			
	Var. WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	1,0%	4,73	4,92	5,14	5,37	5,63
	0,5%	5,02	5,23	5,47	5,74	6,03
	0,0%	5,33	5,58	5,85	6,15	6,49
	-0,5%	5,68	5,96	6,27	6,61	7,01
	-1,0%	6,07	6,39	6,74	7,14	7,60

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Suma de partes distinguiendo entre Netex y Virtual College. En cada parte, estimamos flujos hasta 2026 y un valor terminal. Asumimos la conversión de la financiación mediante bonos convertibles (1,5M€ y 6,5M€), supone una dilución del 20% en nuestro precio objetivo.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 10,5% para descontar los flujos de Netex y 12,0% para Virtual College. La tasa de crecimiento terminal "g" es 2,0% en ambas compañías.

Escenarios de precio objetivo

Base €5,85

- Escenario descrito en el informe
- TAAC 2021-2026e EBITDA +25%
- Inversión anual (incluye gasto capitalizado) promedio de 3,7M€
- Reducción progresiva del endeudamiento neto hasta alcanzar caja neta en 2025
- Sin pago de dividendos

Positivo €6,90

- Incremento de +10% en las estimaciones de EBITDA
- Resto de estimaciones según escenario base

Negativo €4,30

- 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.)
19/05/2021	Comprar	5,50
30/07/2021	Comprar	6,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
04/08/2021	Comprar	5,85
14/03/2022	Comprar	5,85

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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 & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms

Eduardo Cabero - Seguros

Filipe Aires - Químicas y 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