

Sector: *Tecnología*

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **3,70€**
 Potencial: **+26,7%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

Netex

Buena evolución de resultados en 2020, elevamos nuestro precio objetivo

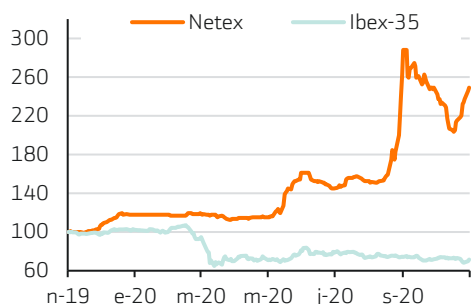
Datos Básicos

Precio (€)	2,92
Nº acciones (M)	8,9
Capitalización (M€)	25,9
Máx/Mín (52 sem.)(€)	3,4 / 1,17
Comportamiento 2020	110,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	NTX.MC / NTX.SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	0,1	0,8	1,6	2,6
% inc.	n.r.	496,9	89,9	63,5
EBITDA	2,2	3,1	3,9	5,2
% inc.	100,9	38,2	24,9	35,4
BPA (€)	0,02	0,09	0,18	0,29
% inc.	n.r.	496,9	89,9	63,5
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER (x)	n.r.	31,0	16,3	10,0
VE/EBITDA (x)	14,6	10,4	8,0	5,4
Rentab. div.	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	19,2	11,9	6,9	4,1

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA	3,0	2,0	1,3	0,5
DFN/FF.PP. (x)	5,0	2,9	1,3	0,4
CF Op./DFN	-5,5	8,9	29,9	108,5
DFN/CE (x)	0,8	0,7	0,6	0,3
EBITDA/CE (x)	0,3	0,4	0,4	0,6
ROCE (%)	28,1	12,8	20,9	31,4
ROE (%)	10,3	38,2	42,0	40,7

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	4,3	63,1	145,4
Relativo	4,5	63,6	171,7

Accionariado

Equipo directivo:	48,9%
Vigo Activo SCR:	12,1%
3-Gutinvest:	5,0%
Autocartera:	2,7%

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

Los resultados 2020 (cambia el cierre anual a septiembre) están en línea con nuestras estimaciones y han sido bien acogidos en el mercado con una revalorización de la acción de +13% desde su publicación. Las ventas ralentizan su crecimiento a +18% (+30% en 2019) pero el EBITDA se multiplica por 2x y estimamos que el margen EBITDA siga aumentando a medida que se rentabiliza el negocio tras varios años de fuerte inversión en desarrollo y márketing. También esperamos que en 2021e el *cash flow* libre sea positivo. Todo esto confirma el modelo de un negocio que durante el COVID-19 disfruta de una mayor demanda de soluciones de aprendizaje on-line. La evolución comercial está siendo buena y se firman nuevos contratos. Revisamos nuestro precio objetivo a 3,70 €/acción desde 2,30€/acción (potencial +27%), ahora es para septiembre 2021, y seguimos recomendando Comprar.

Buenos resultados 1S20 y también proforma año 2020 cerrado a septiembre

Netex incluye en sus resultados 1S20 el proforma de 2020, se modifica el cierre del ejercicio a septiembre. Las **principales partidas de 1S20** son: ventas 4,33M€ (+17,6% a/a), EBITDA 0,38M€ (8,3x), EBIT -0,63M€ (-0,86M€ en 1S19), BAI -0,73M€ (-21,8%), BNA -0,73M€ (-21,8%), *cash flow* libre -0,96M€ (-3,5%), deuda financiera neta 6,76 Mn€ (+9,7%), DFN/EBITDA 2,9x. **En el ejercicio 2020** (12 meses a septiembre), las ventas son 9,73M€ (+17,6%), EBITDA 2,23M€ (+101%), EBIT 0,26M€ (-0,67 en 2019), BAI 0,02M€ (-0,87M€ en 2019), BNA 0,14M€ (-0,80M€ en 2019), deuda financiera neta 6,79M€ (+6,6%), DFN/EBITDA 3,0x (5,7x en 2019). [Link a la presentación.](#)

La evolución en 2020 confirma el modelo de negocio

El cambio de cierre supone adecuarse al ciclo del negocio. Las ventas 2020 aumentan +18% (+30% en 2019), lo más importante es que el EBITDA crece +101% y el margen EBITDA sube a 22,9% (+9,5pp) debido principalmente a un mayor margen bruto (+1,2pp) y que otros gastos caen -12,2%. La mejora del EBITDA supone recortar el *ratio* DFN/EBITDA a 3,0x (5,7x ant). Esperamos que en 2020-2025e las ventas y EBITDA crezcan a +15,3% y +28,6% TACC y que Netex genere *cash flow libre* en 2021e.

Las evolución comercial es positiva

En 2020 Netex abre oficina en EE.UU.. En España firma un contrato de tres años y 0,7M€ con la Axencia para la Modernización Tecnológica de Galicia, la UTE con Altia amplía el contrato con el gobierno canario por 0,7M€ hasta dic. 2021. Lanza una versión de LearningCloud para el sector sanitario. La venta de Santillana España no afecta, su colaboración se centra en LatAm y han firmado un acuerdo de +5M€ con el objetivo de llegar a más de 2M de alumnos. La propagación del COVID-19 favorece al negocio.

Recomendación: Comprar. Precio Objetivo revisado al alza a 3,70 €/acción

Nuestra valoración de los resultados es positiva, la acción gana +13% desde su publicación. Revisamos nuestro precio objetivo a 3,70 €/acción desde 2,30 €/acción (potencial +26,7%), este es ahora para septiembre 2021e (anterior diciembre 2020). Nuestra recomendación se mantiene invariada en Comprar.

Buena evolución de resultados

- Crecimiento de ventas en 1S20 a 4,33M€ (+17,6% a/a), los costes de explotación aumentan a un ritmo inferior, lo que impulsa el EBITDA a 0,38M€ (+731%). EBIT -0,63M€ (-26,6%). Tras unos gastos financieros netos de -0,11M€, el BAI es -0,73M€ (-21,8%) y el BNA -0,73M€ (-21,8%). La estacionalidad del negocio perjudica al 1S frente al 2S. El *cash flow* libre es -0,96M€ (-3,5%). Destacamos la aportación positiva de las NOF, el ratio NOF/ventas mejora y disminuye a 10,8% desde 13,2% en 2S19 y 13,4% en 1S19. La deuda financiera neta aumenta a 6,76M€ desde 5,82M€ a 2S19 mientras que el *ratio* DFN/EBITDA cae a 2,9x (3,0x a 2S19 y 7,4x en 1S19).
- En 2020 (proforma 12 meses a octubre 2020, datos no auditados), ventas +17,6%, EBITDA aumenta +101%, tasa muy superior a las ventas y logra EBIT positivo. deuda financiera neta 6,79M€ (+6,6%), DFN/EBITDA 3,0x (5,7x en 2019).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Miles de euros	1S18	2S18	1S19	2S19	1S20	Var. a/a (%)	Proforma 2019	Proforma 2020	Var. a/a (%)
Licencias	1.031	1.122	1.415	1.499	1.548	9,4			
Servicios	1.720	2.787	2.269	3.478	2.785	22,7			
Ventas	2.751	3.909	3.684	4.978	4.334	17,6	8.272	9.729	17,6
Otros ingresos	26	20	86	120	175		142	369	
Aprovisionamientos	-738	-789	-944	-844	-1.475		-2.289	-2.570	
Gastos capitalizados	935	1.203	1.117	1.303	1.252		2.429	2.463	
Gastos de explotación	-3.534	-3.532	-3.899	-3.631	-3.906		-7.443	-7.759	
EBITDA	-560	812	46	1.926	380	730,6	1.111	2.231	100,9
<i>Margen EBITDA %</i>	-20,4	20,8	1,2	38,7	8,6		13,4	22,9	
Amortización	-838	-844	-902	-909	-1.008		-1.782	-1.966	
EBIT	-1.398	-32	-857	1.017	-629	n.r.	-672	265	n.r.
<i>Margen EBIT %</i>	-50,8	-0,8	-23,3	20,4	-14,5		-8,1	2,7	
Gastos financieros netos	-84	-109	-81	-124	-105		-194	-249	
Beneficio antes de impuestos	-1.482	-141	-938	894	-734	n.r.	-865	16	n.r.
Impuestos	9	-20	0	119	0		70	124	
Beneficio neto atribuible	-1.474	-161	-938	1.013	-734	n.r.	-795	140	n.r.
Cash flow neto	-1.538	-547	-1.161	514	-1.084				
NOF	201	-750	209	-170	143				
Cash flow de operaciones	-1.337	-1.297	-952	343	-941				
Inversiones	-46	-87	-40	55	-16				
Cash flow libre	-1.382	-1.384	-992	398	-957	-3,5			
Autocartera	-51	-12	-52	16	-81				
Otros	-12	-95	20	94	98				
Variación deuda financiera neta	1.445	1.491	1.025	-508	940				
Deuda financiera neta	3.811	5.301	6.326	5.818	6.757	6,8			
DFN / EBITDA año móvil (x)	-10,5	21,1	7,4	3,0	2,9				
Inmovilizado	5.716	6.198	6.454	6.871	7.152				
Activos financieros	43	41	41	39	37				
NOF	458	1.243	1.014	1.143	1.008				
Otros activos y pasivos	-36	-17	-16	1	-23				
Capital empleado	6.181	7.466	7.494	8.053	8.173				
Recursos propios	2.307	2.165	1.167	2.235	1.415				
Minoritarios	0	0	0	0	0				
Deuda financiera neta	3.873	5.301	6.326	5.818	6.757				
DFN/Capital empleado (%)	62,7	71,0	84,4	72,2	82,7				
Ventas año móvil/Capital empleado (x)	0,91	0,89	1,01	1,08	1,14				
EBITDA año móvil/Capital empleado (x)	-0,06	0,03	0,11	0,24	0,28				
NOF / Ventas año móvil (%)	8,1	18,7	13,4	13,2	10,8				

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Cuenta de resultados							
Ventas	9,7	11,3	13,1	15,2	17,4	19,8	
Beneficio bruto	7,2	8,7	10,2	12,0	14,0	16,0	
EBITDA	2,2	3,1	3,9	5,2	6,5	7,8	
Amortización del inmovilizado	-2,0	-2,2	-2,3	-2,5	-2,5	-2,6	
EBIT	0,3	0,9	1,5	2,7	3,9	5,2	
Resultado financiero	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	
Beneficio antes de impuestos	0,0	0,7	1,3	2,6	3,8	5,2	
Impuesto de sociedades	0,1	0,1	0,3	0,0	-0,8	-1,0	
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	0,1	0,8	1,6	2,6	3,1	4,2	
BPA (€)	0,02	0,09	0,18	0,29	0,35	0,47	
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	-0,3	0,5	1,4	2,6	3,1	4,2	
Variaciones de NOF	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Inversión	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Cash flow libre	-0,4	0,5	1,4	2,5	3,0	4,1	
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Otras variaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	0,4	-0,5	-1,4	-2,5	-3,0	-4,1	
Balance							
Activo fijo neto	7,2	7,5	7,7	7,8	7,8	7,8	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Capital empleado	8,1	8,5	8,6	8,7	8,7	8,8	
Recursos propios	1,4	2,2	3,8	6,4	9,4	13,6	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera neta	6,8	6,3	4,9	2,4	-0,7	-4,8	
Valoración (DCF)							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			1,8	2,7	3,1	4,2	
Amortización			2,3	2,5	2,5	2,6	
NOF			0,0	0,0	0,0	0,0	
Inversión			-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	
Cash flow libre			1,6	2,7	3,1	4,2	
Valor terminal						46,1	
Flujo a descontar			1,6	2,7	3,1	50,3	
Factor descuento			0,90	0,81	0,73	0,66	
VAN del flujo			1,5	2,2	2,3	33,2	
Valor empresa		39,1					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		-6,3					
Provisiones		0,0					
Minoritarios y otros		0,0					
Valor equity (Dic-2021e)		32,8					
Precio objetivo (€ por acción)		3,70					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	13,0%		2,62	2,72	2,84	2,96	3,10
	12,0%		2,95	3,08	3,22	3,38	3,55
WACC	11,0%		3,36	3,52	3,70	3,90	4,13
	10,0%		3,85	4,06	4,29	4,56	4,86
	9,0%		4,47	4,74	5,06	5,42	5,84

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Valoramos Netex utilizando el método del descuento de flujos de caja. Estimamos flujos hasta 2025 y un valor terminal. Nuestro precio objetivo es para septiembre 2021 (anterior diciembre 2020).

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 11,0% (anterior 13,5%, antes de la propagación del COVID-19 pandemia utilizábamos 11,6%) que reducimos por la buena evolución de los resultados, aumento de la liquidez en bolsa a lo largo de 2020 y las perspectivas favorables para el negocio debido al COVID-19. No modificamos la tasa de crecimiento terminal "g" de 2,0%.

Escenarios de precio objetivo

Base €3,70

- Escenario descrito en el informe
- Generación de *cash flow* libre positivo en 2021
- Inversión anual (gasto capitalizado) de 2,5 Mn€
- Reducción progresiva del endeudamiento neto hasta alcanzar caja neta en 2024
- Sin pago de dividendos

Positivo €4,45

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

Negativo €2,55

- 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
- Aceleración de este proceso por efecto del COVID-19
- 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

Catalizadores

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

Riesgos

- Cambios tecnológicos
- Costes de marketing asociados a los productos
- Volumen de contratación bajo: promedio diario de 18.000€ en los últimos 6 meses

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable