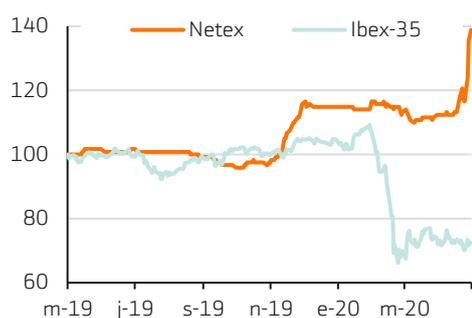


Sector: *Tecnología**Mejora sus resultados y refuerza las expectativas para alcanzar free cash flow positivo***Netex**Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **2,30€**Analista: **Pedro Echeguren****Datos Básicos**

Precio (€)	1,68
Nº acciones (Mn)	8,9
Capitalización (Mn€)	14,9
Máx/Min (52 sem.)(€)	1,68 / 1,16
Cód. Reuters/Bloomberg	NTX.MC / NTX.SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	0,1	0,4	1,1	2,0
% inc.	-104,6	479,8	159,7	73,1
EBITDA	2,0	2,9	3,9	5,2
% inc.	684,7	45,7	37,0	32,0
BPA (€)	0,01	0,05	0,13	0,22
% inc.	-104,6	479,8	159,7	73,1
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER (x)	164,7	34,3	13,2	7,6
VE/EBITDA (x)	9,2	7,3	5,2	3,6
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	5,5	5,6	3,9	2,6

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	3,0	2,1	1,4	0,8
DFN/FF.PP. (x)	2,6	2,3	1,4	0,7
CF Op./DFN (%)	-10,5	-2,9	11,2	40,1
DFN/CE (x)	0,7	0,7	0,6	0,4
EBITDA/CE (x)	0,2	0,3	0,4	0,5
ROCE (%)	2,0	7,0	14,2	22,1
ROE (%)	3,3	16,3	29,7	33,9

Evolución bursátil

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	23,5	19,1	38,8
Relativo	24,0	48,6	66,4

Accionariado

Equipo directivo:	48,9%
Vigo Activo SCR:	12,18%
3-Gutinvest:	5,0%
Autocartera:	2,7%

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

Los resultados 2019 cumplen el presupuesto, están en línea con nuestras estimaciones y han sido bien acogidos en el mercado con una revalorización de la acción de +19% desde su publicación. Destacamos que las ventas crecen +30% y que el crecimiento se acelera en 1T20 al +35%, fruto del éxito comercial de las soluciones tecnológicas de Netex. El margen EBITDA mejora notablemente y el EBIT es positivo por primera vez desde 2016. El consumo de caja se ha reducido notablemente y esperamos ver *cash flow* libre en 2021e. Estos resultados son una muestra de la viabilidad tras dos años de pérdidas motivadas por la fuerte inversión en productos y en marketing. La educación no presencial toma mayor relevancia en un entorno post COVID-19 y debe impulsar el negocio de Netex. Revisamos nuestro precio objetivo a 2,30 €/acción desde 1,95 €/acción (+18%), y seguimos recomendando Comprar.

Notable mejoría de resultados en 2019 tras dos años en pérdidas

Los resultados 2019 cumplen el presupuesto y son una mejoría tras las pérdidas de 2017 y 2018. Las principales cifras de 2019 son: ventas 8,66 Mn€ (+30,1%), EBITDA 1,97 Mn€ (0,25 Mn€ en 2018, +685%), margen EBITDA 22,8% (3,8% en 2018) EBIT 0,16 Mn€ (-1,43 Mn€ en 2018), BAI -0,04 Mn€ (-1,62 Mn€ en 2018), BNA 0,07 Mn€ (-1,63 Mn€ en 2018), *cash flow* libre -0,59 Mn€ (-2,77 Mn€ en 2018), deuda financiera neta 5,82 Mn€ (+9,7%), DFN/EBITDA 3,0x (21x en 2018). [Link a los resultados.](#)

Los resultados se desvían poco frente a nuestras estimaciones

Destacamos el crecimiento de ventas, un buen control de costes que impulsa la recuperación del margen EBITDA y el entrar en EBIT positivo. Los resultados están en línea con nuestras estimaciones. Netex sigue sin generar *cash flow* libre aunque el consumo de caja se modera a 0,52 Mn€ en 2019 (2,15 Mn€ consumidos en 2018). El *ratio* DFN/EBITDA baja a 3,0x (21x en 2018) gracias al crecimiento del EBITDA.

Las perspectivas son prometedoras

En 2019 Netex entra en el sector educativo de Canarias con una participación del 50% en un contrato de 1,45 Mn€ con el gobierno canario, renueva su contrato con Santillana a 5,16 Mn€ por un plazo de 4 años y en 2020 lanza una versión de LearningCloud para el sector sanitario. La compañía sigue impulsando su presencia en los segmentos empresariales, editoriales y escolares en Europa, EE.UU., India y Latinoamérica. La educación no presencial toma mayor relevancia en un entorno post COVID-19 y debe impulsar el negocio de Netex. Esperamos que tras la buena evolución en 2019, el EBITDA aumente +33% TAAC en 2019-2024e y que en 2021e el *cash flow* neto sea positivo, lo que apunta a unas perspectivas prometedoras para los próximos años.

Recomendación: Comprar. Precio Objetivo revisado al alza a 2,30 €/acción

Los resultados son buenos y han sido bien acogidos en el mercado, la acción gana +19% desde su publicación. Revisamos nuestro precio objetivo a 2,30 €/acción desde 1,95 €/acción (+18%), este es ahora para diciembre 2020e. Nuestra recomendación se mantiene invariada en Comprar.

Buena evolución de resultados a la vez que baja el consumo de caja

- Crecimiento de ventas en 2019 a 8,66 Mn€ (+30,1%), los costes de explotación aumentan a un ritmo inferior, lo que impulsa el EBITDA a 1,97 Mn€ (+685%). El EBIT entra en positivo: 0,16 Mn€ frente a -1,43 Mn€ en 2018. Tras unos gastos financieros netos de 0,21 Mn€, el BAI es -0,04 Mn€ (-1,6 Mn€ en 2018). Hay un ingreso positivo por impuestos que coloca el BNA en positivo: +0,08 Mn€ (-1,64 Mn€ en 2018).
- El *cash flow* libre sigue siendo negativo (-0,59 Mn€) pero se reduce desde -2,77 Mn€ en 2018. Destacamos la aportación positiva de las NOF, lo habitual en este sector es que las NOF drenen *cash flow*. El ratio NOF/ventas mejora y cae al 13,2% desde 18,7% en 2018.
- La deuda financiera neta neta aumenta a 5,82 Mn€ (+9,7%) mientras que el *ratio* DFN/EBITDA cae a 3,0x (21x en 2018) por el efecto del crecimiento del EBITDA.
- Netex ha comunicado unas ventas 1T20 de 2,07 Mn€ (+34,9%).

Cuadro 1. Resumen de resultados

Miles de euros	2017	2018	2019	Var. a/a (%)
Licencias	2.019	2.153	2.914	35,3
Servicios	3.637	4.506	5.748	27,5
Ajustes	-588	0	0	
Ventas	5.068	6.660	8.662	30,1
Otros ingresos	607	47	206	343,5
Gastos capitalizados	1.799	2.138	2.421	13,2
Coste de ventas	-1.602	-1.527	-1.788	17,1
Gastos de explotación	-6.033	-7.066	-7.529	6,6
EBITDA	-161	251	1.972	684,7
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>-3,2</i>	<i>3,8</i>	<i>22,8</i>	
Amortización	-1.775	-1.682	-1.811	7,7
EBIT	-1.936	-1.431	160	-111,2
<i>Margen EBIT %</i>	<i>-38,2</i>	<i>-21,5</i>	<i>1,9</i>	
Gastos financieros netos	-231	-193	-205	6,1
Beneficio antes de impuestos	-2.167	-1.624	-44	-97,3
Impuestos	-15	-11	119	-1190,5
<i>Tipo impositivo %</i>	<i>0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>-268,6</i>	
Beneficio neto atribuible	-2.181	-1.635	75	-104,6
Cash flow neto	-2.442	-2.085	-648	
NOF	1.215	-549	38	
Cash flow de operaciones	-1.227	-2.634	-609	
Inversiones	-68	-132	15	
Cash flow libre	-1.295	-2.766	-594	-78,5
Ampliación capital	4.465	-	-	
Autocartera	-196	-63	-37	
Otros	-420	-106	114	
Variación deuda financiera neta	-2.554	2.935	517	
Deuda financiera neta	2.366	5.301	5.818	9,7
DFN / EBITDA (x)	-14,7	21,1	3,0	
NOF	752	1.243	1.143	-8,1
NOF / Ventas	14,8%	18,7%	13,2%	

Fuente: Compañía, Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Cuenta de resultados							
Ventas	5,1	6,7	8,7	10,7	12,9	15,3	
Beneficio bruto	3,5	5,1	6,9	7,9	9,9	11,9	
EBITDA	-0,2	0,3	2,0	2,9	3,9	5,2	
Amortización del inmovilizado	-1,8	-1,7	-1,8	-2,1	-2,2	-2,3	
EBIT	-1,9	-1,4	0,2	0,8	1,8	2,8	
Resultado financiero	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	
Beneficio antes de impuestos	-2,2	-1,6	0,0	0,6	1,5	2,6	
Impuesto de sociedades	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,4	-0,7	
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	-2,2	-1,6	0,1	0,4	1,1	2,0	
BPA (€)	-0,18	0,01	0,05	0,13	0,22	0,34	
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	-2,4	-2,1	-0,6	0,1	0,9	1,9	
Variaciones de NOF	1,2	-0,5	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	
Inversión	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	
Cash flow libre	-1,3	-2,8	-0,6	-0,2	0,6	1,5	
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Otras variaciones	3,8	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	-2,6	2,9	0,5	0,2	-0,6	-1,5	
Balance							
Activo fijo neto	5,6	6,2	6,9	7,3	7,6	7,7	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	0,6	1,2	1,1	1,4	1,7	2,0	
Otros activos/(pasivos) neto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Capital empleado	6,2	7,5	8,1	8,7	9,3	9,7	
Recursos propios	3,8	2,2	2,2	2,7	3,8	5,7	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera neta	2,4	5,3	5,8	6,0	5,5	3,9	
Valoración (DCF)							
(Mn€)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
NOPLAT			1,3	2,1	3,2	4,2	
Amortización			2,2	2,3	2,5	2,5	
NOF			-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Inversión			-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	
Cash flow libre			0,8	1,7	2,9	3,8	
Valor terminal						33,3	
Flujo a descontar			0,8	1,7	2,9	37,2	
Factor descuento			0,88	0,78	0,68	0,60	
VAN del flujo			0,7	1,3	2,0	22,4	
Valor empresa		26,4					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		-6,0					
Provisiones		0,0					
Minoritarios y otros		0,0					
Valor equity (Dic-2020e)		20,4					
Precio objetivo (€ por acción)		2,30					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	15,5%		1,67	1,73	1,79	1,86	1,94
	14,5%		1,88	1,95	2,02	2,11	2,20
WACC	13,5%		2,11	2,20	2,30	2,40	2,51
	12,5%		2,40	2,50	2,62	2,75	2,89
	11,5%		2,73	2,87	3,01	3,18	3,36

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 2024 y un valor terminal.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 13,5% que incrementamos desde nuestra valoración anterior debido al efecto negativo sobre las primas de riesgo por el escenario creado por el COVID-19 y una tasa de crecimiento terminal "g" de 2,0% (invariada).

Escenarios de precio objetivo

Base €2,30

- Escenario descrito en el informe
- Generación de *cash flow* libre positivo en 2021
- Inversión anual de 2,5 Mn€
- Reducción progresiva del endeudamiento neto hasta alcanzar caja neta en 2024
- Ratio NOF/ventas mantenido en el 13% del año 2019
- Sin pago de dividendos

Positivo €2,90

- Incremento de +10% en las estimaciones de EBITDA
- Reducción progresiva de las NOF al 10% de las ventas

Negativo €1,75

- Recorte de -10% en las estimaciones de EBITDA
- Incremento progresivo de las NOF al 15% de las ventas

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 las ventas de licencias frente a servicios
- Mejora de márgenes EBITDA a consecuencia del cambio de 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

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
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Consumo	Ana de Castro - Seguros
Elena Fernández-Trapiella - Consumo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant
Andrea Cardalliaguet - Analista	Ignacio Montes - Analista

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