

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 18,60 (20 dic 2024)

Fecha del informe: 23 dic 2024 (9:30h)

Inicio de cobertura

Análisis Independiente de Compañías

Axon Partners Group (APG) es una empresa de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), dedicada a prestar servicios de consultoría e inversión en activos alternativos con foco en tecnología. Con elevada presencia internacional (>90% de los ingresos de consultoría), también dispone de EUR 596Mn de activos bajo gestión en 1524. Está gestionada y controlada por Francisco Velázquez, Alfonso de León y Dimitri Kallinis (84% del capital).

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

A primera vista, un mirlo blanco

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	98,7	102,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	76,4	79,4
Número de Acciones (Mn)	5,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	18,60 / 15,07 / 13,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	0,8	
Factset / Bloomberg	APG-ES / APG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Francisco Velázquez	38,8
Alfonso de León	30,9
Dimitri Kallinis	14,3
Mutualidad Abogacía Española	3,9
Free Float	12,1

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,2	5,3	5,3	5,3
Total Ingresos	19,9	22,4	27,4	30,5
EBITDA Rec.	5,8	6,7	9,0	10,3
% Var.	7,0	15,9	33,9	15,1
% EBITDA Rec./Ing.	29,1	30,0	32,8	33,9
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	17,8	5,9	15,7	14,9
Beneficio neto	4,1	5,2	6,6	7,4
BPA (EUR)	0,80	0,99	1,24	1,40
% Var.	-11,8	23,0	25,4	13,0
BPA ord. (EUR)	0,80	0,99	1,24	1,40
% Var.	-14,3	22,5	25,4	13,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	5,6	4,9	5,7	7,2
Pay-out (%)	78,1	75,0	75,0	75,0
DPA (EUR)	0,63	0,74	0,93	1,05
Deuda financiera neta	-7,6	-8,6	-9,4	-11,0
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,3	-1,3	-1,0	-1,1
ROE (%)	22,2	24,9	29,1	30,5
ROCE (%) ⁽⁴⁾	141,4	187,6	204,6	198,1

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	23,2	18,9	15,0	13,3
PER Ordinario	23,1	18,9	15,0	13,3
P/BV	4,8	4,5	4,2	3,9
Dividend Yield (%)	3,4	4,0	5,0	5,6
EV/Ventas	3,84	3,41	2,79	2,50
EV/EBITDA Rec.	13,2	11,4	8,5	7,4
EV/EBIT	13,5	11,6	8,6	7,5
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	5,7	4,9	5,8	7,3

(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.

UNA COMBINACIÓN DE NEGOCIOS CON SINERGIAS “TEÓRICAS” YA MÁS QUE

PROBADAS... Las sinergias entre consultoría e inversión en tecnología generan un círculo virtuoso que ha quedado demostrado con el crecimiento a doble dígito visto desde 2019 (TACC 2019-2023; ingresos, +20,8%; EBITDA rec. +46,0%). El peso de los ingresos 2023 se divide en: Consultoría (58,1%), Inversión (37,5%) y Finizens (4,4%).

... Y ELEVADOS NIVELES DE RENTABILIDAD. APG ha expandido significativamente sus márgenes durante el período 2019-2023. Alcanzando un margen EBITDA Recurrente de c. 29% en 2023 (13,7% en 2019). Maximizando los retornos (ROCE > 50% y ROE > 20%, en promedio -5y). Y con una estructura ligera que le ha permitido convertir cerca del >70% (media -5y) del EBITDA rec. en Beneficio Neto (y c.65% en FCF 2024e).

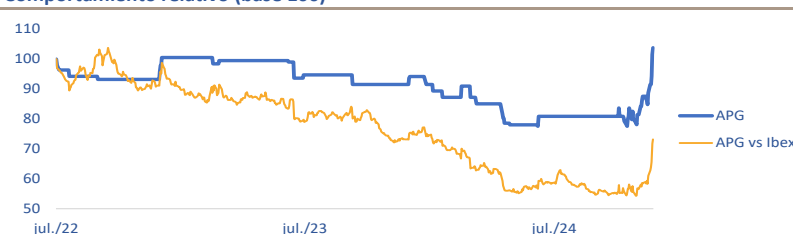
COMPROMISO DE RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA. Tanto el área de consultoría como el de gestión de inversiones son modelos de negocio que generan abundante caja, al ser “ligeros de costes” (sin CAPEX) que revierten el FCF generado, casi en su totalidad, en los accionistas (pay-out acumulado -5y: 87%). Todo ello, con una sólida posición financiera (Caja Neta de EUR 7,6Mn en 2023 vs EUR 1,8Mn en 2019). A partir de 2022, APG ha establecido como objetivo un pay-out del 75%.

CAPACIDAD DE SOSTENER UN CRECIMIENTO DEL +20%/AÑO EN EBITDA HASTA

2026. Esperamos que las razones que motivaron el crecimiento -5y continúen: expansión en geografías colindantes a Arabia Saudi (67% de los ingresos de consultoría 2023) y captación de nuevos fondos públicos y privados hasta los EUR 950Mn de capital comprometido en 2026e (vs EUR 595Mn en 2023). Estimamos TACC +15,4% (+3y) en ingresos consolidados. Y que continúe la mejora de los niveles de rentabilidad por un mix de ingresos más rentable (Mg. EBITDA 2026e: c.34%). Lo que se traducirá en un despegue del EBITDA (+21,3% TACC 2023-2026e) y, por tanto, del BN y el dividendo, visible desde 2025e (Yield 5%).

UNA ALTERNATIVA DE INVERSIÓN DIFERENCIAL Y CON UN TRACK RÉCORD

(OBJETIVO Y REAL) DE ALTO CRECIMIENTO. El buen momentum actual de APG parece innegable, y se concreta en el despegue del FCF yield (7,3% 2026e). Con una propuesta de valor única para el inversor en tecnología. El equity story pivota sobre la capacidad real de atraer nuevo capital para su línea de inversión. Cotizando hoy a un múltiplo de 11,4x EV/EBITDA 2024e (8,5x, 2025e; muy por debajo de comparables tanto en consultoría como en inversión alternativa). Aparentemente, un mirlo blanco.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	25,7	28,3	13,4	10,2	n.a.	n.a.
vs Ibxex 35	27,0	31,5	-0,1	-3,0	n.a.	n.a.
vs Ibxex Small Cap Index	22,7	30,5	11,2	8,5	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	22,2	28,5	5,7	2,4	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	17,0	24,8	6,5	2,8	n.a.	n.a.

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

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

Axon Partners Group (APG) 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.140 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).

Un modelo de negocio atípico y en crecimiento (+15,4% TACC 23-26e). La captación de nuevos fondos es la clave del equity story

Axon Partners Group (APG) es una empresa española de pequeño tamaño (Mkt. Cap EUR 98,7Mn), fundada en 2012 con sede en Madrid. Su actividad combina servicios de consultoría e inversión en activos alternativos enfocados al sector tecnológico. Alfonso de León, Francisco Velázquez y Dimitri Kallinis (co-CEOs) controlan el 84% del capital. Desde julio de 2022, la compañía cotiza en BME Growth.

Fundada en 2012, APG se especializa en consultoría e inversiones tecnológicas...

APG es la única empresa cotizada en España que integra las líneas de consultoría e inversión en un modelo de negocio atípico. Factor que le permite consolidar una posición diferencial en el mercado de inversión en tecnología y restar ciclicidad al negocio de consultoría. Cuenta con una amplia vocación internacional, con c.97% de los ingresos de consultoría generados fuera de España. Además, APG cuenta con una participación directa del 24,4% en Finizens (aunque con el control de la compañía, por lo que la consolida por integración global), una plataforma líder en gestión automatizada de carteras indexadas (robo-advisor).

... y posee un modelo de negocio ligero en estructura que genera abundante FCF

APG ha probado su capacidad de crecer rentablemente con una sólida estructura financiera (en posición de Caja Neta desde 2019). Su modelo de negocio diversifica sus fuentes de ingresos con un enfoque estratégico en mercados de alto crecimiento, mitigando riesgos y siendo capaz de capitalizar tendencias en tecnologías emergentes. Su eficiencia operativa hace posible mantener un compromiso destacado de retribución a sus accionistas (Pay-out medio -5y >70%). En 2022 adquirió el compromiso de repartir el 75% del BAI de sus divisiones de Consultoría e Inversión. APG se encuentra bien posicionada para seguir creciendo y mejorando su rentabilidad a m/p, consolidándose como una opción singular dentro del sector tecnológico.

A) 2019-2023: Crecimiento a doble dígito en ambas líneas: Consultoría (TACC 2019-2023 +13,8%) e Inversión (TACC 2019-2023 +36,4%). Y puesta en marcha de Finizens.

Un círculo virtuoso entre consultoría e inversión crea un factor diferencial para APG

Los ingresos consolidados 2023 ascendieron a EUR 19,9Mn (vs EUR 17,7Mn en 2022) distribuidos entre Consultoría (58,1%), Inversión (37,5%) y Finizens (4,4%). La combinación de consultoría e inversión crea un círculo virtuoso que explica el comportamiento visto durante los últimos años; ya que la experiencia y el conocimiento adquirido en los proyectos de consultoría hacen posible identificar oportunidades de inversión así como tendencias de los principales actores tecnológicos; mientras el conocimiento que el área de inversión adquiere de forma directa en empresas participadas se traduce en recomendaciones que posteriormente pueden usarse en proyectos de consultoría estratégica. APG ha demostrado capacidad para crecer a doble dígito en ingresos consolidados durante el período 2019 - 2023 (+20,8% TACC). Por líneas de negocio:

Arabia Saudita es el principal mercado de consultoría APG

- **Consultoría tecnológica (58,1% s/Ingresos 2023):** enfocada en un amplio abanico de servicios que buscan implementar/adaptar tecnologías emergentes. APG está especializada en áreas como ciberseguridad, inteligencia artificial, regulación o transformación digital. Disfruta de una cartera de clientes (públicos y privados) muy diversificada. El 97,9% de los ingresos provienen de mercados internacionales, siendo Oriente Medio es su principal mercado (61,7% de los ingresos). La presencia internacional junto con la especialización del servicio le permite aspirar a contratos de alto valor, situando los ingresos por consultor (Revenues/Full Time Employees) en EUR 244Miles en 2023 (vs EUR 220Miles en 2022; y c. EUR 130Miles Big 4 y USD 394Miles de McKinsey, BCG y Bain).

El exitoso track-récord en el área de inversión ha facilitado la captación de nuevo capital

- **Inversiones alternativas en tecnología (37,5% s/Ingresos 2023):** APG invierte mediante fondos diversificados de capital riesgo en tecnologías de alto crecimiento a través de: (i) inversión directa enfocada a la transición energética o innovación tecnológica y (ii) fondos de fondos especializados en tecnología. El capital comprometido ha sido clave para mejorar la notoriedad de la marca en el mercado, aumentando la confianza de los inversores y la capacidad de captar nuevo capital. El capital comprometido se sitúa en EUR 595Mn en 2023 (vs EUR 156Mn en 2019).

Finizens debería alcanzar el break-even en 2024e

- **Finizens un robo-advisor para gestión pasiva (4,4% s/Ingresos 2023):** plataforma digital especializada en la gestión pasiva de carteras indexadas, que utiliza tecnología avanzada de robo-advisors para ofrecer soluciones eficientes de inversión a bajo coste. Cerró 2023 con EUR 400Mn en activos bajo gestión. Esperamos que alcance break-even por primera vez en 2024e.

Capacidad de expandir márgenes (Mg. EBITDA 2023: 29% vs 13,7% en 2019)

Durante el período 2019-2023, la línea de Inversión ha sido el área que ha tenido el crecimiento más significativo (+37,5% TACC 2019-2023; vs 13,8% TACC 2019-2023 de la línea de Consultoría) explicado por el aumento del capital comprometido. En 2023 ha llegado a suponer el 37,5% de los ingresos (vs 23,1% en 2019).

El mayor margen EBITDA de la línea de inversión (media -4y: c.45%) se ha traducido en una mejora progresiva del margen EBITDA rec. consolidado hasta el 29% en 2023 (vs 13,7% en 2019).

Elevado ratio de conversión de EBITDA en FCF rec. (c.50%)

Un modelo de negocio ligero de estructura y abundante generación de caja. La naturaleza de negocios de prestación de servicios, como la consultoría y la gestión e inversiones, conlleva altos márgenes y un elevado ratio de conversión del EBITDA en Free Cash Flow rec. (>50%), gracias a las bajas necesidades de CAPEX. Lo que ha sido esencial para que APG dispusiera de una posición de Caja Neta de forma constante desde 2019. Y ha permitido un elevado pay-out -5y. Desde 2019, APG ha repartido un total de EUR 13,3Mn en dividendos, lo que supone un pay-out acumulado del 87%, haciendo visible un compromiso práctico y tangible con la retribución al accionista.

La evolución de APG -5y ha sido (objetivamente) excepcional desde un punto de vista de generación de negocio y rentabilidad. Por lo que la pregunta es solo una: ¿lo visto hasta ahora es sostenible?

B) 2023-2026e: Mantener la estela de crecimiento a doble dígito (+15,4% TACC 2023-2026e) con capacidad de seguir mejorando la rentabilidad. EBITDA 23-26e: +21,3% TACC

Un entorno, a priori, favorable para APG

El entorno parece, *a priori*, favorable para APG. Estimamos que los drivers que han motivado la evolución -4y continúen durante los siguientes ejercicios. Lo visto hasta ahora debería servir de trampolín para acelerar la captación de nuevos fondos, beneficiada por el abundante capital público todavía sin gestionar (fondos de Next Generation). Y aprovechar su, cada vez mejor, posicionamiento y presencia en mercados en los que la consultoría tecnológica disfruta de positivas perspectivas de crecimiento (Arabia Saudita, Qatar).

Todo ello, con la oportunidad, aparentemente claras de seguir rentabilizando en márgenes las expectativas de crecimiento. Nuestras proyecciones 2024e-2026e se basan sobre los siguientes supuestos:

La división de inversión en activos alternativos será la principal palanca de crecimiento hasta 2026e

- **La división de inversión en activos alternativos debería ser la principal palanca de crecimiento (+21,5% TACC 2023-2026e)...** por dos razones: (i) captación de nuevo capital tanto público como privado hasta alcanzar EUR 950Mn en 2026e (vs EUR 595Mn en 2023) y (ii) aumento de la comisión media por mayor peso de los fondos de inversión directa (con comisión superior a la de fondos de fondos). La línea de Consultoría también debería crecer esencialmente por la penetración en nuevos mercados colindantes a Arabia Saudita (como Qatar). Nuestras estimaciones recogen un crecimiento de ingresos consolidado (+15,4% TACC 2023-2026e) hasta EUR 30,5Mn en 2026e.

Seguirá siendo capaz de expandir sus márgenes

- **... y una de las razones que le lleven a seguir expandiendo sus márgenes.** Esperamos que APG sea capaz de mejorar (en línea con lo visto -4y) su margen EBITDA rec. hasta 33,9% en 2026e (vs 29,1% en 2023). Principalmente por: (i) el mayor peso de la línea de Inversión (Mg. EBITDA c. 45% vs 25% en Consultoría) en el mix de ingresos hasta suponer el 43,8% en 2026e (vs 37,5% en 2023) y (ii) Finizens que, hasta ahora, ha lastrado ligeramente los resultados pero que esperamos alcance (break-even) a partir de 2024e. Proyectamos que el EBITDA rec. alcance los EUR 10,3Mn en 2026e (vs EUR 5,8Mn en 2023).

Compromiso de repartir el 75% del BAI de Consultoría e Inversión

- **La generación caja es la clave del equity story y añade valor.** Esencial para mantener su posición de Caja Neta y financiar el pago del dividendo. El crecimiento en EBITDA rec. (+21,3% TACC 2023-2026e) seguirá empujando la generando caja. Estimamos un FCF rec. 2024e de EUR 4,9Mn que se elevará hasta EUR 7,2Mn en 2026e. Lo que además le permitirá continuar aumentando la posición de APG en nuevos fondos o en los ya existentes.

- **Compromiso de retribución al accionista.** APG ha adquirido un compromiso de repartir el 75% del BAI de sus líneas de Consultoría e Inversión (ex Finizens). Al alcanzar Finizens (consolidada por integración global) su break-even en 2024e, el dividendo debería aumentar en una proporción similar a la del Beneficio Neto (+21,5% TACC 2023-2026e). El pay-out efectivo s/Beneficio Neto alcanzará el 75% de media en 2024e-2026e.

¿Y en 2024e? Si ponemos el foco en 2024e, esperamos unos ingresos consolidados de EUR 22,4Mn (+12,5% vs 2023) con un EBITDA Rec. de EUR 6,7Mn (Mg. EBITDA Rec. del 30%; +0,9p.p. vs 2023) y un Beneficio Neto que debería situarse en EUR 5,2Mn (vs EUR 4,1Mn en 2023). Manteniendo la posición de Caja Neta en EUR 8,6Mn (Caja Neta/EBITDA rec. 2024e 1,2x).

Nos encontramos, por tanto, ante un negocio bien diversificado (servicios, geografías y clientes) con perspectivas de crecimiento elevadas, rentable y con un atractivo diferencial que es su capacidad para convertir EBITDA en Free Cash Flow. Aspecto clave que no solo refuerza la estabilidad financiera de la empresa, sino que viene acompañado de un dividendo elevado y sostenido en el tiempo y, aún más importante, añade valor. Para el período 2024e-2026e, esperamos un FCF to Equity acumulado de EUR 17,8Mn, en una compañía con EUR 98,7Mn Mkt Cap y EUR 5,2Mn de Caja Neta (1S24).

C) En conclusión: una combinación singular de negocios (consultoría e inversión en tecnología) con un momentum especialmente favorable 2025e-2026e (EBITDA, FCF, c.+20%/año). Y bajos niveles de riesgo (operativo, financiero).

Una combinación de negocio que podría considerarse una "rara avis"

La combinación de negocios de APG puede ser vista como una "rara avis" dentro del mercado cotizado español. Con un modelo de negocio que la hace única y resiliente. A nuestro juicio, la senda de crecimiento que ha consolidado en los últimos años, impulsada principalmente por el notable despegue de su negocio de inversiones, debería continuar. El modelo de negocio de APG puede sintetizarse en tres aspectos clave:

Sinergias teóricas ya probadas

- **Efectividad probada y visible en el crecimiento desde 2019.** La combinación de las actividades de consultoría e inversión no solo ha demostrado un crecimiento significativo en ingresos y niveles de rentabilidad, sino que lo ha hecho de manera consistente los últimos 5 años (incluido 2020). Lo que visibiliza la capacidad de APG para escalar su negocio y generar valor de forma sostenida.
- **Sinergias teóricas llevadas a la práctica en ingresos y costes.** Pese a que, inicialmente, las sinergias entre ambas líneas de negocio podrían considerarse teóricas, APG ha probado en la práctica que la complementariedad entre consultoría e inversión permite optimizar tanto el crecimiento en ingresos (mediante una mayor capacidad de aprovechar las oportunidades que aparecen en las dos áreas) como reducir los costes (al aprovechar economías de escala y recursos compartidos entre las áreas).
- **Menor riesgo de negocio gracias a la diversificación y estabilidad.** La combinación de un negocio cíclico como la consultoría con el carácter recurrente y estable del negocio de inversión reduce significativamente el riesgo general del modelo. Esto mitiga el impacto de los ciclos económicos dentro del área de consultoría, creando un balance que fortalece la previsibilidad y sostenibilidad de los resultados en el medio plazo.

Una alternativa de inversión "diferente" en tecnología

En definitiva, una alternativa de inversión "diferente" en tecnología con una combinación de negocios que reduce riesgo sin renunciar a altos crecimientos. La oportunidad que ofrece APG es diferencial ya que permite abarcar un amplio espectro de áreas del sector tecnológico que van desde la ciberseguridad o la inteligencia artificial hasta compañías de alto crecimiento con fuerte componente tecnológico. La capacidad de mantener un track- récord atractivo (TIR promedio de la cartera 28%; MOIC - Multiple on Invested Capital 2,3x) es el requisito para asegurar la captación de nuevos fondos (clave del equity story) y que marcará la evolución de la línea de Inversión.

Aunque la combinación de negocio puede suponer un arma de doble filo...

La combinación de negocios del modelo supone un arma de doble filo en términos de valoración por dos razones: (i) la atipicidad del modelo explica la ausencia de comparables reales (compañías que estén presentes en estas dos líneas de negocio) y (ii) cualquier negocio que englobe diferentes líneas de negocio estará "sometido" a un potencial descuento por conglomerado (penalizando la disparidad de actividades dentro de una misma compañía). Sin embargo, los "números" de los últimos 5 años (alto crecimiento, abundante generación de FCF, Caja Neta estable, elevado pay-out y dividend yield) se convierten el mejor argumento para desactivar la "tentación" de aplicar un descuento por conglomerado a APG. Ya que su atípica combinación de negocios se ha probado realmente sinérgica.

...ya que enfrenta un potencial descuento por conglomerado

Valoraciones por EV/EBITDA 2024 debieran partir de los múltiplos sectoriales de compañías de consultoría (Accenture, Marsh&Mclennan, CAP Gemini, Booz Allen, Sopra Steria Group, Wavestone) con una media de 12,5x; y de compañías de inversión alternativa (Bridgepoint Group, Tikehau Capital, EQT, TPG) con EV/EBITDA 24e medio de 13,9x.

Lo que se traduce en un Equity Value agregado por negocios (sin Finizens) total para APG (ajustado por deuda neta, minoritarios, otros pasivos a largo plazo) de c.EUR 91Mn. Si le agregamos el valor de la participación en Finizens EUR 6,6Mn equivale al Mkt Cap de la compañía y que, de modo muy simple y directo implica que la cotización actual de APG permitiría "comprar" las participaciones que tiene en sus propios fondos de capital riesgo a precio cero.

Lo que en sí mismo es un indicador muy fuerte de potencial infravaloración. Muy especialmente si se toma en cuenta que es un ejercicio “rápido” de valoración que pivota sobre los números 2024 y, por tanto, “desprecia” el fuerte crecimiento esperado para el EBITDA 2025e consolidado, +34%.

En definitiva, un fuerte momentum que parece innegable...

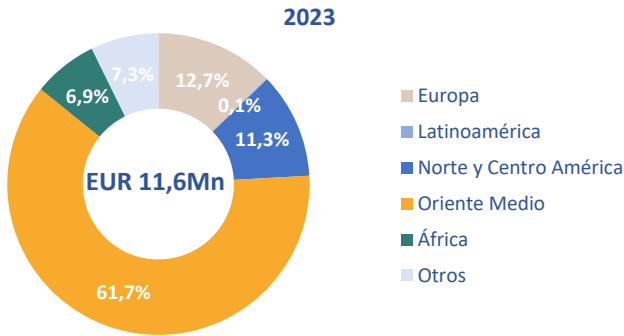
En definitiva, el fuerte y positivo momentum actual de APG parece innegable. El modelo de negocio, que combina consultoría e inversión en tecnología, ha demostrado ser altamente efectivo y sinérgico. Esto se traduce en una propuesta de valor única para el inversor, que puede acceder a un sector en auge tanto a través de la inversión directa en APG como a través de los fondos que gestiona. Todo ello, con una atractiva política de dividendos que implicaría un Dividend Yield 25e 5%.

... en un modelo de negocio con generación de FCF a bajo riesgo y capacidad de crecer.

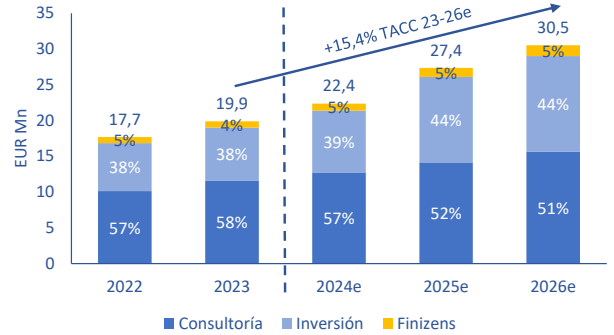
Vistos los “números” conseguidos los últimos cinco años, todo indica que la atipicidad del modelo de negocio de APG es efectiva en lo que interesa: generación de FCF en bajas condiciones de riesgo. Y que esta capacidad de crecer, que estimamos tenga continuidad en 2025e-2026e, no está cotizada. Al menos no a los múltiplos del sector, que crece por debajo de APG, tanto en consultoría como en inversión alternativa, y lo hace con mayores niveles de riesgo. Lo que puede ser el principio de una (buena) idea de inversión...

La compañía en 8 gráficos

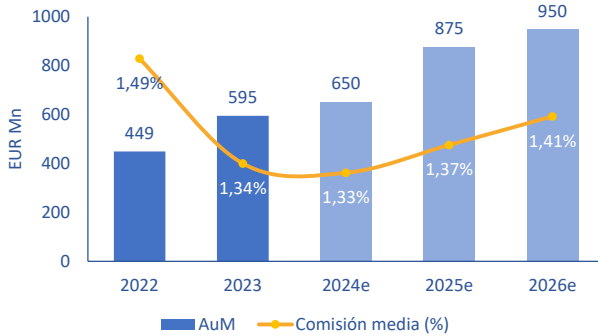
El negocio de consultoría está diversificado y con presencia internacional (Oriente Medio 61,7% de los ingresos 2023)



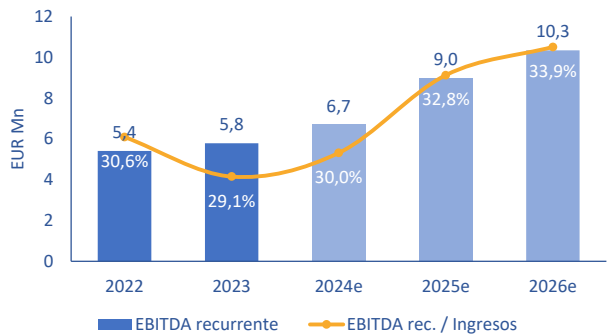
Estimamos un aumento del área de inversión (de mayor margen) en el mix (Ingresos Cons.:+15,4% TACC 23-26e)...



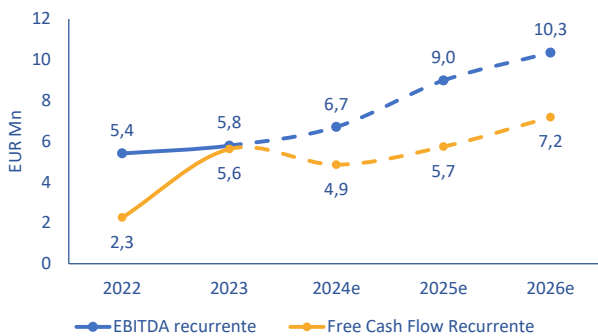
... motivado, esencialmente, por la captación de nuevos fondos que incrementen los AuM (EUR 950Mn en 2026e vs EUR 595Mn en 2023)...



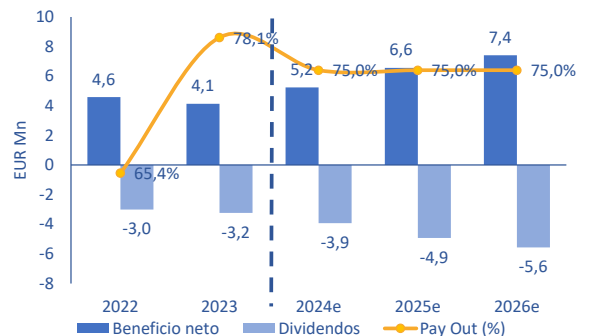
... que se traducirán en un despegue en términos de rentabilidad (Mg. EBITDA 2026e 33,9% vs 29,1% en 2023)



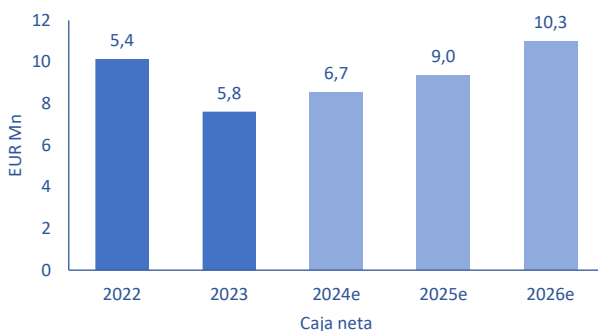
Alta capacidad de convertir el EBITDA en caja (c. 60%). FCF Yield...



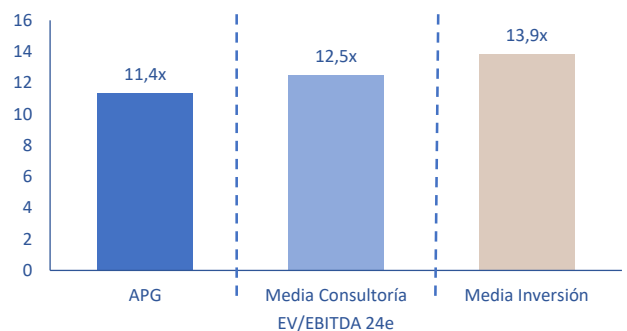
... que permitirá mantener un Pay-Out (75%) elevado y un Dividend Yield 2024e del 4,0%



Todo ello, con una posición de Caja Neta (Caja Neta/EBITDA 2024e 1,3x)



Cotizando a un EV/EBITDA 2024e de 11,4x (vs 12,5x de Consultoría y 13,9x de Inversión)

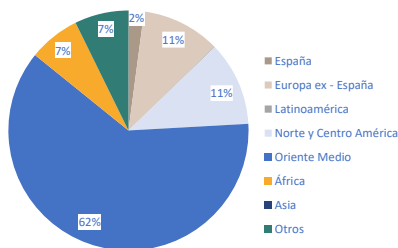


Descripción del negocio

Capacidad de altos crecimientos de ingresos (+20,8% TACC 19-23) con abundante generación de caja (FCF Yield 2023: 5,7%)

Axon Partners Group (APG) es una empresa de pequeño tamaño (Market Cap. EUR 98,7Mn) fundada en 2012 con sede en Madrid. Su modelo de negocio combina servicios de consultoría tecnológica e inversión en activos alternativos. Y está presente también en la gestión de patrimonios con su participación (24,4%) en Finizens, plataforma digital de inversión de gestión automatizada con EUR 475Mn bajo gestión en noviembre de 2024.

Gráfico 1. Ingresos consultoría por geografía (2023)

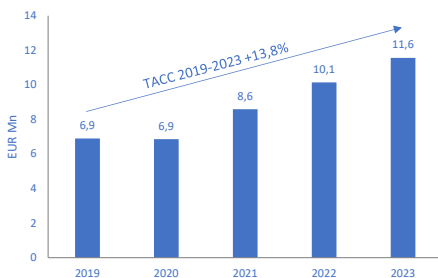


División de consultoría: clara vocación internacional, especialmente en Oriente Medio (c. 61,7% de Ingresos de Consultoría 2023)...

APG está especializada en la prestación de servicios de consultoría para el sector de Tecnologías de la Información y las Telecomunicaciones (TIC), enfocados en potenciar la competitividad de empresas tecnológicas, así como la elaboración de modelos y regulaciones que promuevan la innovación tecnológica y respalden proyectos estratégicos tanto públicos como privados. La división abarca áreas clave como tecnologías emergentes y transformación digital, con especial atención a telecomunicaciones, Internet de las Cosas (IoT), ciberseguridad, plataformas digitales, inteligencia artificial, servicios en la nube, tecnologías sostenibles y ciencias de la vida. La ciberseguridad y las tecnologías emergentes (inteligencia artificial, 5G) han sido los servicios con mayor demanda durante los últimos años.

APG colabora con una amplia red de clientes entre los que destacan organismos públicos como la Comisión Europea y el Banco Mundial, reguladores nacionales de diversos países y empresas privadas como Telefónica, Microsoft o Vodafone.

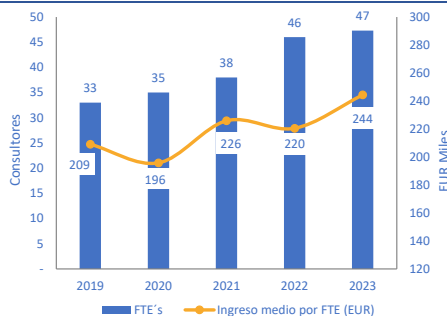
Gráfico 2. Ingresos consultoría (2019 - 2023)



La red de operaciones de APG se extiende a nivel global. Su equipo de consultores (con presencia en más de 70 países), está distribuido entre España (sede principal) y oficinas internacionales en Colombia, Bélgica, Turquía y Arabia Saudí. Actualmente, el 97,9% de los ingresos de la división de consultoría proviene de mercados internacionales y el 87,3% de fuera de la Unión Europea, siendo Oriente Medio (en concreto Arabia Saudí) la principal región de contribución (61,7% de los ingresos de consultoría). La diversificación geográfica, combinada con una amplia base de clientes internacionales y de ingresos recurrentes por nuevos proyectos con los mismos clientes (estimamos que c.25% de los ingresos de consultoría son recurrentes) reduce el riesgo de negocio.

El principal driver de crecimiento es la captación de clientes nuevos, para prestar servicios que faciliten la transformación tecnológica. La especialización sectorial (especializada en áreas de ciberseguridad, inteligencia artificial, regulación tecnológica, transformación digital y telecomunicaciones (5G, IoT) fortalece las barreras de entrada del negocio frente a nuevos competidores. Parte de los proyectos de consultoría de APG provienen de concursos públicos.

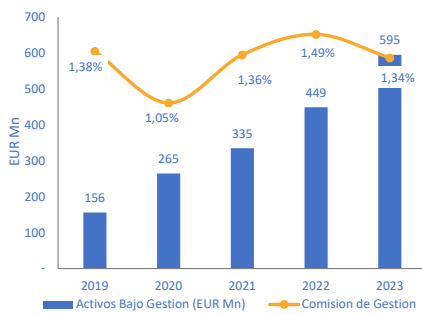
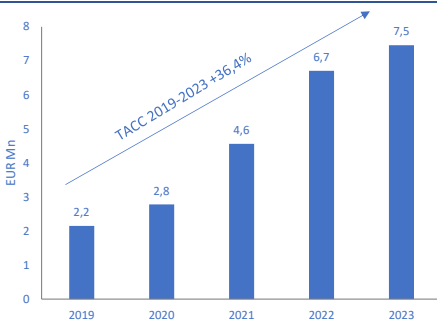
Gráfico 3. Nº de consultores vs Ingreso medio por consultor (2019 - 2023)



Desde 2019, los ingresos de consultoría tecnológica han crecido a una TACC 19-23 +13,8% hasta alcanzar los EUR 11,6Mn en 2023 (vs EUR 6,9Mn en 2019; Gráfico 2). En 2023, los ingresos de la línea de consultoría supusieron el 58,1% de los ingresos consolidados. El negocio de consultoría tiene un fuerte componente estacional (la mayor parte del cobro de los proyectos se producen durante el 2S por el grado de avance), lo que lleva a APG a registrar c.32% de la facturación total del año en los resultados 1S.

El principal indicador de este tipo de negocio se basa en la rentabilidad asociada al personal (altamente cualificado). APG ha incrementado progresivamente tanto el número de empleados (por una mayor demanda) como el ingreso por empleado (Rev./ FTE).

APG cerró 2023 con un equipo de 47 consultores. El ingreso medio por empleado (Rev./ FTE) de consultoría alcanzó los EUR 244Miles en 2023 (vs EUR 220Miles en 2022; vs EUR 130Miles media Big 4 estimado por Lighthouse y USD 394Miles media McKinsey, Boston Consulting, Bain). La mejora del indicador viene explicada por dos razones: (i) la obtención de contratos de consultoría cada vez más lucrativos por la mejora del reconocimiento de marca que se traduce en mayores tickets medios por proyecto y (ii) la capacidad de mejorar la eficiencia por el conocimiento y especialización en los proyectos contratados.

Gráfico 4. Activos Bajo Gestión (2019 - 2023)

Gráfico 5. Ingresos área Inversión (2019 - 2023)


División de inversiones alternativas: foco en tecnologías emergentes

La segunda línea de negocio de APG es su división de inversiones alternativas centrada en capital riesgo (VC) y en sectores de alto crecimiento, especialmente en tecnología, innovación y transformación digital.

A cierre de 2023, APG tenía un capital comprometido de EUR 595Mn bajo gestión (vs EUR 449Mn en 2022; EUR 596 en 1S24) a través de varios fondos de inversión. Desde su creación, APG ha invertido en más de 70 empresas y cerca de 50 fondos, con 23 desinversiones realizadas, entre las cuales destacan Just eat o Rakuten TV (Wuaki), entre otras.

El período medio de los fondos oscila entre los 8-12 años (desde la fase de inversión hasta la desinversión y disolución del fondo). El rendimiento bruto promedio de su cartera desde su creación es del 28%. Los principales partícipes de sus fondos de capital privado de APG son: (i) Inversor Público (como Fond-ICO Global, Banco Europeo de Inversiones o el Fondo Europeo de Inversiones, generalmente vía concursos públicos) (ii) Inversor Institucional (Fondos de Pensiones y Aseguradoras) y (iii) Banca privada o Family Offices.

APG cuenta con dos estrategias de inversión diferenciadas:

- Inversión directa:** Se invierte directamente en compañías (normalmente no cotizadas) en España, Europa e India, mediante tres tipos de fondos: (i) Growth (compañías cotizadas y no cotizadas), compuesto por empresas en fase de fuerte crecimiento de carácter tecnológico e innovador, (ii) Sostenibilidad, que tiene el foco en compañías que se encuentran en etapas incipientes focalizadas en la transición energética y (iii) Deuda (fondos destinados a utilizar instrumentos de deuda participativa en empresas en expansión). Algunos de estos fondos son: ICT I, II y III, Innovation Growth I, ISETEC I, Next Technology Ventures I y II, o Amerigo Ventures Pacífico.
- Fondo de Fondos:** Fondo para invertir en otros fondos mediante operaciones de mercado primario, secundario y coinversiones, orientados al sector de tecnología de la información y de las comunicaciones. Ya se han invertido dos de estos fondos: Aurora I y Aurora II y se espera que se lance uno nuevo en 2025.

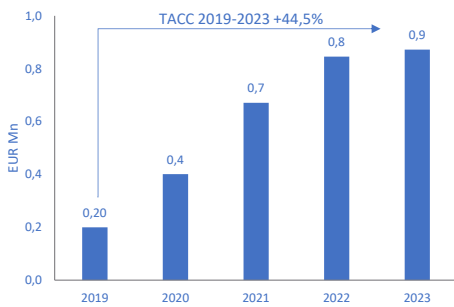
A través de estos vehículos, APG ha logrado una TIR bruta promedio acumulada del 28% y un MOIC (Múltiplo sobre el Capital Invertido) de 2,3x, consolidándose como un actor clave en private equity. APG cuenta con una participación minoritaria en todos sus fondos, siendo la más destacable en ICT III con un 13,2% del capital. A cierre de 2023, de acuerdo con el Anuario de Capital Privado de España, APG tenía participación > 30 empresas.

Los fondos establecen contratos de entre 8 y 12 años en los que APG genera ingresos a través de tres tipos de comisiones:

- Comisión de suscripción:** APG cobra a los inversores una comisión por cada participación adquirida por primera vez en cualquiera de sus fondos.
- Comisión de gestión:** APG ingresa una comisión por la gestión de los activos. Durante el período de inversión del fondo (primeros 4-5 años), se calcula sobre el capital comprometido por los inversores. Una vez finalizada esta etapa, el cálculo de la comisión varía según las políticas específicas de cada fondo. La compañía percibe una comisión anual por la gestión de los fondos que varía entre el 0,75% y el 2,5% sobre el capital invertido.
- Comisión de éxito:** APG puede recibir un pago adicional basado en los beneficios generados por los fondos a lo largo de su vida. Estos beneficios incluyen tanto las plusvalías en desinversiones como otros ingresos (intereses, dividendos).

Los ingresos derivados de esta línea de negocio cerraron 2023 con EUR 7,5Mn (vs EUR 2,2Mn en 2019) lo que implicó una TACC 2019-2023 +36,4%. Los ingresos de la división de inversión supusieron el 37,5% s/ingresos 2023. La comisión sobre el capital comprometido en 2023 asciende al 1,34% (vs 1,51% en 2019; vs 1,4% media -5y; vs 1,5%-3% del sector). La comisión media varía en función del número de fondos que se suscriban durante el ejercicio. El crecimiento viene explicado especialmente por el aumento de los activos bajo gestión que han llevado a aumentar el tamaño medio de los fondos hasta c. EUR 100Mn/fondo (vs EUR 50Mn/fondo en 2019-2020).

Gráfico 6. Ingresos Finizens (2019 - 2023)

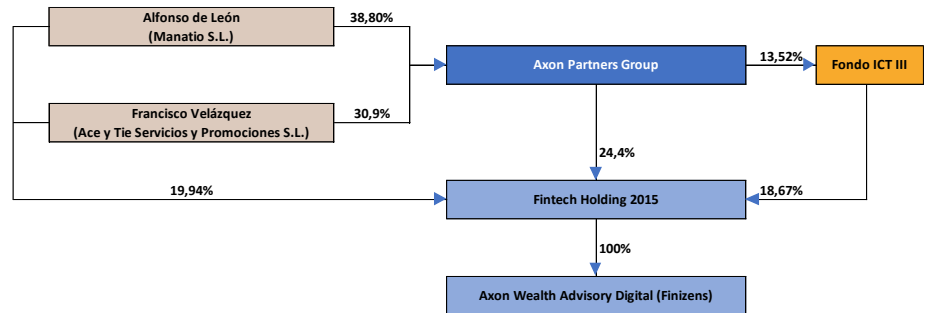


Finizens, una aplicación digital disruptiva (“roboadvisor”) para la gestión de carteras (4,4% ingresos 2023)

Finizens es una plataforma digital especializada en la gestión automatizada de carteras indexadas. Se consolida por integración global por la participación de control (directa e indirecta) por parte de APG (y dos de sus fundadores y uno de sus fondos) sobre Finizens.

APG controla de forma directa el 24,4% de la Sociedad Fintech Holding 2015 que es propietaria del 100% de Axon Wealth Advisory Digital, titular de la actividad de Finizens). Francisco Velázquez y Alfonso de León (accionistas mayoritarios de APG) controlan un 19,9% adicional de Fintech Holding 2015 (también participada por el fondo ICT III (ver Tabla 1).

Tabla 1. Participación en Fintech Holding 2015



La aplicación, permite a pequeños y medianos ahorradores acceder a carteras diversificadas sin requerir una inversión mínima, utilizando una avanzada tecnología de robo-advisor para crear carteras de gestión pasiva. El enfoque se basa en ofrecer una solución de inversión totalmente digital, con carteras compuestas por fondos indexados de clase institucional.

Finizens gestiona activos (AUM) por valor de c. EUR 475Mn (noviembre 2024) y cuenta con más de 21.000 de clientes. Los ingresos generados por esta división alcanzaron los EUR 0,9Mn en 2023 (c. 4,4% s/ Ingresos totales). La ventaja competitiva del modelo de negocio son sus mínimas comisiones, por lo que ha necesitado un período de maduración hasta alcanzar break-even en EBITDA rec. sin activaciones (estimamos que sea en 2024e). Hasta 2023, los resultados de Finizens lastran parcialmente los resultados de APG (EBITDA sin activaciones de Finizens 2023: EUR -0,3Mn vs EUR -1,2Mn en 2020). El modelo de negocio requiere de activaciones que se ven reflejadas a nivel consolidado para la continua mejora del software de gestión y la plataforma. Así como c.80% del gasto de amortización consolidado. Un modelo de negocio escalable cuya clave está en el volumen de activos bajo gestión.

Gráfico 7. Ingresos consolidados (2019-2023)

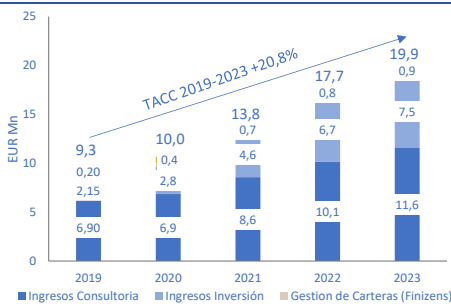


Tabla 2. Resumen de Finizens

Finizens	2020	2021	2022	2023
Ingresos	0,4	0,7	0,8	0,9
Var. a/a		67,2%	26,1%	3,2%
EBITDA rec.	-1,2	-1,1	-0,8	-0,3
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Depreciación y provisiones	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Gastos capitalizados	0,5	0,2	0,3	0,3
EBIT	-1,0	-1,2	-0,9	-0,4

Nota: El EBITDA rec. no incluye activaciones.

Las sinergias entre divisiones (Ingresos: +20,8% TACC 19-23) favorecen el apalancamiento operativo e implican una alta rentabilidad (Mg. EBITDA 2023 >29%)

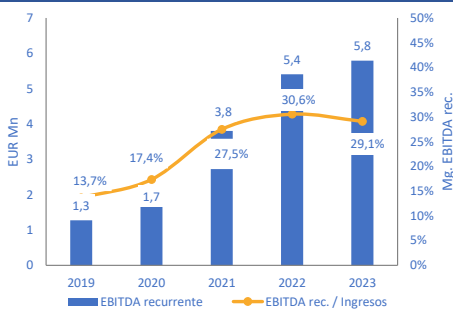
A nuestro juicio, existen razones para pensar en la sinergia entre las dos principales áreas de negocio de APG; ya que la experiencia y el conocimiento adquirido en los proyectos de consultoría permiten identificar oportunidades de inversión, así como tendencias de los principales actores tecnológicos (ya sean públicos o privados). Por otro lado, el conocimiento que el área de inversión adquiere de forma directa en empresas participadas se traduce en recomendaciones que posteriormente pueden usarse en proyectos de consultoría estratégica.

A nivel consolidado, APG registra un fuerte crecimiento en ingresos (TACC +20,8% 2019-2023) hasta los EUR 19,9Mn (Gráfico 7). Por un lado, la consultoría ha crecido +13,8% TACC 19-23, aunque el auténtico despegue proviene de los ingresos por comisiones del área de inversión que han crecido a una TACC 19-23 +36,4%, aumentando su peso en el mix hasta el 37,5% en 2023 (vs 23,1% en 2019).

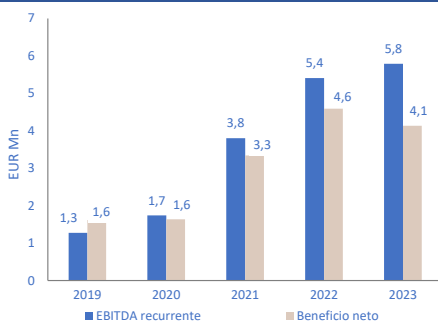
Gráfico 8. Círculo Virtuoso Axon Partners



La naturaleza del modelo de negocio (consultoría e inversión) elimina la necesidad de costes de producción, reduciendo los costes al OPEX. La principal partida de gastos corresponde al gasto de personal que representa aproximadamente el 34-38% de los ingresos. Esta partida tiene un alto componente variable en consultoría por la envergadura/necesidad de los proyectos mientras que en la de inversión es esencialmente fijo. Dado que, una vez creada una estructura, el aumento del patrimonio gestionado (y por tanto de las comisiones) es factible sin necesidad de aumentar los empleados proporcionalmente (clave del apalancamiento operativo en el segmento de mayor crecimiento). El mayor riesgo al que se enfrenta el modelo de negocio es, por tanto, la salida de empleados clave.

Gráfico 9. EBITDA recurrente y Margen EBITDA rec. (2019 - 2023)


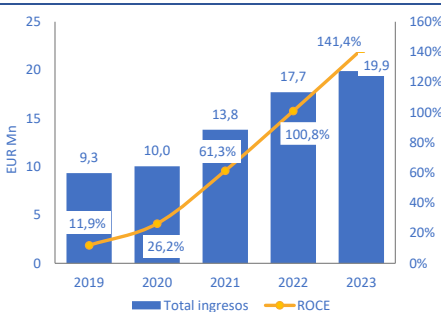
El resto de los costes de explotación están concentrados en dos partidas que suponen >70%: i) “Servicios profesionales independientes” por la subcontratación de servicios para realización de proyectos, que en 2023 representó el 62,4% del total (incluye transacciones entre partes vinculadas por EUR 916Miles en 2023); y ii) “Gastos de viaje” (incluyen desplazamientos para captación de clientes y proyectos fuera de la UE) que constituyen el 10,5% del total. El peso de estos gastos se ha ido reduciendo en los últimos años, apalancándose el crecimiento visto (32,9% s/Ingresos 2023 vs 51,6% en 2019) y generando una clara mejora de márgenes. Entre 2019-2023, el EBITDA recurrente (sin tener en cuenta activaciones por I+D) de APG se ha cuadruplicado, pasando de EUR 1,3Mn en 2019 a EUR 5,8Mn en 2023 (TACC 19-23: +46,0%). Nuestro modelo recoge un Mg. EBITDA rec. de c. 25% en la línea de consultoría que se habría mantenido estable durante 22-23 (vs 20% media de comparables), sumado a la visible mejora de rentabilidad de Finizens (EBITDA sin activaciones 2019: EUR -1,2Mn vs EUR -0,3Mn en 2023).

Gráfico 10. EBITDA recurrente vs Beneficio Neto (2019 - 2023)


Aunque el negocio más lucrativo de APG es el de inversión, cuyo margen EBITDA se encuentran entre el 40%-50% (muy variable por el efecto de las desinversiones). El mayor peso de la división de inversión en el mix y el break-even en Finizens han sido los principales drivers de la mejora de niveles de rentabilidad desde 2019. El margen EBITDA recurrente ha aumentado +15,4p.p. hasta el 29,1% en 2023 (vs 13,7% en 2019).

Una estructura “ligera en costes” que hace posible un elevado ratio de conversión del EBITDA en Beneficio Neto (media -5y: c. 80%)...

Por debajo del EBITDA, el modelo de negocio de APG es “ligero” en costes. El gasto de amortización de c. EUR 0,4Mn en 2023 (vs EUR 0,5Mn en 2022) está ligado a la actividad de Finizens (c.80% del gasto corresponde a esta división). De igual forma, los gastos capitalizados (activaciones) se mantuvieron en EUR 0,3Mn durante los últimos dos años, asociados al desarrollo/actualización de la plataforma que utiliza Finizens para su actividad.

Gráfico 11. Ingresos vs ROCE (2019-2023)


Lo que se traduce en un crecimiento casi idéntico del EBIT (TACC 19-23: +43,8%) al del EBITDA (TACC 19-23: +46%). En 2023 APG registra un EBIT de EUR 5,6Mn lo que supone un Mg. EBIT del 28,4% (vs EUR 5,1Mn y 28,6% en 2022). Lo que ha llevado al ROCE >100% mostrando una excelente creación de valor.

La generación de caja del negocio y, pese al elevado reparto de dividendos, permite mantener una posición de caja neta (0,4x Caja Neta/Equity 2023). Y traslada íntegramente las mejoras en EBIT al Beneficio Neto. La tasa fiscal se ha mantenido por encima del 25% (tasa fiscal media -5y: 37%) debido al peso de los ingresos de fuera de Europa, como Arabia Saudí. APG registra un Beneficio Neto positivo que pasa de los EUR 1,6Mn en 2019 a EUR 4,1Mn en 2023.

... y en FCF recurrente (c.66% s/EBITDA rec.). Una abundante generación de caja que favorece la alta retribución al accionista (Pay-out medio >70%)

El modelo de negocio se caracteriza por no requerir CAPEX y, al encontrarse en posición de Caja Neta, sin apenas gasto financiero. El WC/Vtas c.7,7% media -5y fluctúa en base el cobro de comisiones por aumentos de capital en fondos ya existentes y los cobros de los proyectos de consultoría. Lo que lleva a APG a generar abundante caja (FCF yield 2023: 5,7%).

Desde 2019, APG ha generado EUR 11,9Mn de FCF recurrente acumulado (conversión media del EBITDA rec. en caja c.66%). Y han repartido un dividendo acumulado de EUR 13,3Mn (vs EUR 15,3Mn de BN acumulado) lo que supone un Payout acumulado de c.87%. El cálculo para el reparto del dividendo de APG es el 75% del resultado operativo neto de las divisiones de inversión y consultoría (sin tener en cuenta Finizens). En base a los BAI de ambas divisiones y un 25% teórico de tasa fiscal (ver tabla 3). La diferencia entre el cálculo teórico y el resultado final (tasa impositiva media c.37% y consolidación del resultado de Finizens) lleva a mantener un pay-out efectivo sobre el BN consolidado >70% anual.

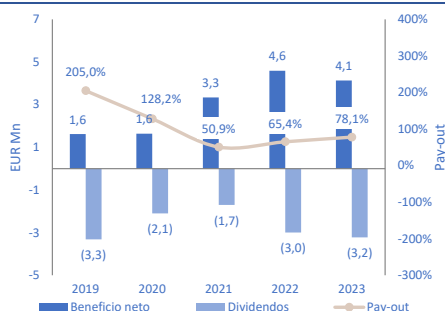
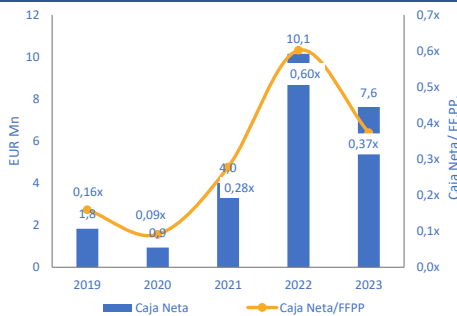
Gráfico 12. Beneficio Neto, Dividendos y payout (2019-2023)


Tabla 3. Cálculo de dividendo (2021-2023)

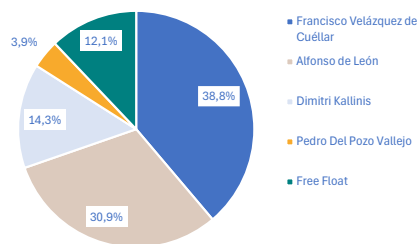
EUR Mn	2021	2022*	2023
BAI (Inversión y Consultoría)	4,89	6,07	5,80
Tasa Fiscal 25%	-1,22	-1,52	-1,45
Beneficio Neto Teórico (I+C)	3,67	4,56	4,35
Dividendo con cargo a resultados	1,70	3,42	3,25
Pay-out (%)	46,3%	75,0%	74,7%
Dividendo Total	3,02	5,80	3,25
Beneficio Neto Consolidado	3,34	4,59	4,13
Pay-out Consolidado (%)	90,3%	126,3%	78,5%

* En 2022 hubo repartos de dividendos adicionales por desinversiones (EUR 2,8Mn fueron en especie). La tabla hace referencia a los dividendos aprobados según CCAA.

Gráfico 13. Evolución Caja Neta (2019-2023)


...que a su vez hace posible mantener una posición de balance (hiper) saneada (Caja Neta 2023: EUR 7,6Mn; Caja Neta/FFPP 0,4x)

APG cuenta con una posición de Caja Neta que asciende a EUR 7,6Mn (EUR 10,1Mn en 2022). La generación de caja y las bajas necesidades de inversión le han llevado a disfrutar de una sólida posición de balance (Caja Neta/FFPP 2023: 0,4x; Caja Neta desde 2019). Lo que le ha beneficiado a la hora de sortear las crisis de los últimos años (subidas de tipos, pandemia, inestabilidad geopolítica). Una sana posición de balance que abre la puerta a: (i) incrementar su ritmo de crecimiento a través de crecimiento inorgánico, (ii) aumento del Pay-out, o (iii) aumentar la participación de APG en sus propios fondos (c. 8% de media).

Gráfico 14. Estructura accionarial


Dentro del Balance de APG también se encuentran las participaciones que la compañía tiene en sus propios fondos gestionados, registrados, *de facto*, como activos financieros que en 2023 ascendían a EUR 12,6Mn (vs EUR 6,9Mn en 2022).

Un Consejo controlado por los fundadores (y, a su vez, principales accionistas), plenamente involucrados en la gestión de la compañía

Axon Capital (Inversión) y SPV Advisors (Consultoría) son fundadas en 2006 por Francisco Velázquez. Alfonso León se incorpora a Axon Capital en 2006. En 2009 se incorpora Dimitri Kallinis a SPV Advisors. En 2012 se crea el grupo de Axon Partners, y en 2015 se funda Axon Wealth Advisory Digital (Finizens). Tras la salida a Bolsa (BME Growth) en julio de 2022, el control de APG sigue en manos de los tres socios fundadores, plenamente involucrados en la gestión de la compañía, y que poseen el 84,9% del capital conjuntamente (Gráfico 14). Las participaciones están distribuidas entre Francisco Velázquez, presidente y Co-CEO (38,8%), Alfonso de León, Co-CEO (30,9%) y Dimitri Kallinis, Co-CEO (14,3%).

Los fundadores han demostrado un claro compromiso a largo plazo con APG. Esta visión a largo plazo y la implicación de los socios en la gestión dan estabilidad de la estructura accionarial. El free float es del 12,1%.

En conclusión: una combinación de negocios sinérgica, probadamente capaz de un alto crecimiento y compromiso con una elevada rentabilidad por dividendo

APG ha conseguido hacerse un hueco en el sector tecnológico a través de una estrategia diferencial basada en un modelo de negocio mixto (y claramente "atípico") que permite capturar oportunidades tanto en el área de consultoría como en el de inversión (incluyendo Finizens). El potencial de crecimiento ha sido visible en ambas líneas de negocio. Hoy la "foto" de APG puede resumirse en:

- **Modelo de negocio único muy diversificado y de nicho**, que combina consultoría estratégica e inversión en tecnología. Creando un círculo virtuoso que genera sinergias (de ingresos y costes) para la compañía, al mismo tiempo que le permite diversificar sus ingresos, mitigando el riesgo de negocio. Todo ello, sumado a la alta diversificación de la que disfruta APG tanto a nivel geográfico con presencia en >70 países (97,9% de ingresos en consultoría de APG provienen fuera de España) como el abanico de servicios y la propia cartera de clientes.
- **Track récord positivo en términos de crecimiento y rentabilidad**. APG ha demostrado capacidad de crecer a doble dígito (+20,8% TACC 19-23) hasta alcanzar unos ingresos de EUR 19,9Mn en 2023. Acompañado de unos márgenes elevados (Mg. EBITDA del 30%) y sin partidas significativas hasta Beneficio Neto (tasa de conversión EBITDA rec a Beneficio Neto: c.80%).

- **Elevada capacidad de generar caja y compromiso con la retribución al accionista.** Un modelo de negocio “ligero” en costes por dos razones: (i) sin grandes necesidades de capital y (ii) sin costes de producción/manufactura (compañía 100% servicios).

Elevado ratio de conversión del EBITDA rec. en FCF rec. (83,7% del EBITDA rec. en 2023; FCF Yield 2023: 5,7%). Lo que soporta la política de repartir el 75% del Beneficio Neto de las divisiones de Consultoría e Inversión. Desde 2019, APG ha repartido un total de EUR 13,3Mn en dividendos, lo que implica un Pay-out 87%.

- **Balance saludable.** APG mantiene una posición (estructural) de Caja Neta desde 2019 pese al compromiso de alta retribución al accionista. En 2023 la Caja Neta asciende a EUR 7,6Mn (Caja Neta/FF.PP. 0,4x).

Hoy APG cuenta con buenas perspectivas de crecimiento en el m/p y l/p (mayor penetración en mercados colindantes con Arabia Saudí, mayor captación de capital y creación de nuevos fondos). La diversificación de sus fuentes de ingresos junto con su sólida posición de Caja Neta le confiere un perfil de bajo riesgo operativo. La tecnología es una industria disruptiva en constante innovación y de rápido crecimiento que ofrece un amplio abanico de oportunidades.

Lo que convierte a APG en una “idea” interesante y “atípica” de inversión en el sector tecnológico global por una doble vía (consultoría e inversión) que se ha probado sinérgica y efectiva. Desde el punto de vista del inversor, APG permite (i) la inversión directa en tecnología (la propia APG) como (ii) indirecta a través de los fondos gestionados por APG y en los que participa (libre de comisiones de gestión).

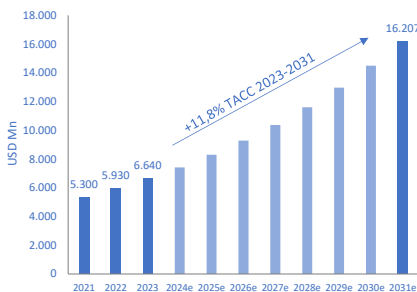
El equity story de APG pasa por escalar su negocio, en concreto, el de gestión de activos (de mayor rentabilidad) aumentando el patrimonio gestionado (sin elevadas necesidades de aumentar personal). Lo que hará posible continuar apalancando los costes al crecimiento (que no muestra signos de fatiga) y dar continuidad a la mejora de márgenes vista desde 2019. Y que ha permitido un fuerte salto en tamaño en EBITDA Rec., FCF y dividendos.

Consultoría en tecnología e inversión alternativa; dos industrias diferentes con un mismo driver de crecimiento: la digitalización

La industria de la tecnología es dinámica y está en constante evolución a nivel global. Su capacidad para innovar rápidamente e integrarse en diversos sectores (comunicaciones, transportes, retail) ha revolucionado todos los aspectos de nuestra vida y redefine constantemente los modelos de negocio de las empresas.

La adopción de nuevas tecnologías digitales, la mejora de las infraestructuras de red y la creciente demanda de conectividad en múltiples industrias y localizaciones impulsa continuamente el crecimiento del sector tecnológico. No obstante, la fuerte regulación impuesta por gobiernos e instituciones, que buscan garantizar el acceso equitativo a los servicios, es uno de los principales obstáculos en el crecimiento. En ocasiones, las fuertes disrupciones tecnológicas requieren de legislación hecha a medida (caso de la Inteligencia Artificial).

Gráfico 15. Tamaño del mercado global de consultoría en TIC (2021-2031e)

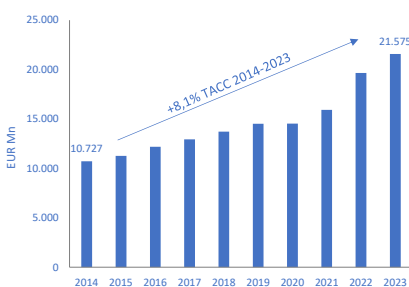


Fuente: Market Research.

La consultoría es una industria heterogénea y en crecimiento que aporta servicios en todos los momentos del ciclo y para cualquier sector

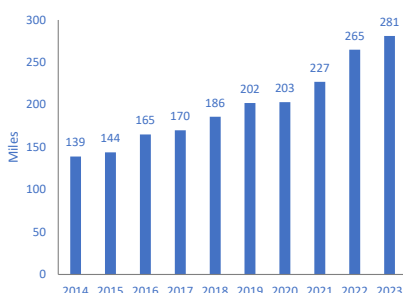
El negocio de la consultoría, en términos globales, tiene un comportamiento anticíclico. No porque todos los nichos o sectores dentro de la consultoría se beneficien en cualquier momento del ciclo económico. Sino por el enfoque global de la consultoría a lo largo de todo el ciclo. En épocas de crecimiento económico, empresas y gobiernos recurren a consultores para asesorarlos en la entrada a nuevos mercados, implementación de estrategias, adaptación a nuevas normativas o procesos de fusiones y adquisiciones. Mientras que, en tiempos de crisis, la demanda aumenta por reestructuraciones, énfasis en la reducción de costes y la anticipación a nuevas tendencias de consumo.

Gráfico 16. Ingresos consultoría en España (2014-2023)



Fuente: Asociación Española de Consultoría.

Gráfico 17. Número de empleados en consultoría en España (2014-2023)



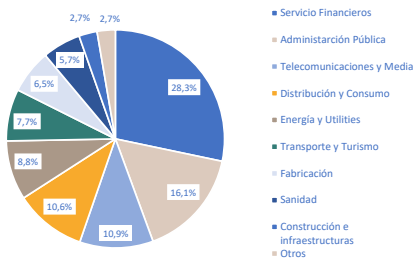
Fuente: Asociación Española de Consultoría.

A nivel global, el sector de la consultoría está ampliamente segmentado y puede clasificarse de diversas maneras: (i) en primer lugar, destacan las Big 3 (McKinsey & Company, Boston Consulting Group y Bain & Company), reconocidas como las firmas más prestigiosas y líderes de la industria. Estas compañías suelen encargarse de proyectos estratégicos de alto impacto y son vistas como referentes globales, (ii) en un siguiente nivel se encuentran las consultoras tier 2, como Accenture, Oliver Wyman, Kearney y L.E.K. Consulting, que gozan de una sólida reputación y participan en proyectos relevantes, aunque no alcanzan el mismo nivel de exclusividad que las Big 3, (iii) por otro lado, las Big 4 (Deloitte, EY, KPMG y PwC) se especializan principalmente en servicios financieros y corporativos, incluyendo auditoría, fusiones y adquisiciones (M&A), gestión de riesgos, valoraciones y actividades relacionadas y, (iv) finalmente, en un segmento más reducido, están las boutiques, consultoras especializadas en nichos específicos del mercado, como es el caso de Booz Allen, Marsh & McLennan o JTC (segmento en donde se incluiría también APG).

En España, el sector de la consultoría tiene un peso relevante en la economía. De acuerdo con la Asociación Española de Empresas de Consultoría (AEC), la industria ha crecido a un dígito alto durante los últimos 9 años (+8,1% TACC 2014-2023) generando ingresos de EUR 21.575Mn en 2023 (c.1,48% del PIB; EUR 7.637Mn de ventas en el exterior) empleando a 281Miles de profesionales (32% mujeres). La necesidad de profesional altamente cualificado conllevó que la inversión en formación por empleado fuese más de 2,7x la media del conjunto de los sectores en España. En concreto, EUR 328 por empleado. Durante el último año, se realizaron alrededor de 72.500 contrataciones (96,1% indefinidas), el 47% de las contrataciones son recién titulados universitarios.

Los sectores con mayor demanda de servicios de consultoría en 2023 en España fueron: (i) el sector financiero (28,3%), (ii) la Administración Pública (16,1%) y (iii) telecomunicaciones y media con el 10,9% de la demanda.

El auge de la inteligencia artificial se ha transformado en uno de los principales catalizadores del sector tanto a nivel de demanda, como en I+D y formación de profesionales. La fuerte disrupción está cambiando el sector de la consultoría tecnológica para facilitar el manejo de grandes volúmenes de datos, mejorar la toma de decisiones, resolver problemas y ofrecer mejores soluciones a sus clientes.

Gráfico 18. Ingresos por sectores (2023)


Fuente: Asociación Española de Consultoría.

Entre las herramientas de inteligencia artificial más utilizadas en consultoría se encuentran: (i) el machine learning, empleado para detectar patrones y optimizar modelos analíticos, (ii) el procesamiento de lenguaje natural (NLP), que facilita el análisis de textos, (iii) la visión por computadora (computer vision), utilizada para identificar tendencias mediante imágenes o videos, y (iv) la automatización robótica de procesos (RPA), que permite automatizar tareas administrativas.

Estas tecnologías están evolucionando de ser una herramienta complementaria para convertirse en el núcleo de las soluciones de consultoría. Su correcta implementación determinará las empresas que estén a la vanguardia, redefiniendo los modelos tradicionales y ampliando los servicios que ofrecen a los clientes.

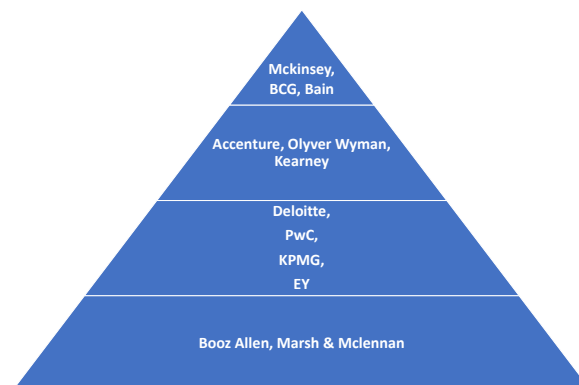
Consultoría tecnológica: Un nicho (con elevado potencial) dentro de consultoría

La necesidad de contar con personal altamente cualificado es característica esencial para la consultoría tecnológica. La escasez de talento con las habilidades y experiencia necesarias para el desarrollo en tecnologías como el 5G, IoT e Inteligencia Artificial lleva a empresas y gobiernos a recurrir a consultoras tecnológicas. La demanda de servicios tecnológicos también engloba aspectos de ciberseguridad y protección de datos, e integración y migración a sistemas tecnológicos contemporáneos que faciliten el procesamiento y almacenamiento de datos para su posterior uso en sistemas predictivos o de análisis (impulsados por la IA).

Los principales drivers del mercado de la consultoría tecnológica son: (i) la necesidad de adaptación de las empresas a las mejoras de procesos y transformaciones derivadas de la innovación tecnológica, (ii) la llegada de tecnologías disruptivas como el 5G y el Internet de las Cosas (IoT), junto con los desafíos de su implementación, (iii) el cumplimiento de normativas que regulan la industria, y (iv) el significativo aumento de la competitividad y la tendencia a la consolidación en un mercado marcado por el M&A que propicia la necesidad de estar continuamente a la vanguardia tecnológica para mantenerse competitivos.

Según Business Research se estima que el mercado global de consultoría en el sector tecnológico tiene un tamaño de c. USD 114.010Mn, y se proyecta que crecerá a una tasa TACC 2023-2028e +8,7%, hasta alcanzar los c. USD 183.999Mn en 2028e.

En 2023, la consultoría tecnológica generó UR 2.351Mn (10,9% s/total consultoría) de ingresos en España. El mercado de consultoría tecnológica español es muy dinámico y competitivo. Firms internacionales como Accenture, Deloitte, Capgemini, IBM y NTT Data ofrecen servicios en el país y compiten con compañías locales como Indra, Altia, Vass y APG.

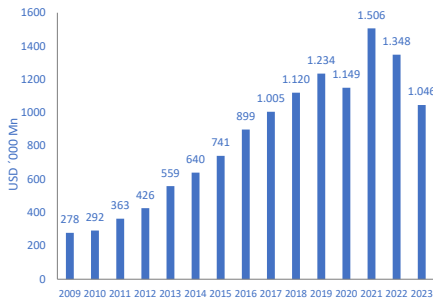
Gráfico 19. Clasificación de las principales consultoras


Nota: Pese al reducido tamaño actual de APG. La gama de servicios que ofrece la compañía se ubicaría al nivel de Booz Allen y Marsh & McLennan por tipología de servicio.

Oriente medio: Una oportunidad de exportar servicios de consultoría en un mercado emergente

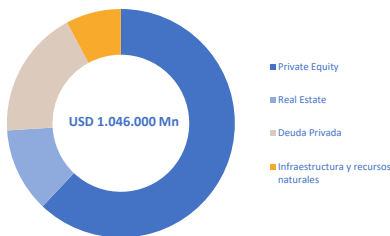
La industria de la consultoría tecnológica en Oriente Medio ha crecido de forma acelerada en la última década, impulsada por la ambiciosa transformación digital de los países de la región. Este desarrollo está enmarcado en iniciativas como Visión 2030 de Arabia Saudita, el enfoque en ciudades inteligentes y la diversificación económica de países del Golfo, que buscan reducir su dependencia del petróleo.

Gráfico 20. Fondos captados por capital privado a nivel mundial (2009-2023)



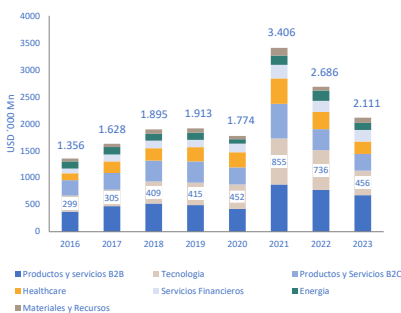
Fuente: McKinsey.

Gráfico 21. Capital captado por los fondos de capital privado (2023)



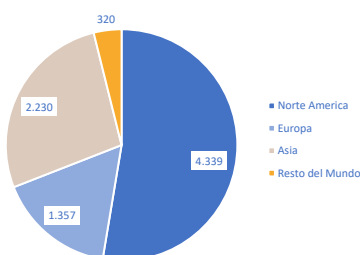
Fuente: McKinsey.

Gráfico 22. Tamaño global transacciones de private equity (2009-2023)



Fuente: McKinsey.

Gráfico 23. Activos bajo gestión de Private Equity en 2023 (USD Bn)



Fuente: McKinsey.

En resumen, la industria goza de vientos de cola favorables en la región por:

- Gobiernos como los de Emiratos Árabes Unidos (EAU), Arabia Saudita y Qatar que lideran programas de digitalización en áreas como la Administración Pública, salud, educación y movilidad.
- Proyectos de ciudades inteligentes como Neom en Arabia Saudita y Masdar City en Emiratos (EAU) demandan soluciones avanzadas en IoT, Big Data, Inteligencia Artificial y energías sostenibles.
- Inversión significativa en blockchain, ciberseguridad, Inteligencia Artificial y soluciones en la nube.
- Organismos como el Fondo de Inversión Pública (PIF) de Arabia Saudita han destinado grandes recursos para fomentar la innovación tecnológica en el sector privado y en el público.

El M&A sigue siendo la herramienta favorita para crecer en tamaño y ampliar la oferta de servicios

El crecimiento inorgánico es una estrategia ampliamente utilizada por las consultoras para expandirse en nuevos mercados y adquirir nuevas líneas de servicio. Aunque el mercado global de fusiones y adquisiciones (M&A) ha enfrentado desafíos debido a factores macroeconómicos como la inflación, el aumento de los tipos de interés y la inestabilidad geopolítica de los últimos años, las consultoras siguen buscando oportunidades estratégicas para reforzar su presencia en sectores clave, como la tecnología y la transformación digital.

Dentro del segmento de la consultoría tecnológica destacamos ejemplos como la adquisición de Everis por parte del grupo NTT Data en 2014 (EUR 560Mn) y la compra de Altran Technologies por parte de Capgemini en el año 2019 (EUR 5.000Mn).

El Private Equity (PE) es una opción cada vez más atractiva para los inversores

Las inversiones alternativas engloban Private equity/Venture Capital (PE/VC), deuda privada, Real Estate o inversiones en infraestructuras. Este tipo de inversiones han experimentado un notable desarrollo durante los últimos años a nivel mundial, rozando el pico en 2021 tras el Covid-19, con la captación de USD 1.506Bn (vs USD 278Bn en 2009).

La popularidad de estos vehículos de inversión se debe a factores como: (i) las mayores rentabilidades en comparación con los mercados cotizados, (ii) la creciente necesidad de diversificar grandes volúmenes de capital y (iii) los beneficios derivados de su baja correlación con los mercados tradicionales. Pese a la confidencialidad inherente respecto a los retornos en términos de rentabilidad, el aumento en la captación de fondos y dentro de las carteras de los inversores denotan el éxito de este tipo de inversiones.

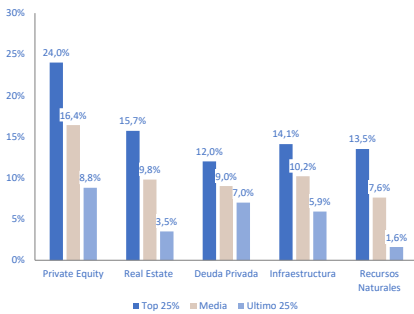
El segmento de PE/VC supone cerca del 62% del capital total captado en 2023 según McKinsey. Siendo el principal mercado el norteamericano (c.70% del total) seguido del europeo (24,5% del capital). El objetivo de las inversiones de este segmento suelen ser pequeñas compañías en fases de expansión y Mid-Market. La incertidumbre derivada del Covid-19, provocó una desaceleración en las nuevas inversiones y en la captación de fondos en 2020 (-7% vs 2019) así como un menor número de transacciones, con el foco puesto en gestionar las empresas que ya estaban en sus carteras.

Tras el colapso inicial derivado de las restricciones impuestas por el Covid-19, con especial hincapié en sectores como transporte, retail y hostelería, el Private Equity se recuperó más rápido de lo previsto en 2021 y 2022, principalmente impulsados por las medidas de apoyo fiscal y monetario de gobiernos y bancos centrales alrededor de todo el mundo. El sector tecnológico, en particular, experimentó una expansión significativa. Empresas de comercio electrónico, software, fintech, salud digital y entretenimiento en línea registraron un notable aumento en la demanda, lo que atrajo una mayor inversión de Private Equity. La demanda de servicios de digitalización conllevó importantes inyecciones de capital en compañías del sector.

El 2023 estuvo marcado por desafíos para el Private Equity a nivel global...

Según el estudio de McKinsey, "Global Private Markets Review 2024: Private Market in a slower era", el año 2023 fue un año complejo, marcado por factores como el aumento de los tipos de interés y la incertidumbre macroeconómica (derivada de los conflictos geopolíticos como Ucrania e Israel). A nivel global, la recaudación de fondos cayó un -22% (vs 2022). Por regiones, Europa mostró el comportamiento más resiliente, con una disminución de -3%, seguida de Norteamérica (-22%) y Asia (-48%).

Gráfico 24. Retornos por clase de activos



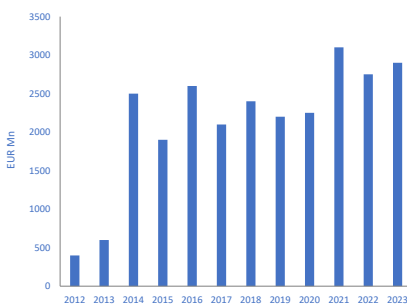
Fuente: McKinsey.

Gráfico 25. Distribución de la inversión de PE/VC en España 2023



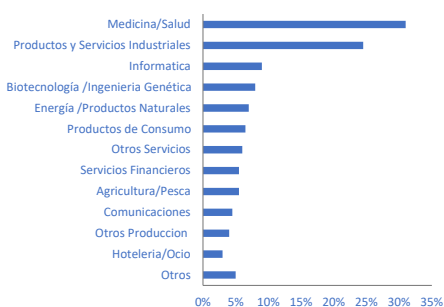
Fuente: Spaincap

Gráfico 26. Nuevos Recursos Captados en España 2012-2023



Fuente: Spaincap

Gráfico 27. Volumen de inversión Private Equity & Venture Capital por sectores en 2023



Fuente: Spaincap

No obstante, los fondos más grandes continuaron expandiéndose, incrementando la concentración del mercado. Las 25 principales entidades de PE acapararon el 41% del total de fondos recaudado.

A pesar del menor nivel de recaudación de fondos, los activos bajo gestión (AUM) en 2023 ascendieron a la cifra de USD 13,1Bn (+14,0% TACC 2013-2023). El capital comprometido, pero no utilizado alcanzó un nuevo récord de USD 3,7Bn (+19% vs 2022) impulsado por la disminución en el número de transacciones durante el año y la preferencia de los gestores por mantener activos en lugar de venderlos en un entorno de bajas valoraciones.

Por clase de activo: (i) el Private Equity, tuvo su segundo peor año desde la crisis financiera global, con una TIR del 2,5%, (ii) la deuda privada fue la categoría de mejor desempeño, con una TIR del 5,1%, impulsada principalmente por las altas tasas de interés, (iii) el sector inmobiliario (Real Estate) registró pérdidas por primera vez desde 2008, con una TIR del -3,5%, mientras que (iv) las infraestructuras y los recursos naturales mostraron rendimientos por debajo de sus promedios históricos, con retornos del 3,4% y 1,7%, respectivamente.

Europa ha mostrado un desempeño notable en el ámbito de compras apalancadas (buyouts), que lideraron el crecimiento en la región con un incremento del 87 %, alcanzando los USD 122.000Mn. Por el contrario, los fondos destinados al VC en Europa cayeron un 25%, quedándose en USD 17.300Mn. Esta dinámica refleja una tendencia global, ya que el VC ha sido el segmento más afectado dentro del Private Equity debido a su alta exposición a flujos de efectivo de largo plazo, que tienden a depreciarse en entornos de mayores tasas de descuento.

Además, ha sido testigo de un desplazamiento hacia fondos de mayor tamaño, aquellos superiores a USD 5.000Mn de dólares, capturando una proporción significativa del capital total recaudado. Este comportamiento responde a la preferencia de los inversores por estrategias que limiten el riesgo en un contexto económico incierto.

En general, Europa sigue bien posicionada para mantener su atractivo dentro del Private Equity global. Factores como su resiliencia relativa, la diversificación en estrategias y el aprovechamiento de nuevas fuentes de financiación, refuerzan un panorama optimista a medio y largo plazo. Además del esfuerzo que lleva a cabo Europa para mantener la inversión en capital privado a partir de fondos públicos (Next Generation) y subvenciones que utilizan para seguir incrementando la actividad. APG se encuentra bien posicionado para hacer de intermediario entre Europa y el destino final de inversiones. Si las condiciones económicas globales comienzan a estabilizarse, el capital privado europeo podría consolidar aún más su relevancia en el escenario internacional.

...aunque España ha sido capaz de capear mejor el temporal

En España, la inversión en Private Equity está concentrada esencialmente en tres regiones: Madrid (33,9%), Valencia (24,1%) y Cataluña (21%) que en total suponen el 79% del total invertido en España. La captación de nuevos fondos en España no parece verse afectada por los eventos macroeconómicos, ya que los nuevos fondos crecieron un 11,2% en 2020 y un 21,0% en 2021. El apetito por este tipo de inversiones está liderado principalmente por los "family office" (empresas creadas para la gestión de patrimonios familiares altos) y por el sector público (Instituto de Crédito Oficial y Fondo Europeo de Inversiones). Según el informe "Venture Capital & Private Equity activity in España" de SpainCap, 2023 fue el año con el segundo mejor registro histórico de la última década en términos de captación de nuevos recursos (EUR 2.702Mn solo superado por 2021 con EUR 2.960Mn) pese a una situación macro adversa.

Tras el rebote experimentado en términos de inversión (AuM) en 2021 y 2022, el 2023 ha sido un año de retroceso (inevitable) registrando un importe de EUR 6.709Mn (-27%; en línea con el comportamiento global) al darse un contexto de altas tasas de interés y diferencias significativas de las valoraciones entre compradores y vendedores. Del total de inversión del Private Equity (569 empresas), el 90% eran Pymes. El tamaño medio de las inversiones oscila entre EUR 9-12Mn. El valor de las operaciones cerradas en 2023 alcanzó los EUR 13.073Mn (vs EUR 18.721Mn en 2022). El middle market ha sido el que más se ha resentido con una inversión de EUR 1.736Mn en 74 operaciones (vs EUR 3.088Mn y 114 operaciones en 2022).

En España, las gestoras disponen de EUR 49.778Mn de fondos bajo gestión (de los que EUR 32.174Mn son de gestoras internacionales). Además, la cantidad de dinero pendiente de invertir bajo gestión (dry powder) se encuentra en máximos (EUR 6.038Mn) a cierre de 2023. Por sectores el volumen de inversión en 2023 estuvo liderado por los sectores de Medicina y Salud y Productos y servicios industriales. De acuerdo con el informe de SpainCap, las desinversiones en 2023 se elevaron hasta los EUR 1.367Mn (-30% vs 2022) con 316 desinversiones materializadas (-28% vs 2022).

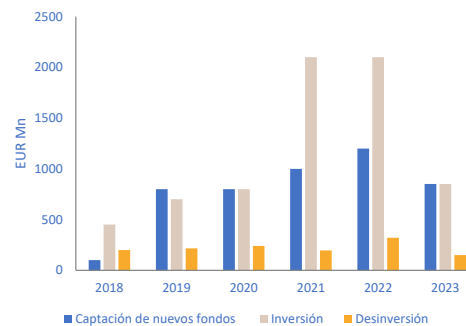
2024 es, sin duda, un año de recuperación, impulsada por la bajada de tipos de interés y la capacidad de adaptación del negocio de Private Equity. Según la SpainCap, en los 9 primeros meses de 2024 se ha conseguido recaudar c. EUR 2.700Mn (por encima de 2023), aumentando las desinversiones +75,4% respecto a 2023, lo que implica que el momentum del sector ha mejorado significativamente.

Tabla 4. Principales transacciones de Private Equity & Venture Capital en España (2023)

Empresa	PE/VC	Tipo Operación
SNFL Mediterraneo	EQT Partners	Buyout
Marnys	Magnum Partners	Buyout
Samy Road	Bridgepoint	Buyout
Arthes Biotech	Invivo Ventures, Advent Franca, CDTI, etc	Early Stage
Blue Marble Satellite Information Services	CDTI, Conexo Centures, Axis	Start-up
Cabify	Axis	Later Stage Venture
Innovamot Education	Axon, Kibo Ventures, Barlon Capital, etc	Later Stage Venture
Mitiga Solutions	Creas Impacto, Faber CV, Kibo Ventures, etc	Early Stage Venture
Signalit Technology	Kibo Ventures, Insight Partners	Early Stage
The Wise Seeker	Moirá Capital Partners	Early Stage

Fuente: SpainCap

Gráfico 28. Evolución de las principales magnitudes de Venture Capital en España (2023)



Fuente: SpainCap

En conclusión, dos industrias sinérgicas centradas en un nicho (tecnología) impulsado por la transformación digital, que actúa como viento de cola y genera un momentum sectorial muy favorable

El futuro de la consultoría tecnológica está totalmente correlacionado con la continua mejora de las tecnologías existentes y la aparición de nuevas (como la IA o el Big Data). La necesidad de las compañías de adaptarse e incluirlas en sus procesos productivos/modelos de negocio refuerza la necesidad de la consultoría tecnológica, así como la adaptación a las nuevas regulaciones relacionadas con las Tecnologías de la Información (TIC). Una industria que esperamos siga creciendo en el futuro (+8,7% TACC 2023-2028eg).

Mientras que el interés y el apetito inversor por el Private Equity ha quedado patente en los buenos datos del tercer trimestre de 2024 (récord de recaudación de fondos, desinversiones +75%). Todo apunta a que un caldo de cultivo favorable como el actual se debería traducir en un comportamiento excepcional a corto y medio plazo del sector gracias, esencialmente, a la relajación de las condiciones de financiación

A nuestro juicio, las razones que empujan las buenas perspectivas de ambos sectores son:

- **Un entorno cambiante y marcado por la aparición de nuevas tecnologías.** La innovación y la disrupción de las nuevas tecnologías que permiten mejorar la vida de las personas o incrementar la rentabilidad en los modelos de negocio ha sido una constante que se ha acelerado desde la aparición de internet y la conectividad.
- **Un nicho con elevado potencial.** Pese a que ambas industrias en términos globales pueden, *a priori*, mostrar un carácter acíclico, el segmento de la tecnología que requiere de elevada inversión para llevarse a cabo se ha visto afectado por el aumento de los costes de financiación. Lo que implica un mayor riesgo de negocio, pero también mayores expectativas de crecimiento una vez que los tipos de interés han empezado a bajar (y mantienen expectativas de reducciones adicionales).
- **El interés cada vez mayor por las inversiones alternativas.** El interés palpable (fondos captados en 2023: EUR 2.700Mn vs > EUR 500Mn en 2012) atraído por la rentabilidad de estos activos y la necesidad de diversificar las inversiones tradicionales hace que el Private Equity gane cada vez mayor presencia en España.

En definitiva, la tecnología se beneficia de nuevas tendencias disruptivas como la adopción de tecnologías digitales, la expansión de infraestructuras, la creciente demanda de conectividad y el impacto de la Inteligencia Artificial que, a su vez, combina con la fuerte necesidad de capital (en muchos casos aportado por el Private Equity). La creación de nuevas compañías seguirá generando oportunidades para el Private Equity, mientras que la demanda de mano de obra especializada, junto con la implementación de nuevas regulaciones, seguirá impulsando el sector de la consultoría.

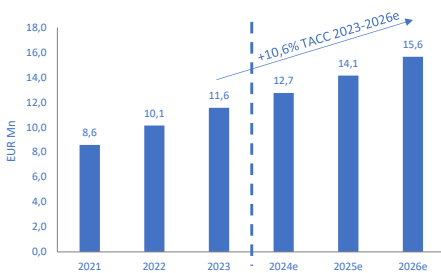
Un negocio atípico con cancha para seguir creciendo (TACC 23-26e: +15%) y mejorando márgenes (Mg. EBITDA 23-26e +5p.p.)

El modelo de negocio de APG ya ha demostrado su capacidad de crecimiento (+20,8% TACC 2019-2023) y mejora de rentabilidad (Mg. EBITDA rec. 2023: 29% vs 13,4% en 2019). Con crecimiento a doble dígito en sus tres líneas de negocio.

APG ha mantenido un crecimiento a doble dígito en el 1S24 (+15,6% vs 1S23), manteniendo la estacionalidad del negocio (explicada por el registro contable de los ingresos de proyectos de consultoría y c.60% de los ingresos consolidados registrados en el 2S). A cierre del 1S24, APG cuenta con EUR 596Mn en Activos Bajo Gestión (AuM). Y un carried interest 1S24 (comisión de éxito latente que incluye la cuantía devengada por los gestores y condicionada a la rentabilidad de la inversión) de EUR 8,7Mn (vs EUR 5Mn en 1S23).

Nos encontramos ante una empresa de servicios con una amplia presencia internacional y el foco en una industria de nicho (tecnología) en crecimiento. Las sinergias entre sus dos líneas de negocio (consultoría e inversión alternativa) quedan demostradas con la defensividad que aporta la línea de inversión a una industria típicamente cíclica como es la consultoría tecnológica. Las preguntas que debemos responder, por tanto, son: ¿cómo va a evolucionar el modelo de negocio en el m/p y l/p? ¿es sostenible el crecimiento a doble dígito en los próximos tres años? y ¿cuál es la capacidad de generación de FCF rec. de APG?

Gráfico 29. Ingresos Consultoría (2021-2026e)

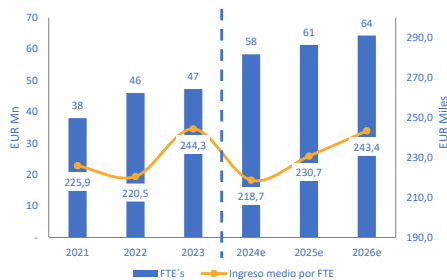


Consultoría: Una oportunidad para hacerse un hueco en Oriente Medio (+10,6% TACC 2023-2026e)

La necesidad de las empresas de innovar y adaptarse al cambio, a través de la adopción de tecnologías emergentes como la IA y el IoT, ha impulsado una fuerte demanda de servicios de consultoría tecnológica. La subcontratación de estos servicios, junto con el creciente reconocimiento de marca de APG, son los factores clave que van a impulsar el crecimiento en esta línea de negocio durante los siguientes ejercicios.

A nivel geográfico, su fuerte presencia en Arabia Saudita (61,7% s/Ingresos de consultoría 2023) tiene un doble efecto: i) capacidad de abrir nuevos mercados colindantes como Dubai o Qatar, mercado de gran potencial que supondría una oportunidad para impulsar el crecimiento orgánico y ii) la posibilidad de obtener contratos más lucrativos que en otras regiones. APG registra un ingreso medio por consultor (Revenue/Full Time Employee) > EUR 200Miles (vs c.EUR 130Miles en Big 4 y c.USD 394Miles de McKinsey & Company, Boston Consulting y Bain). El ingreso medio por consultor se debería reducir de manera temporal en 2024e (-10,5% vs 2023) debido al fuerte aumento del número de consultores ya visto durante el 1S24 (56 empleados de consultoría vs 47 en 2023) pero debería recuperarse durante los siguientes ejercicios hasta alcanzar un ingreso medio por consultor de EUR 243Miles con 64 empleados en 2026e.

Gráfico 30. FTE vs Rev/FTE (2021-2026e)



Estimamos que en 2024e el crecimiento orgánico del negocio continúe a doble dígito (+10,3% vs +13,9% 2023). Y alcance un importe de EUR 15,6Mn en 2026e (vs EUR 11,6Mn en 2023). Lo que implica un crecimiento a doble dígito también en 2025e (+10,9%) y en 2026e (+10,7%), en línea con el crecimiento esperado para la industria de consultoría, y reduciendo el peso de esta línea de negocio en el mix de ingresos hasta el 51,3% en 2026e (vs 58,1% en 2023).

Tabla 5. Ingresos y EBITDA de la división de Consultoría (2021-2026e)

Consultoría	2021	2022*	2023*	2024e	2025e	2026e	TACC 23-26e
Ingresos Consultoría	8,6	10,1	11,6	12,7	14,1	15,6	10,6%
Var. a/a	25,3%	18,2%	13,9%	10,3%	10,9%	10,7%	
EBITDA rec. Consultoría	2,4	2,5	2,9	3,2	3,6	4,0	11,1%
Var. a/a	56,5%	6,4%	13,9%	10,3%	11,6%	11,3%	
Mg. EBITDA Consultoría	27,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,1%	25,3%	
KPIs							
FTE's	38	46	47	58	61	64	
Ingreso medio por FTE (EUR Miles)	225,9	220,5	244,3	218,7	230,7	243,4	
S/Ingresos Consolidado	62,1%	57,3%	58,1%	57,0%	51,7%	51,3%	
S/ EBITDA Consolidado	63,5%	48,6%	50,1%	47,5%	39,6%	38,3%	

Nota: Margen EBITDA 2022-2023 estimado por LH.

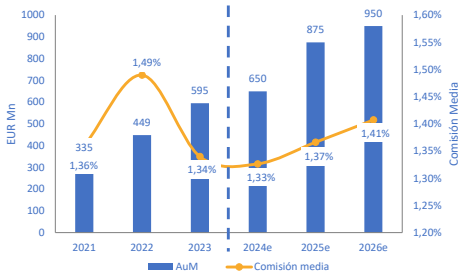
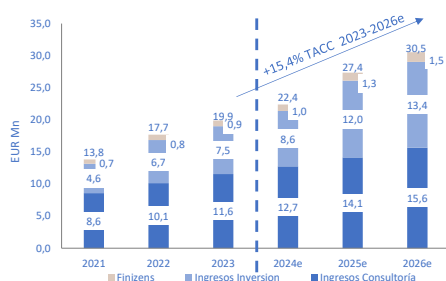
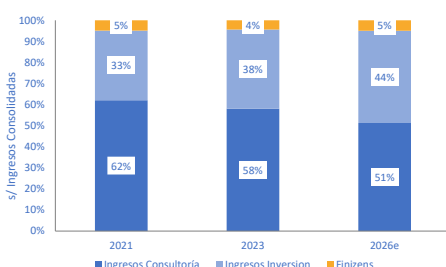
Gráfico 31. AuM vs Comisión Media (2021-2026e)

Gráfico 32. Ingresos línea de inversión (2021-2026e)

Gráfico 33. Ingresos Consolidados (2021-2026e)

Gráfico 34. Mix Ingresos (2021-2023-2026e)


El área de consultoría conlleva un elevado componente variable en su estructura de costes. A cierre de 2021 el Mg. EBITDA rec. de la línea de consultoría se encontraba en 28%. Estimamos que ese nivel se normalizó durante los dos siguientes años hasta el 25% en 2023 (vs 18,4% de media en la industria). Hasta el 2026e, esperamos que el margen EBITDA rec. se mantenga c.25% para esta división.

Inversión alternativa: la captación de nuevo capital es la llave del crecimiento y la clave del equity story (Ingresos inversión: +21,5% TACC 2023-2026e)

La línea de inversión debería continuar siendo la principal palanca de crecimiento de APG a nivel consolidado. Por varias razones: (i) capacidad probada de captar nuevo capital privado, (ii) buen posicionamiento para la captación de fondos públicos en regiones como Europa (Fondos Next Generation) y (iii) aumento de las comisiones (principalmente de gestión).

En enero de 2024, APG fue seleccionada por el BEI para gestionar EUR 40Mn en Andalucía dirigidos al desarrollo de inversiones en I+D+i y transformación tecnológica. Esperamos que el reconocimiento cada vez mayor de la capacidad de gestión de inversiones en Private Equity de APG sea una de las claves en la captación de nuevo capital. Nuestras estimaciones recogen alcanzar la cifra de EUR 950 AuM en 2026e. Para 2024e estimamos un AuM de EUR 650Mn.

El objetivo de APG pasa por aumentar el peso de fondos de inversión directa (comisión de gestión c.2%-2,5%) en la cartera (c.80%) respecto a Fondos de Fondos (comisión de gestión 1,2%-1,4%). Lo que se traducirá en un aumento paulatino de la comisión media anual hasta el 1,41% (vs 1,34% en 2023).

El crecimiento de ingresos de la línea de inversión debería mantener tasas de doble dígito en 2024e (+15,6% vs 2023) y hasta 2026e (+21,5% TACC 23-26e). La falta de visibilidad a partir de 2025e nos lleva a estimar un aumento de EUR 75Mn en el AuM para 2026e, hasta EUR 950Mn.

Al contrario de lo que sucede en la línea de consultoría, la línea de inversión disfruta de un componente más fijo en sus costes de estructura (OPEX). Por lo que nuestras estimaciones recogen una fuerte mejora de la rentabilidad, al ser capaz de apalancar los costes al crecimiento esperado. Estimamos que el EBITDA rec. crezca +24,7% TACC 2023-2026e. Lo que situará el EBITDA 2026e en EUR 6,2Mn (vs EUR 3,2Mn en 2023; margen EBITDA rec. 2026e 46,1%; vs 42,6% en 2023).

Tabla 6. Ingresos y EBITDA de la división de Inversión (2021-2026e)

Inversión	2021	2022*	2023*	2024e	2025e	2026e	TACC 23-26e
Ingresos Inversión	4,6	6,7	7,5	8,6	12,0	13,4	21,5%
Var. a/a	63,9%	46,9%	11,2%	15,6%	38,7%	11,8%	
EBITDA rec. Inversión	2,6	3,7	3,2	3,7	5,4	6,2	24,7%
Var. a/a	81,7%	43,5%	-13,2%	16,4%	46,3%	13,9%	
Mg. EBITDA Inversión	55,9%	54,6%	42,6%	42,9%	45,3%	46,1%	
KPIs							
AuM (EUR Mn)	335	449	595	650	875	950	
Comisión Media anual	1,36%	1,49%	1,34%	1,33%	1,37%	1,41%	
S/Ingresos Consolidado	33,0%	37,9%	37,5%	38,5%	43,7%	43,8%	
S/ EBITDA Consolidado	67,1%	67,7%	54,9%	55,2%	60,3%	59,6%	

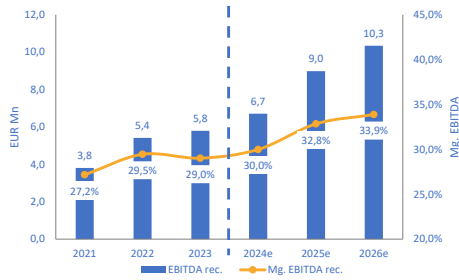
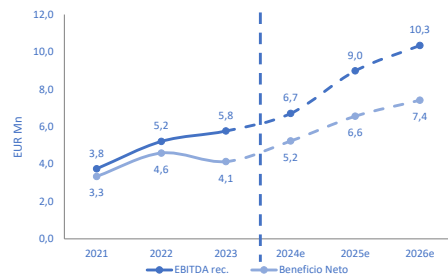
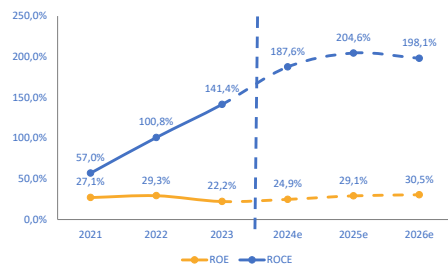
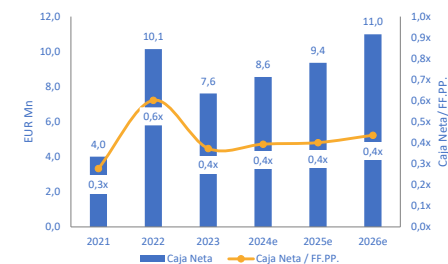
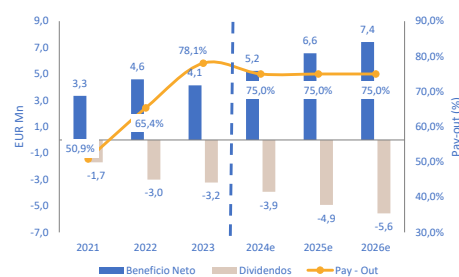
Nota: Margen EBITDA 2022-2023 estimado por Lighthouse.

A nivel consolidado, el mayor peso de la línea de inversión en el mix será el principal catalizador para aumentar la rentabilidad (Mg. EBITDA 26e: 34%; +4,8p.p. vs 2023)

Los ingresos de Finizens también crecerán a doble dígito (+20,1% TACC 2023-2026e) hasta EUR 1,5Mn (vs EUR 0,9Mn en 2023). Aunque el impacto sobre los ingresos consolidados no superará el 5%. Con una estimación de captación de c. EUR 120Mn de euros al año de AuM hasta EUR 720Mn (vs EUR 400Mn en 2023). Y superando break-even durante el periodo proyectado (vs pérdidas en años anteriores).

Nuestro modelo apunta a un crecimiento a doble dígito en ingresos consolidados hasta EUR 30,5Mn en 2026e (+15,4% TACC 2023-2026e). Para 2024e esperamos unos ingresos consolidados de EUR 22,4Mn (+12,5% vs 2023). El mayor ritmo de crecimiento de la línea de inversión (+21,5% TACC) respecto al de consultoría (+10,6% TACC) debería traducirse en un aumento progresivo de su peso en el mix. Esperamos que la línea de inversión represente 44% del mix en 2026e (vs 38% en 2023).

El Margen EBITDA rec. consolidado debería seguir la estela vista desde 2019 y situarse en el 33,9% en 2026e (vs 29,1% en 2023). Una mejora basada en 3 razones: (i) mayor peso de la línea de inversión en el mix de ingresos (con mayor margen), (ii) superación de break-even de Finizens y (iii) capacidad de apalancar los costes de explotación en un período de fuerte crecimiento en ingresos.

Gráfico 35. EBITDA rec. vs Mg. EBITDA rec. (2021-2026e)

Gráfico 36. EBITDA rec. vs Beneficio Neto

Gráfico 37. ROE vs. ROCE (2021-2026e)

Gráfico 38. Caja Neta /Equity (2021- 2026e)

Gráfico 39. Beneficio Neto vs Dividendos (2021-2026e)


Los gastos de personal suponen un 55% de los costes de explotación y esperamos que este peso se mantenga durante los siguientes ejercicios. Mientras que los otros costes de explotación deberían ir diluyéndose hasta el 29,5% s/Ingresos 2026e (vs 32,9% en 2023) por el crecimiento en ingresos esperado. Lo que se traducirá en una fuerte mejora en EBITDA Recurrente consolidado de EUR 6,7Mn en 2024e que debiera incrementarse hasta c. EUR 10,3Mn en 2026e.

Tabla 7. Ingresos, EBITDA y EBIT consolidados (2021-2026e)

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23-26e
Ingresos	13,8	17,7	19,9	22,4	27,4	30,5	15,4%
Var. a/a	37,6%	28,1%	12,4%	12,5%	22,2%	11,6%	
EBITDA rec.	3,8	5,4	5,8	6,7	9,0	10,3	21,3%
Var. a/a	118,3%	42,3%	7,0%	15,9%	33,9%	15,1%	
Mg. EBITDA rec.	27,5%	30,6%	29,1%	30,0%	32,8%	33,9%	
EBIT	3,5	5,1	5,6	6,6	8,9	10,2	21,9%
Var. a/a	97,4%	43,2%	11,4%	16,9%	34,4%	15,2%	
Mg. EBIT	25,6%	28,6%	28,4%	29,5%	32,4%	33,5%	

La estructura ligera en costes del P&L se traducirá en un Beneficio Neto (+21,5% TACC 2023-2026e) creciendo en línea con el EBIT. ROE > 24% (ROCE >100%)

Durante el período 2019-2023, APG convierte de promedio c. 90% del EBITDA Recurrente generado en Beneficio Neto. Para el período 2024e-2026e, las principales partidas entre el EBITDA y el Beneficio Neto ordinario son:

- Amortización, esencialmente de intangibles, por importe de EUR 0,4Mn anual. Un nivel de amortización mínimo y resultado, esencialmente, de la política de activación de I+D para el desarrollo del software de la división de Finizens (con una vida útil de 5 años) que supone c. 80% del gasto total en amortización.
- Activación de gastos I+D, correspondientes, esencialmente, a gastos de personal dirigidos al desarrollo del software de gestión (roboadvisor) de Finizens. Estimamos una activación de gastos de I+D de EUR 0,3Mn anual. Los ingresos por activación de costes están excluidos del EBITDA Rec.
- Ingresos/Gastos financieros. Para 2024e estimamos un ingreso financiero de EUR 0,4Mn (ya registrado durante el 1S24) correspondientes, esencialmente, a un tipo de cambio favorable durante 2024e. Para 2025e y 2026e estimamos un impacto nulo por la posición de Caja Neta.
- Estimamos una tasa fiscal del 25% para los próximos ejercicios.

Todo lo anterior nos lleva a estimar un Beneficio Neto 2024e de EUR 5,2Mn que debería incrementarse hasta niveles de EUR 7,4Mn en 2026e (+21,5% TACC 2023-2026e). Lo que supondrá un ROE promedio > 25% para el período proyectado.

Un modelo de negocio con abundante generación de FCF y posición de Caja Neta, que permite un elevado dividendo (25e: 5%)

El modelo de negocio implantado por APG permite generar abundante caja, principalmente por las bajas necesidades de inversión (c.1% s/Vtas), que esperamos se mantenga hasta 2026e. El FCF Yield se situó en el 5,8% en 2023. Desde su salida a Bolsa, APG se comprometió a llevar a cabo una política de pay-out de c.75% (del BAI de Consultoría + Inversión; ex Finizens), que ha cumplido en 2022 y 2023. Y que para 2024e implicará un Dividend Yield del 4%.

Nuestras estimaciones contemplan un FCF recurrente creciente, que alcanzará EUR 7,2Mn 2026e (vs EUR 5,6Mn en 2023). Sin impactos significativos ni por CAPEX, ni por circulante, ni por gasto financiero. Lo que supondría un FCF Yield recurrente 2024e de 4,9% y 7,3% en 2026e.

En conclusión: una tecnológica "atípica" con dos líneas de negocio complementarias y que apuntan a un fuerte crecimiento rentable hasta 2026e. FCF Yield 25e: 5,8%

Nos encontramos ante una compañía de servicios con foco en el sector tecnológico (con viento sectorial favorable) y perspectivas de mantener una tasa de crecimiento a doble dígito en los próximos tres años. Todo ello, con una posición de balance muy sólida. La línea de consultoría nutre de ideas a la línea de inversión a la vez que esta última reduce el riesgo de negocio, característicamente asociado a la ciclicidad de la línea de consultoría. Creando un círculo virtuoso del que se beneficia APG. En concreto, destacamos:

- Nuestro escenario central apunta a un crecimiento en ingresos hasta EUR 30,5Mn en 2026e (+15,4% TACC 2023-2026e). Y un mayor peso en el mix de la línea de inversión hasta el 44% (vs 37,5% en 2023).
- Con los resortes necesarios para seguir expandiendo unos márgenes ya elevados (Mg. EBITDA > 30%) por: (i) orientación hacia las áreas de mayor margen (inversión gana peso en el mix progresivamente), (ii) buena posición competitiva en geografías como Arabia Saudita que le permitirá trasladar a sus precios los incrementos en costes, (iii) entrada de nuevo capital en la división de inversión.
- Una posición de balance muy sana (Caja Neta) y la generación de caja harán posible aprovechar nuevas oportunidades que surjan de crecimiento inorgánico o aumentar el peso de su participación en los fondos. Además de asegurar su capacidad para mantener altos niveles de pay-out y dividend yield.
- Compromiso de retribución al accionista. APG ha adquirido un compromiso de repartir el 75% del BAI de sus líneas de consultoría e inversión (ex Finizens). Al alcanzar Finizens (consolidada por integración global) su break-even en 2024e, el dividendo debería aumentar en la misma proporción que el Beneficio Neto (+21,5% TACC 2023-2026e). Dividend Yield 25e 5%.

En conclusión, una compañía con un modelo de negocio atípico y que ha demostrado una capacidad efectiva (2019 – 2024e) de fuerte crecimiento rentable.

El entorno es doblemente favorable para el modelo de negocio de APG: (i) abundante capital público (fondos de Next Generation) que requiere de intermediarios para gestionar su inversión y (ii) buen posicionamiento en el mercado de consultoría tecnológica en geografías con altas perspectivas de crecimiento.

Lo que explica por qué APG disfruta de un momentum de negocio “objetivamente” favorable. El que se ha visto en los últimos cuatro años y que esperamos se mantenga los próximos tres. En un contexto de (a priori) bajo riesgo. Lo que concede un valor aún mayor al FCF que esperamos se genere en el período 2025-2027: c.EUR 20Mn acumulados en una compañía con c.EUR 98.7Mn Mkt Cap y c.EUR 5Mn de Caja Neta (1S24).

Inputs de valoración
Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,6	5,8	7,3	96,9			
Market Cap	98,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-5,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta			2,8%	3,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,2%	2,6%	
Risk free rate (rf)	3,0%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	10,2%	Ke = Rf + (R * B)			9,0%	11,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,0%	11,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
					24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
Accenture	ACN-US		220.375,1	30,7	8,2%	20,0	11,9%	3,5	6,4%	17,7%	3,8%	10,2%
Marsh&McLennan	MMC-US		100.004,9	24,3	9,2%	16,8	10,3%	4,8	8,4%	28,7%	4,2%	10,4%
CAP Gemini	CAP-FR		26.798,3	13,5	6,0%	8,6	3,4%	1,4	3,2%	16,0%	7,2%	6,6%
Booz Allen	BAH-US		16.120,1	20,8	11,4%	14,9	8,0%	1,6	7,1%	11,0%	5,5%	4,4%
Sopra Steria Group	SOP-FR		3.413,0	9,3	8,0%	6,7	2,2%	0,8	2,4%	12,7%	9,7%	4,5%
Wavestone	WAVE-FR		996,3	11,9	10,5%	8,1	9,9%	1,1	4,2%	13,7%	7,1%	15,2%
Consultoría				18,4	8,9%	12,5	7,6%	2,2	5,3%	16,6%	6,3%	8,5%
EQT AB	EQT-SE		33.005,4	28,2	30,5%	23,5	30,2%	13,3	20,5%	56,7%	2,5%	41,6%
TPG	TPG-US		22.750,6	33,1	26,9%	10,1	25,4%	5,0	16,7%	49,3%	3,7%	-0,4%
Bridgepoint Group	BPT-GB		3.587,1	19,7	10,1%	4,4	15,2%	2,3	12,4%	51,3%	5,4%	27,4%
Tikehau Capital	TKO-FR		3.513,3	17,9	49,2%	17,5	39,6%	8,3	26,3%	47,7%	5,3%	46,5%
Capital Privado				24,7	29,2%	13,9	27,6%	7,2	19,0%	51,2%	4,2%	28,8%
APG	APG-ES		98,7	18,9	19,0%	11,4	24,2%	3,4	16,8%	30,0%	4,9%	21,6%

Análisis de sensibilidad (2025e)
A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	36,1%	9,9	7,7x
Central	32,8%	9,0	8,5x
Min	29,5%	8,1	9,5x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	0,4%	0,5%		0,6%	Max	Central
9,9	6,7	6,6	6,6	Max	6,8%	6,7%	6,7%
9,0	5,8	5,7	5,7	Central	5,8%	5,8%	5,8%
8,1	4,9	4,8	4,8	Min	4,9%	4,9%	4,9%

¿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:

- Riesgos asociados a la actividad de consultoría:** El 87,3% de los ingresos 2023 de consultoría de APG provienen fuera de la Unión Europea, principalmente de Oriente Medio (61,7%; mayoritariamente de Arabia Saudita). Cambios en la normativa o políticas gubernamentales (fiscales, laborales) en estas regiones pueden afectar negativamente las operaciones de APG en el área de consultoría.

Si en el 2024e, el margen EBITDA de consultoría cayese -3,5p.p. hasta el 21,5% por la obtención de contratos menos lucrativos o el aumento de OPEX, el EBITDA rec. consolidado 2024e caería -7% hasta los EUR 6,2Mn (vs EUR 6,7Mn de nuestro escenario central).

- Riesgo divisa:** APG está expuesta a riesgo divisa tanto por los servicios de consultoría como en las inversiones fuera de Europa. Sin realizar coberturas que mitiguen su impacto en la parte baja del P&L (impacto diferencias de cambio en 2023: c. 5% s/EBIT). El aumento de la exposición a países ajenos a la Eurozona (87% de sus ingresos de consultoría 2023), conllevará un mayor riesgo divisa que podría traducirse en una reducción del Beneficio Neto Consolidado.
- Deterioro de mercados financieros:** El 37,5% de los ingresos 2023 de APG provienen de su negocio de inversión, lo que expone a APG a fluctuaciones en las valoraciones de las compañías en cartera. Un deterioro en las condiciones macroeconómicas (inflación elevada, menor crecimiento de PIB, aumento del desempleo, etc) que afecte los mercados financieros podría impactar negativamente tanto en el valor de las inversiones como en la captación de nuevos recursos y, en consecuencia, en los resultados operativos de esta línea de negocio. Además, eventos que puedan tener un impacto significativo en el mercado (como el Covid-19) pueden condicionar los retornos esperados y por tanto los ingresos esperados por las desinversiones.
- Riesgo de performance de la cartera:** La rentabilidad bruta (TIR) de los fondos es un elemento esencial para atraer nuevos inversores y captar nuevo capital. El éxito de los fondos ya levantados (vida útil media 10 años) será determinante para poder acceder a nuevo capital que permita escalar la línea de inversión. Especialmente frente a inversores institucionales y capital de origen público. Una caída de la TIR <20% (media del benchmark) en el rendimiento de la cartera condicionaría la captación de capital futura.

Si los activos bajo gestión en 2024e se mantuviesen idénticos a 2023 en EUR 595Mn (vs EUR 650Mn en el escenario central de nuestras estimaciones), el ingreso consolidado 2024e se vería reducido un hasta los EUR 21,5Mn (vs EUR 22,4Mn de nuestras estimaciones) y el EBITDA caería un -6% (vs nuestro escenario central).

- Riesgo reputacional:** En caso de suceder un daño en la imagen pública de APG, una crisis de relaciones públicas o problemas éticos o legales podría afectar a la confianza de los inversores, clientes o socios. Ocasionando la pérdida de contratos en el área de consultoría y dificultando la captación de nuevo capital para los fondos.
- Capacidad de atracción y retención de personal clave:** El principal activo de la consultoría tecnológica es su personal, altamente cualificado. La pérdida de empleados con conocimientos especializados puede ralentizar proyectos de innovación, incrementar los costes de desarrollo y colocar a la empresa en desventaja frente a competidores más dinámicos.

Una reducción en los ingresos por consultor (Revenues /Full time employee) de -25% en 2024e (vs -10,5% estimado en nuestro escenario central) implicaría una reducción del c.-9,5% en ingresos consolidados 2024e hasta los EUR 20,3Mn (vs EUR 22,4Mn de nuestras estimaciones) y una reducción del -8% del EBITDA consolidado 2024e.

- Competencia y riesgo comercial:** Los elevados márgenes de APG (típicos en el sector de consultoría) pueden atraer nuevos competidores generando pérdida de clientes, disminución de la cuota de mercado y una reducción de márgenes. Además, en la división de inversión, muchas firmas de capital privado compiten por los mismos activos, lo que podría inflar los precios de compra y reducir los márgenes y la rentabilidad.

Una desaceleración del crecimiento orgánico en 2024e hasta el 5% (vs 12,5% estimado en nuestro escenario central), implicaría una reducción del EBITDA consolidado 2024e hasta los EUR 6,2Mn (vs EUR 6,7Mn de nuestras estimaciones).

8. **Mala evaluación de adquisiciones:** APG cuenta con un sólido balance y posición de caja neta que abre la posibilidad de crecer inorgánicamente para entrar en nuevos mercados. Una adquisición (no contemplada en nuestras estimaciones) mal planificada podría no generar las sinergias esperadas, comprometiendo recursos financieros y destruyendo valor.
9. **Incremento en OPEX:** El salario del personal es la principal partida de gasto de APG. Nuestras estimaciones contemplan un peso de estos gastos sobre los ingresos del c.37% para los próximos años. Un aumento de este gasto en relación con los ingresos hasta el c.39%, implicaría una reducción en el margen EBITDA 2024e de -2,3p.p. hasta el 28,7% (vs 30% de nuestras estimaciones).
10. **Alta concentración en el sector tecnológico:** Tanto el negocio de consultoría y el negocio de inversiones están enfocados en el área tecnológica. Esta concentración implica una alta sensibilidad a la evolución de la industria. Aumentando el riesgo del negocio. Además, en el capital riesgo, la rentabilidad depende de una salida exitosa (venta a un tercero, OPV, etc.) influenciada por factores adicionales a los macroeconómicos.
11. **Menor reparto de dividendo:** Uno de los pilares del equity story de APG es la elevada retribución a los accionistas en forma de dividendos. Un menor beneficio neto o algún cambio en la política de reinversión (financiación de nuevos proyectos, inversiones o fusiones o adquisiciones) podría significar un menor reparto de dividendo del previsto.

Una disminución de nuestras estimaciones en beneficio neto de un -10% en 2024e implicaría un dividendo por importe de EUR 3,5Mn (vs EUR 3,9Mn estimado para 2024e) que reduciría el Dividend Yield hasta 3,5% (vs 4% escenario central).

Un Consejo de mayoría dominical y control de c.90% del capital

La salida a bolsa de APG (julio 2022) propicia la renovación del Consejo de Administración, con los tres fundadores, Francisco Velázquez (presidente del Consejo), Alfonso de León y Dimitri Kallinis, como accionistas de referencia (84% del capital) y todos ellos miembros del Consejo de Administración. Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de APG son:

Tabla 8. Estructura Accionarial

Nombre	Directo	Indirecto	Total
Francisco Velázquez De Cuéllar*	0,0%	38,8%	38,8%
Alfonso de León*	0,0%	30,9%	30,9%
Dimitri Kallinis*	1,8%	14,3%	14,3%
Pedro Del Pozo Vallejo*	0,0%	3,9%	3,9%
Free Float			12,1%
Total			100,0%

Nota 1: Francisco Velázquez se encuentra en representación de ACE y TIE servicios y promociones.

Nota 2: Alfonso de León se encuentra en representación de Manatio.

Nota 3: Dimitri Kallinis se encuentra en representación de Aeolos Consulting.

Nota 4: Pedro del Pozo se encuentra en representación de Mutuality Abogacía Española.

Tabla 9. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Cargo	Fecha	%Capital
Francisco Velázquez De Cuéllar	Dominical	Presidente/CEO	2022	38,8%
Alfonso de León	Dominical	CEO	2022	30,9%
Dimitri Kallinis	Dominical	CEO	2022	14,3%
Pedro Del Pozo Vallejo*	Dominical	Consejero	2022	3,9%
Antonio Rodríguez-Pina Borges	Independiente	Consejero	2022	0,0%
Nuria Villanova	Independiente	Consejero	2022	0,0%
		Total		87,9%

Nota: El % de capital incluye participación a título personal y de las Compañías que representan (directas e indirectas).

*Nota 1: Consejero dominical a propuesta de Mutuality Abogacía Española (3,9% s/capital).

Tabla 11. Comisión de Auditoría, Cumplimiento y Conflictos de Interés

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Antonio Rodríguez-Pina Borges	Dominical	Presidente
Nuria Villanova	Independiente	Vocal
Pedro del Pozo Vallejo	Independiente	Vocal

- Un Consejo de Administración controlado por los fundadores...** Entre junio y diciembre de 2022, APG renueva su Consejo, ampliándolo desde los 4 miembros de 2022 hasta los 6 de la actualidad (Tabla 8). Una renovación que buscaba un mayor peso de los consejeros independientes (33,3% hoy frente al 12,5% en 2022; Tabla 10) cumpliendo con las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de la CNMV (33,3% del total) para sociedades en las que la capitalización no sea elevada.

Aunque mantiene la independencia de su Comisión de Auditoría, Control y Cumplimiento (presidida por Antonio Rodríguez-Piña). APG no tiene una Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

Actualmente, el Consejo de APG no cuenta con consejeros ejecutivos "puros" (es decir, sin participación accionarial). De los 4 consejeros dominicales, 3 realizan funciones ejecutivas, mientras que el cuarto (Pedro del Pozo Vallejo) representa a Mutuality de la Abogacía Española, que posee el 3,9% de participación. Los otros 2 consejeros son independientes. La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 4 años renovables por periodos de igual duración sin límite de mandatos establecido.

- ... y plenamente involucrado en la gestión de la compañía.** El capital de APG se encuentra esencialmente en manos de sus fundadores (84% s/capital) que comparten la condición de co-CEOs, lo que asegura el pleno alineamiento de los intereses del *management* de APG con los accionistas minoritarios.

Tabla 10. Principales Indicadores de Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	0,0%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	100,0%	66,7%	66,7%
% de consejeros ejecutivos*	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el Consejo de Administración	0,0%	0,0%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	25,9%	23,0%	29,7%
% Remuneración del Consejo+ Alta Dirección/gastos de personal	19,9%	18,3%	18,5%
Número de casos de corrupción confirmados	0	0	0

*Nota: Adicionalmente a su condición de consejeros dominicales, Francisco Velázquez, Alfonso de León y Dimitri Kallinis desempeñan funciones ejecutivas al ostentar la posición de co-CEOs.

- Remuneración del Consejo de Administración y la Alta Dirección.** En junio de 2023, el Consejo aprobó una remuneración anual de EUR 25Miles para cada consejero sin funciones ejecutivas. La remuneración agregada de los tres ejecutivos y fundadores se segrega en: (i) facturación por servicios de gestión a APG por un importe de EUR 891Miles en 2023 (EUR 767Miles en 2022) y (ii) salarios por sus funciones ejecutivas de EUR 460Miles en 2023 (EUR 283Miles en 2022).

En 2023, la retribución total del Consejo de Administración y Alta Dirección ascendió a EUR 1,4Mn (18,5%/s/gastos de personal vs 18,3% en 2022). No existen compromisos por complementos a pensiones, avales o garantías concedidas a favor del Consejo de Administración. No existen cláusulas de blindaje o rescisión para la Alta Dirección.

- Sin política explícita de diversidad.** Nuria Villanova, que ocupa el cargo de consejera desde 2022, es la única mujer miembro del Consejo de Administración. La presencia de mujeres alcanzó c.30% de la plantilla en 2023 (por encima de la media c.25% de los años anteriores).
- Plan de retribución variable para empleados clave.** APG aprobó en 2022 un plan de retribución variable dirigido a empleados clave y retener y atraer talento.

Las cantidades se dividirán en proporciones idénticas entre 2022-2025 hasta un máximo de 67.256 acciones (1,3% del total de acciones en circulación; c.EUR 1Mn). Adicionalmente, se ha abierto la posibilidad de futuros planes hasta un máximo de EUR 7Mn. La Sociedad tiene cláusulas (“malus”) y (“clawback”) para el reparto de las acciones comprometidas en el plan de retribución variable.

6. **Retribución al accionista.** APG ha repartido dividendos de forma continuada durante los últimos 5 años (incluyendo 2020). La actual política de dividendos es la de repartir un dividendo ordinario (efectivo) del 75% del resultado operativo neto de las divisiones de Consultoría e Inversión (excluyendo el resultado de Finizens; ver página 11 en el epígrafe de descripción del negocio). Para 2023 se aprobó un dividendo de EUR 0,63/acc (Dividend Yield 2023 3,4%). El compromiso de retribución al accionista es uno de los principales atractivos del negocio y esperamos que continúe jugando un papel clave a medio y largo plazo.
7. **Sostenibilidad y políticas ESG.** A pesar de no cumplir los requisitos necesarios para publicar un informe EINF (Estado de Información No Financiera), APG ha adoptado una postura proactiva en materia de sostenibilidad. Cuenta con un Comité de ESG, Código Ético, canal de denuncias y un plan anticorrupción, además tiene el compromiso de cumplir con 4 de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) entre los que se encuentran igualdad de género, trabajo decente y producción y consumo responsable y alianzas para lograr objetivos. Y con información sobre la alineación con los ODS de las compañías dentro del portfolio de los fondos.
8. **Conflicto de interés.** APG controla el 24,4% de la Sociedad Fintech Holding 2015 que, a su vez, es propietaria del 100% de Axon Wealth Advisory Digital (Sociedad titular de la actividad de Finizens).

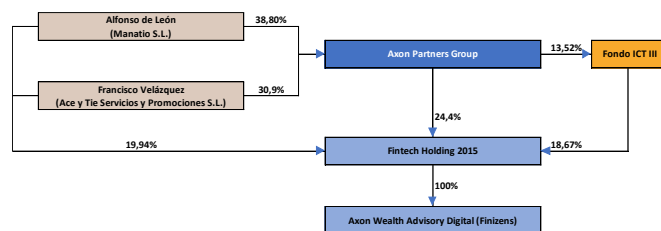
A su vez, Francisco Velázquez y Alfonso de León (accionistas mayoritarios cuya participación combinada asciende a 69,7% del capital de APG) controlan a través de su Sociedades (“ACE y TIE Servicios y Promociones” y “Manatio” en las que ostentan una participación del 100%), un 19,94% adicional de Fintech Holding 2015. Por último, el fondo Axon ICT III (participado en un 13,52% por la matriz APG) tiene el 18,67% del capital de Fintech Holding 2015. Al tener el control (por la mayoría de los derechos de voto) de la Sociedad (Finizens), está se incluye en el perímetro de Consolidación de APG pese a poseer únicamente el 24% de participación directa.

Todo ello conlleva un doble conflicto de interés con efecto potencialmente directo en APG:

- En los accionistas mayoritarios de APG, que lo son de Fintech Holding 2015, como lo es la propia APG.
- En el fondo Axon ICT III, al tener una participación del 18,67% en una compañía (Fintech Holding 2025) de la que APG (con un 13,52% de participación en el fondo) es un accionista significativo.

No obstante, el grupo dispone de una política de gestión de conflictos de interés aprobada por el Consejo de Administración (y actualizada en 2024).

Tabla 12. Participación en Fintech Holding 2015



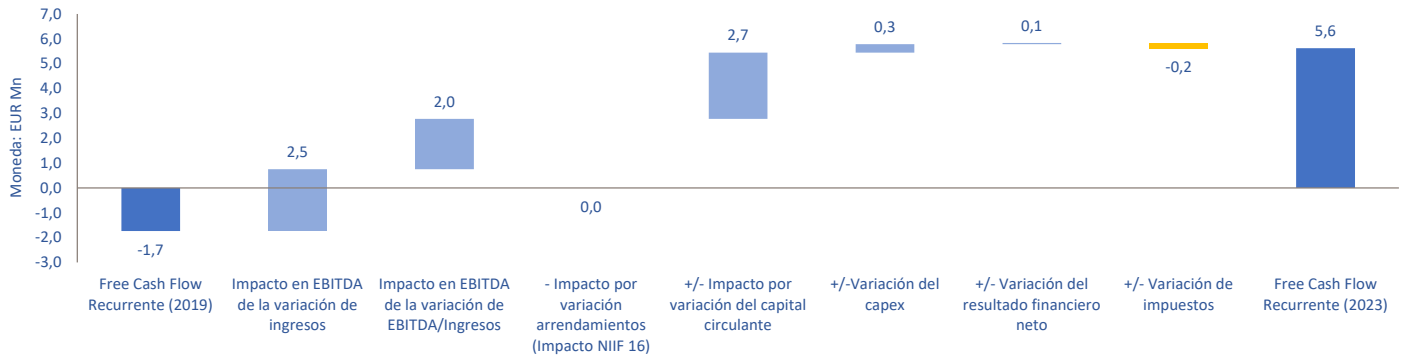
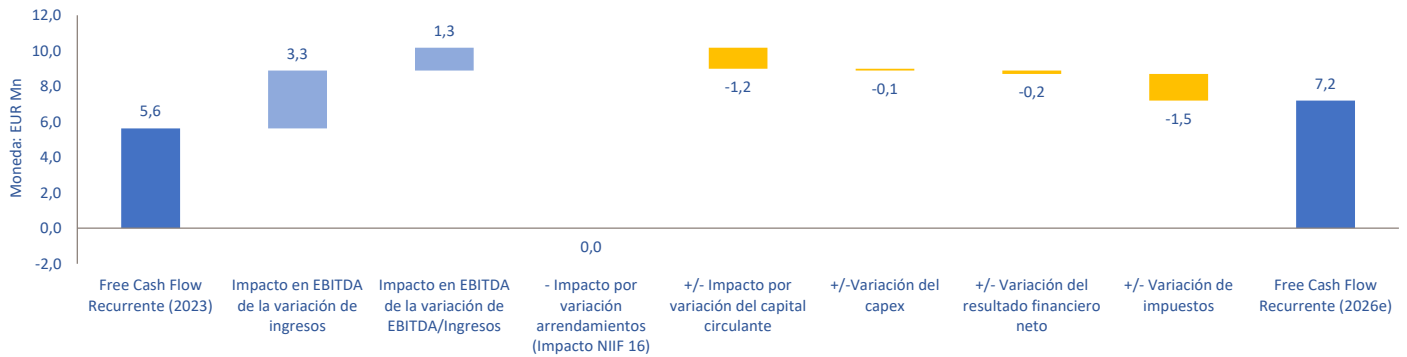
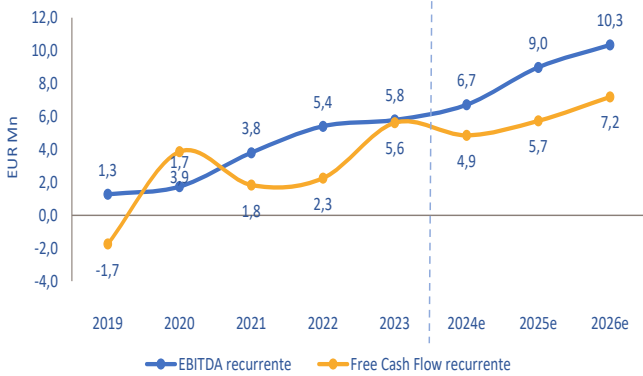
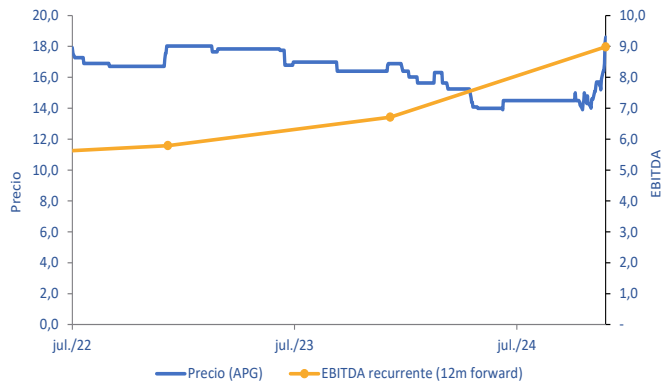
9. **Saldos y transacciones con partes vinculadas.** Las transacciones entre partes vinculadas más significativas en 2023 se corresponden con pagos por arrendamientos de EUR 198Miles a Sagasta 18, S.L. (sociedad participada en la misma proporción por Francisco Velázquez, Alfonso de León y Dimitri Kallinis). En 2022, APG vende a Sagasta 18, S.L. un inmueble ubicado en la misma localización (Sagasta 18) por EUR 2,9Mn (posteriormente alquilado a APG). No hay partidas relevantes en el Balance con entidades vinculadas.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5		
Inmovilizado material	3,0	2,9	2,9	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5		
Otros activos no corrientes	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero	7,5	8,5	10,2	7,2	14,6	14,6	14,6	14,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	4,1	3,0	4,3	5,2	5,2	6,5	7,7	8,6		
Total activo	15,6	15,6	18,4	13,4	20,9	22,1	23,4	24,3		
Patrimonio neto	11,5	10,3	14,4	16,9	20,4	21,7	23,4	25,2		
Minoritarios	2,5	1,5	3,0	2,3	2,5	2,5	2,5	2,7		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,3	1,4	1,2	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	(1,8)	(0,9)	(4,0)	(10,1)	(7,6)	(8,6)	(9,4)	(11,0)		
Pasivo circulante	2,3	3,4	3,8	3,0	3,9	4,7	5,1	5,7		
Total pasivo	15,6	15,6	18,4	13,4	20,9	22,1	23,4	24,3		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	9,3	10,0	13,8	17,7	19,9	22,4	27,4	30,5	20,8%	15,4%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,5%</i>	<i>37,6%</i>	<i>28,1%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,5%</i>	<i>22,2%</i>	<i>11,6%</i>		
Coste de ventas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Margen Bruto	9,3	10,0	13,8	17,7	19,9	22,4	27,4	30,5	20,8%	15,4%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>		
Gastos de personal	(3,2)	(3,6)	(4,8)	(5,7)	(7,6)	(8,4)	(10,2)	(11,2)		
Otros costes de explotación	(4,8)	(4,7)	(5,2)	(6,6)	(6,5)	(7,2)	(8,2)	(9,0)		
EBITDA recurrente	1,3	1,7	3,8	5,4	5,8	6,7	9,0	10,3	46,0%	21,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>36,6%</i>	<i>118,3%</i>	<i>42,3%</i>	<i>7,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>33,9%</i>	<i>15,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>13,7%</i>	<i>17,4%</i>	<i>27,5%</i>	<i>30,6%</i>	<i>29,1%</i>	<i>30,0%</i>	<i>32,8%</i>	<i>33,9%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	-	-	-		
EBITDA	1,3	1,7	3,8	5,2	5,8	6,7	9,0	10,3	46,4%	21,5%
Depreciación y provisiones	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Gastos capitalizados	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,3	1,8	3,5	5,1	5,6	6,6	8,9	10,2	43,8%	21,9%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>35,7%</i>	<i>97,4%</i>	<i>43,2%</i>	<i>11,4%</i>	<i>16,9%</i>	<i>34,4%</i>	<i>15,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>14,1%</i>	<i>17,8%</i>	<i>25,6%</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,4%</i>	<i>29,5%</i>	<i>32,4%</i>	<i>33,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,0	(0,2)	(0,0)	0,1	(0,2)	0,4	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,3	1,6	3,5	5,2	5,5	7,0	8,8	10,1	42,2%	22,8%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>21,8%</i>	<i>115,5%</i>	<i>48,8%</i>	<i>4,7%</i>	<i>28,2%</i>	<i>25,3%</i>	<i>15,4%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,3	1,6	3,5	5,2	5,5	7,0	8,8	10,1	42,2%	22,8%
Impuestos	(0,6)	(0,8)	(1,2)	(1,3)	(1,6)	(1,7)	(2,2)	(2,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>47,3%</i>	<i>50,0%</i>	<i>34,8%</i>	<i>24,4%</i>	<i>28,9%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	0,9	0,8	1,1	0,7	0,3	(0,0)	(0,0)	(0,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,6	1,6	3,3	4,6	4,1	5,2	6,6	7,4	26,4%	21,5%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,2%</i>	<i>104,0%</i>	<i>37,3%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>26,6%</i>	<i>25,4%</i>	<i>13,0%</i>		
Beneficio ordinario neto	1,9	2,0	3,5	4,7	4,1	5,2	6,6	7,4	22,2%	21,4%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,1%</i>	<i>79,4%</i>	<i>33,7%</i>	<i>-12,5%</i>	<i>26,2%</i>	<i>25,4%</i>	<i>13,0%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						6,7	9,0	10,3	46,0%	21,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,4)	(0,8)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						6,3	8,2	10,0	92,0%	14,7%
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						0,4	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(1,7)	(2,2)	(2,5)		
Free Cash Flow Recurrente						4,9	5,7	7,2	51,3%	8,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						4,9	5,7	7,2	45,4%	33,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(3,9)	(4,9)	(5,6)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,9)	(0,8)	(1,6)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	1,7	3,8	5,4	5,8	6,7	9,0	10,3	49,2%	21,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	36,6%	118,3%	42,3%	7,0%	15,9%	33,9%	15,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	17,4%	27,5%	30,6%	29,1%	30,0%	32,8%	33,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,2	(0,9)	(1,7)	0,8	(0,4)	(0,8)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,0	2,9	3,7	6,6	6,3	8,2	10,0	18,4%	14,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	798,9%	-26,3%	25,4%	79,5%	-4,4%	29,2%	22,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	39,7%	21,3%	20,8%	33,2%	28,2%	29,9%	32,7%		
- CAPEX	(0,6)	(0,3)	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,1	0,4	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	0,5	(0,8)	(1,5)	(1,0)	(1,7)	(2,2)	(2,5)		
= Free Cash Flow recurrente	3,9	1,8	2,3	5,6	4,9	5,7	7,2	13,3%	8,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	322,9%	-52,3%	22,6%	148,5%	-13,6%	18,0%	25,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	38,5%	13,4%	12,8%	28,3%	21,7%	21,0%	23,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	(0,1)	0,0	(2,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	2,2	1,8	2,3	3,0	4,9	5,7	7,2	11,7%	33,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	276,8%	-18,1%	30,0%	30,9%	61,5%	18,0%	25,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,9%	1,9%	2,3%	5,7%	4,9%	5,8%	7,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,2%	1,8%	2,3%	3,0%	4,9%	5,8%	7,3%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,7)	3,9	1,8	2,3	5,6	4,9	5,7		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	0,7	1,1	0,7	0,7	1,5	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,4	1,4	0,5	(0,3)	0,2	0,8	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	0,5	2,1	1,6	0,4	0,9	2,3	1,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,1	(3,1)	(0,9)	2,5	(1,2)	(0,4)	0,4		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,6	(1,0)	0,7	2,9	(0,3)	1,8	1,8		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	0,3	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,0	0,0	0,1	0,3	(0,5)	-		
+/- Variación de impuestos	1,3	(1,3)	(0,7)	0,4	(0,7)	(0,4)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	5,6	(2,0)	0,4	3,4	(0,8)	0,9	1,5		
Free Cash Flow Recurrente	3,9	1,8	2,3	5,6	4,9	5,7	7,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	1,8	3,5	5,1	5,6	6,6	8,9	10,2	46,6%	21,9%
* Tasa fiscal teórica	30,0%	30,0%	24,4%	28,9%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	(1,1)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,2)	(2,6)		
EBITDA recurrente	1,7	3,8	5,4	5,8	6,7	9,0	10,3	49,2%	21,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,2	(0,9)	(1,7)	0,8	(0,4)	(0,8)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,0	2,9	3,7	6,6	6,3	8,2	10,0	18,4%	14,7%
- CAPEX	(0,6)	(0,3)	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	(1,1)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,2)	(2,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,9	1,6	2,5	4,9	4,6	5,8	7,3	19,9%	13,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	308,8%	-43,9%	57,0%	95,8%	-7,3%	27,5%	25,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	28,4%	11,6%	14,2%	24,7%	20,4%	21,2%	23,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	(0,1)	0,0	(2,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	1,1	1,5	2,5	2,3	4,6	5,8	7,3	26,3%	46,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	234,2%	33,3%	67,2%	-9,5%	97,9%	27,5%	25,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,7%	2,1%	3,3%	6,4%	6,0%	7,6%	9,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	1,5%	2,0%	3,3%	3,0%	6,0%	7,6%	9,5%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)

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	98,7	
+ Minoritarios	2,4	Rdos. 6m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,7	Rdos. 6m 2024
+ Deuda financiera neta	(5,2)	Rdos. 6m 2024
- Inmovilizado financiero	14,6	Rdos. 6m 2024
+/- Otros ⁽¹⁾	(6,6)	Rdos. 6m 2024
Enterprise Value (EV)	76,4	

(1) Importe correspondiente a la participación en Finizens de APG

Anexo 6. Fondos y Empresas participadas

Fondos de APG

Strategy	Funds	Vintage	Amount (EUR Mn)	Gross IRR	MOIC	DPI	Stage	Footprint
Growth Strategies	Axon Innovation Growth I	2020	100	64%	2,7x	0.5x	Growth	Europe
	Axon Innovation Growth II*	2025	250	n,a	n,a	n,a	Growth	Europe
	Axon Crossover I (ISETEC)	2022	80	8%	1,3x	0.1x	Pre-IPO & Listed	Europe
	Debt I (BEI)	2024	40	n,a	n,a	n,a	Venture debt	Spain
Deep Tech	Next Technology Ventures I	2020	150	>100%	1,8x	0x	Multi-stage	Global
	Next Technology Ventures II	2023	55	39%	1,1x	0x	Seed/Early	Global
Fund of funds	Aurora I	2019	85	10%	1,2x	0,2x	Multi-stage	Global
	Aurora II	2022	40	n,a	1,0x	0x	Multi-stage	Global
Portfolio***			550	28%	2,3x			
Prefunds**	Axon I (liquidated)	2011	6	67%	3,2x	2,7x	Multi-stage	Spain
	Axon II	2014	10	10%	1,8x	1x	Multi-stage	Spain
	Axon III	2016	50	25%	2,9x	1x	Multi-stage	Spain
	India Opportunities (liquidated)	2012	33	4%	1,2x	1,1x	Multi-stage	India
	Amerigo Ventures I	2013	60	14%	1,7x	0,5x	Multi-stage	Latam

* Fondo en fase de captación

** Fondos en fase de liquidación

*** La diferencia entre el AUM publicado a 1S24 EUR 596Mn y el mostrado en la tabla viene explicado por: (i) fondos en fase de captación y (ii) redondeo. No se toma en cuenta los fondos en fase de captación.

Compañías Participadas

Empresa	Actividad	Participación	Tipo de Operación
Holaluz	Transformación energética	Minoritaria	Expansión/Growth
Finizens	Fintech de inversión automatizada	Minoritaria	Expansión/Growth
Pangea	Asesoría de viajes física y digital	Minoritaria	Expansión/Growth
Metricool	Programa informático para la gestión de redes sociales	Minoritaria	Expansión/Growth
Embention	Pilotos automáticos para drones	Minoritaria	Expansión/Growth
Libelium	Internet of things	Minoritaria	Expansión/Growth
Kampaoh	Glamping	Minoritaria	Expansión/Growth
Build to Zero	Sistema de almacenamiento de energía	Minoritaria	Expansión/Growth
Klik	Marketplace basado en IA	Minoritaria	Expansión/Growth
Erco	Proyectos de energía solar fotovoltaica	Minoritaria	Expansión/Growth

Inversiones Realizadas en 2024

Empresa	Actividad	Participación	Tipo de Operación
Futura	Tecnología educativa líder para la preparación de exámenes	Minoritaria	Expansión/Growth
Klecks	Madtech	Minoritaria	Expansión/Growth
BeLevels	Proveedor de complementos y tratamientos dietéticos y nutricionales	Minoritaria	Late Stage
Nextmol	Economía Circular	Minoritaria	Semilla
Hack a Boss	Tecnología Educativa	Minoritaria	Expansión/Growth
Uptime	Eficiencia energética basada en IA	Minoritaria	Expansión/Growth

Desinversiones Realizadas en 2024

Empresa	Actividad	Participación	Tipo de Operación
Metricool	AdTech	Minoritaria	Expansión/Growth
Dogfy Diet	Alimentación de Mascotas	Minoritaria	Expansión/Growth

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid

T: +34 91 563 19 72

institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Pablo Victoria Rivera, CESGA

Equity research

pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

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, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros 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@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

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 IEF 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, IEF 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 IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEF 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. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEF 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
23-Dic-2024	n.a.	18,60	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Alfredo Echevarría Otegui

