

Disclaimer: A la fecha de publicación de este informe, DRACO GLOBAL, SICAV, S.A (“DRACO GLOBAL”), tiene una posición larga en Altigen Communications, Inc. (“ATGN”). DRACO GLOBAL puede obtener ganancias en caso de que aumente el precio de las acciones de ATGN. Tras la publicación de este informe, DRACO GLOBAL puede realizar operaciones de compra/venta de acciones en ATGN. Todas las opiniones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso, y DRACO GLOBAL SICAV no se compromete a actualizar este informe ni ninguna información contenida en el mismo.

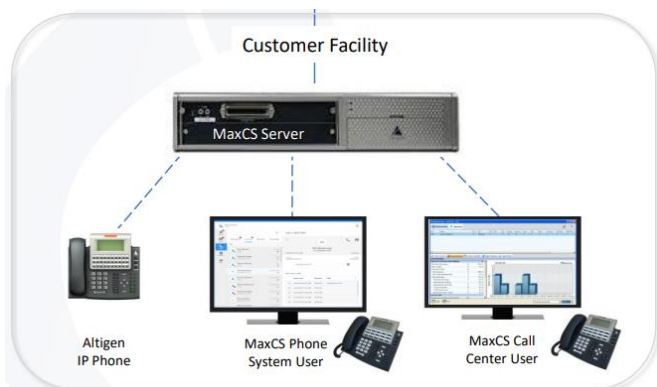
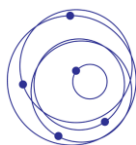
Altigen Communications, Inc. (ATGN) – Comunicaciones unificadas (UC) - 09/06/2021

RESUMEN EJECUTIVO

Nano cap americana (\$55M) especializada en soluciones PBX en la nube y con dos acuerdos en exclusiva con Fiserv y Microsoft Teams. ATGN se encuentra en la fase final de su transformación desde un modelo de negocio de venta de licencia a uno de suscripción o UcaaS. El objetivo a medio plazo es ser el líder en soluciones all-in para comunicaciones y servicios de Microsoft Teams. Con más de 150m de usuarios a nivel global, Teams representa el driver principal del crecimiento futuro y estimamos que en 2025 podría representar más del 20% de las ventas consolidadas. Calculamos un precio objetivo de \$3,52 por acción, el cual ofrece un potencial alcista del +84% respecto nuestro precio medio de compra.

INTRODUCCIÓN

Durante los últimos veinte años, ATGN se ha centrado en el diseño y la venta de centrales telefónicas PBX (Private Brand Exchange) o redes de telefonía privada para empresas. Los usuarios de un sistema telefónico PBX pueden comunicarse dentro y fuera de la empresa, pueden realizar llamadas gratuitas entre usuarios y disponen de otras funcionalidades como transferir llamadas, buzón de voz, grabación de llamadas, menús de voz interactivos (IVRs) y colas de llamada. Con el tiempo, la comunicación analógica tradicional ha cedido el paso a la voz sobre IP. Con una PBX tradicional, se estaba limitado a un cierto número máximo de líneas telefónicas de salida (trunks o troncales) y a un cierto número máximo de dispositivos de teléfonos internos o extensiones. En cambio, con una PBX IP (protocolo de internet) se abren las posibilidades, permitiendo en su mayoría un crecimiento ilimitado en términos de extensiones y troncales. Estos sistemas PBX o hardware instalados en la oficina (“on-premises”) eran la única fuente de generación de ingresos de ATGN, aunque estos se redujeron a \$8M en 2016 desde los \$19M en 2008.



The “Old” Altigen Revenue Model

- One-time, On Premises Sales
- All Software PBX at the Core, but
- Hardware Revenue > 90%
- No Recurring Revenue
- Phone Service Not Included

Gráfico 1: Modelo de negocio antiguo de Altigen Communications - ATGN investor presentation

En el año 2012, la dirección de ATGN con Jeremiah Fleming al mando, tomó la acertada decisión de transformar su modelo de negocio desde la venta de hardware a la nube (UcaaS).

	Fiscal Year Ended September 30,		
	2016	2015	2014 (1)
Hosted and service support	67%	50%	43%
Software	21%	28%	23%
Hardware and other	12%	22%	34%
Total	100%	100%	100%

(1) Prior year percentages have been revised to reflect the addition of hosted and service support streams.

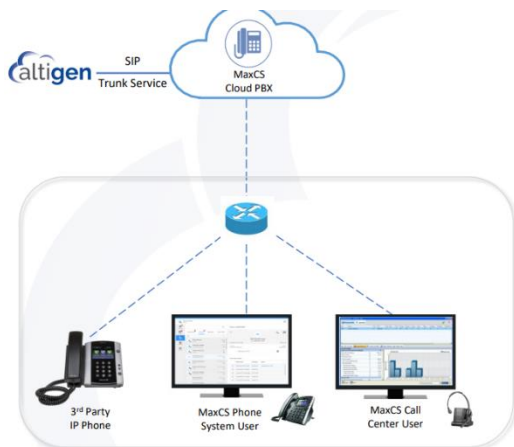
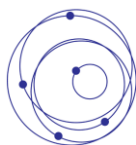
Tabla 1: Segmentación histórica de ventas por divisiones – Altigen Communications informe anual.

Como observamos en la tabla 1, en 2014 el negocio de cloud ya representaba una parte importante de las ventas y desde entonces no ha hecho más que crecer alcanzado hoy más del 70%.

MODELO DE NEGOCIO.

Hoy su modelo de negocio se basaba en una nueva solución en la nube llamada MaxCS Cloud PBX y en dejar de fabricar sus antiguos terminales PBX. ¿Pero qué ventajas ofrece una solución PBX alojada en la nube?

- **Ahorro de costes:** No se requiere una fuerte inversión inicial (capex) y los costes de mantenimiento son muy inferiores al no necesitar personal de mantenimiento.
- Ideal para teletrabajar desde cualquier ubicación geográfica.
- Facilidad y escalabilidad en su uso.



The "New" Altigen Revenue Model

- Cloud & Monthly Recurring Revenue
- Complete, All Software Solution
- \$0 Hardware Revenue
- 50%+ Cloud / 90% Total Recurring Revenue
- Plus Monthly Recurring SIP Revenue

Gráfico 2: Hosted PBX - Modelo de negocio nuevo de Altigen Communications- ATGN investor presentation

ENTORNO COMPETITIVO.

El mercado de las soluciones de comunicación empresarial está evolucionando rápidamente, es altamente competitivo y está sujeto a rápidos cambios tecnológicos. En protocolo de internet existen grandes empresas como Microsoft y Cisco Systems, aunque también empresas medianas como Avaya o Mitel Networks. En cuanto a competidores en el segmento de sistemas PBX en la nube y servicios de center encontramos a 8x8, Ring Central y Five 9. Todas estas empresas disponen de mayores recursos y destinan una mayor inversión en I+D que ATGN, por tanto, alguien podría pensar, ¿Por qué nos interesa ATGN?



Gráfico 3: Empresas competidoras de ATGN de forma indirecta.

La oportunidad a futuro surge de su acuerdo con Microsoft Teams y del acuerdo con Fiserv que hoy representa el 25% de las ventas. Lo interesante es que ATGN no va a competir directamente con las empresas mencionadas anteriormente, sino que será Microsoft, gracias a que ATGN utiliza la plataforma tecnológica de Microsoft y el resto tienen su propia tecnología y software. El riesgo real sería que Microsoft quisiera finalizar esta relación o alcanzara otro acuerdo con un competidor directo.

UPLISTING NASDAQ

Esperan empezar el proceso administrativo para salir a cotizar en el Nasdaq en algún momento de este año. Esto implica que una empresa sin cobertura de analistas va a atraer las miradas de los gestores de hedge funds en EEUU, y, por tanto, existe alta probabilidad que alguna casa de análisis inicie cobertura. La dirección considera que de momento no es necesario un cambio de auditor, aunque es una opción a considerar en el medio plazo. ATGN está analizando toda la documentación a presentar según la Ley Sarbanes-Oxley Act, creada en EE.UU para proteger al pequeño inversor. Pensamos que será más un evento del 2H21 y en cuanto a requisitos, ATGN necesita cumplir con una de las siguientes dos opciones: 1) Capitalización bursátil superior a \$50M o 2) precio de la acción superior a \$2. También están en plena revisión de su política de control interno y de revisión del consejo por si fuera necesario incorporar algún miembro independiente más.

ÚLTIMOS RESULTADOS TRIMESTRALES (2Q21).

Los resultados del 2Q21 estuvieron afectados por la cuarenta y la esperada caída en el segmento de licencias, pero en ningún caso son indicación de la tendencia futura. Muchas empresas pequeñas han tenido problemas para superar el parón económico del 2Q20 y, de hecho, algunas han tenido que cerrar su actividad. Como consecuencia, el segmento de cloud creció únicamente un +1% interanual.

En cuanto a los costes, el margen bruto estuvo por debajo del 73% consecuencia de unos mayores costes de amortización por capitalización de software y peor mix de productos. También la reciente adquisición de Blue Panda y otros costes de personal y estructura contribuyeron a este incremento.

Con todo, el beneficio neto GAAP fue negativo en -\$336k, aunque habría que ajustar por un coste no recurrente por valor de \$313k relativo al coste de liquidación del litigio con CTI.

SEGMENTOS DE NEGOCIO:

1. SMB Business: Software MaxCS IP PBX para pequeñas y medianas empresas de entre 10 y 100 empleados. Se trata de clientes existentes o nuevos clientes, que quieren migrar desde “on-premises” a la nube normalmente a través de resellers. Este segmento representa el 90%-95% de las ventas de la división de cloud (\$7,65m a 2020) y funciona a través de contratos con una duración media de doce meses. Existen tres canales de venta, donde ATS y Fiserv disponen de su propio software y, por tanto, ATGN no soporta costes de hospedaje resultando en un margen bruto del 100%.

1.1. **Cloud de Altigen:** Crece vía nuevos clientes y trata de convertir los clientes existentes “on-premises” a la nube.

1.2. **Cloud de Affiliated Technology Solutions (ATS):** Ofrece las soluciones de ATGN a un grupo de 3.000 empresas de servicios residenciales que conforman una red por valor de 18M EUR.

1.3. **Fiserv:** Ofrece su solución a una red de más de 13.500 communit banks y credit unions. Se trata de una oportunidad de crecimiento importante a futuro, gracias al tamaño y la penetración en sector financiero de Fiserv. A 2020, Fiserv representa el 25% de las ventas de ATGN aunque a futuro se reducirá a medida que empiece a crecer el negocio con Microsoft Teams. El pasado mes de agosto ATGN y Fiserv, se pusieron de acuerdo para renovar su contrato de colaboración durante cinco años más, aportando gran visibilidad a este negocio. ATGN también ha añadido nuevas soluciones en este acuerdo, con aplicaciones de seguridad biométricas y de por voz.

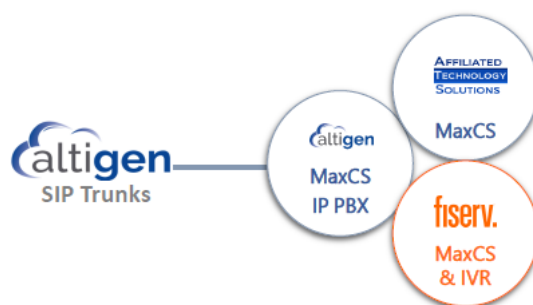
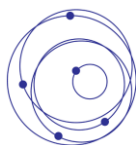


Gráfico 4: Softwares MaxCS IP PBX para SMB (Pequeñas y mediana empresa).

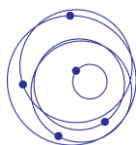


2. **MSE o “Mid size enterprises”:** Soluciones implementadas sobre la plataforma tecnológica de Microsoft UC (unified communications). Su objetivo es ser el líder en soluciones ALL-IN para comunicaciones y servicios de Microsoft Teams. La solución actual para Teams incluye voz sobre protocolo de internet (SIP Trunks), gestión de llamadas (call reporting) y grabación de llamadas (call recording). ATGN está incorporando nuevas soluciones como la plataforma de gestión Core Interact (Adquisición de Blue Panda) y una vez estén disponibles las APIs de Teams también ofrecerá servicios de contact center gracias a Front Stage. Todas estas nuevas aplicaciones deberían estar ya operativas antes del último trimestre del año (3Q21). Será entonces durante 2022, cuando el negocio entorno la plataforma de Teams empezará a crecer. Las soluciones de Microsoft Teams se ofrecen a través de la red de socios de Microsoft y durante el 2Q21, ATGN firmó 30 nuevos clientes generando más de 70 oportunidades para clientes. Como complemento a la red de socios de Microsoft, ATGN también ofrece sus soluciones UC (UcaaS) a grandes clientes con un rango de empleados de entre 500 y 5.000.

VALORACIÓN:

Entramos en la parte importante de este informe, ya que para valorar esta empresa es necesario cuantificar la oportunidad que representa el acuerdo con Microsoft Teams. **Nuestra estimación es propia de DRACO GLOBAL y probablemente la única existente hoy en mercado.**

1. **SMB:** Estimamos que la división de cloud (cloud services) representará unos \$8,8M a 2021e (3Q21), asumiendo un crecimiento de ventas del +15% durante 2021 y decreciendo hasta el 10% en 2023. La contribución de Fiserv dentro del total seguirá creciendo y probablemente alcance el 30% en 2025 (Ex Teams).
2. **Oportunidad con Microsoft Teams:** Para cuantificar la oportunidad del negocio de Teams debemos calcular cuál es su TAM o mercado potencial. Vamos con el cálculo de la TAM:
 - 2.1. **160M** – Nº de usuarios de Teams a nivel global. Estimamos que van a crecer a un +10% anual.
 - 2.2. **600.000** – Nº de empresas que utilizan Team a nivel global.
 - 2.3. **60%** - Porcentaje de empresas localizadas en EEUU.
 - 2.4. **10%** - Nº de empresas que requieren hoy un sistema telefónico integrado de Teams. Se espera que crezca un +20% durante los próximos tres años.



2.5. **242** – Nº promedio de usuarios de Teams por empresa o cliente.

2.6. **1800** – Nº de clientes (empresas) necesarios para capturar el 5% de cuota de mercado.

Una vez conocemos el número de potenciales clientes, si multiplicamos por el ASP medio o el precio medio de venta (\$945/mes), obtenemos una estimación de ventas futuras.

ATGN Teams Solution	Average Revenue per Teams Phone System Customer
Direct Routing	\$800
CoreInteract	\$900
FrontStage Contact Center	\$1,500

Tabla 2: ASP medios o precios medios de venta por tipo de servicios ofrecido por ATGN en UC Teams.

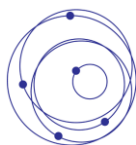
Cifra de facturación.

A continuación, detallamos nuestra estimación de ventas anuales para el segmento de Teams durante los próximos cinco años (método 1).

Segment data	Sep-20 2020	Sep-21 2021E	Sep-22 2022E	Sep-22 2022E	Sep-23 2023E	Sep-24 2024E	CAGR 20-2024E
Revenue by geography							
Teams business							
Worldwide Teams users		145,00	160	175	193	212	10,00%
YoY growth			10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
Worldwide Total companies using Teams		0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	
USA Teams phone systems users		87,00	95,70	105,27	115,80	127,38	
USA Teams customers		0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	
USA Teams phone systems customers		0,036	0,036	0,054	0,072	0,090	
Nº of customers for ATGN to reach 5% market share		1.798	1.798	2.696	3.595	4.494	
Total avg. revenue per Teams customer		900,00	945,00	992,25	1.041,86	1.093,96	
			5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
Estimate Teams phone system revenue		0,50	1,62	1,70	2,68	3,75	65,44%
YoY growth		-	223,55%	5,00%	57,50%	40,00%	

Tabla 3: Estimación de la oportunidad de Microsoft Teams para los próximos 5 años.

Una vez disponemos de nuestra estimación de Teams, podemos agregar el resto de sus negocios para calcular la cifra de facturación total.



Segment data	Sep-18 2018	Sep-19 2019	Sep-20 2020	Sep-21 2021E	Sep-22 2022E	Sep-22 2022E	Sep-23 2023E	Sep-24 2024E	CAGR 20-2024E
Revenue by geography									
Total revenue	10,63	10,63	11,77	13,11	15,12	16,09	17,89	20,02	
YoY Growth		6,30%	10,72%	11,35%	15,33%	6,41%	11,20%	11,93%	
Cloud segment	50,00%	58,00%	65,00%	70,95%	76,48%	79,17%	82,21%	84,81%	
Teams contribution				0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Segment data									
Cloud services - MRR	5,32	6,17	7,65	8,80	9,94	11,04	12,03	13,23	14,68%
YoY Growth		-99,99%	43,94%	15,00%	13,00%	11,00%	9,00%	10,00%	
Estimate Teams phone system revenue				0,50	1,62	1,70	2,68	3,75	65,44%
YoY growth				-	223,55%	5,00%	57,50%	40,00%	
Total Cloud service MRR method 1.									
YoY growth			7,65	9,30	11,56	12,74	14,71	16,98	16,24%
				21,53%	24,32%	10,16%	15,47%	15,46%	
Software assurance	3,40	2,87	2,71	2,57	2,44	2,32	2,21	2,10	-5,00%
YoY Growth		-99,93%	-5,68%	-5,00%	-5,00%	-5,00%	-5,00%	-5,00%	
Software license - ARR	1,70	1,17	0,82	0,62	0,46	0,35	0,26	0,20	-25,00%
YoY Growth		-99,99%	-51,56%	-25,00%	-25,00%	-25,00%	-25,00%	-25,00%	
Professional services	0,21	0,43	0,59	0,62	0,65	0,68	0,72	0,75	5,00%
YoY Growth		-100,00%	176,81%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	

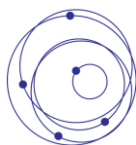
Tabla 4: Estimación de ventas de ATGN próximos cinco años.

Como observamos en la tabla 4, el negocio de venta de licencias y de mantenimiento (empresas que han contrato licencias) va a tender a cero, consecuencia de que ATGN está migrando sus clientes de "on-premises" a la nube o UcaaS. El negocio de consultoría es muy pequeño y volátil como para realizar estimaciones.

Como sabéis, en DRACO GLOBAL nos gusta aplicar dos métodos diferentes para estimar nuestra cifra de facturación. En nuestro segundo método, como conocemos el número de clientes y usuarios por año, los ASP medios y el número de nuevos clientes trimestrales de Teams (30 en 2Q21); podemos estimar otra vez la cifra de ventas para los próximos años.

Segment data	Sep-18 2018	Sep-19 2019	Sep-20 2020	Sep-21 2021E	Sep-22 2022E	Sep-22 2022E	Sep-23 2023E	Sep-24 2024E	CAGR 21-2024E
Revenue by geography									
Segment data									
Nº of customers	576	596	611	731	891	1.051	1.211	1.371	17,03%
Change in customers	142	20	15	120	160	160	160	160	
YoY Growth	32,72%	3,47%	2,52%	5,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	
Avg. Revenue by customer	769,10	752,00	824,00	898	943	990	1.040	1.092	5,00%
YoY Growth		-2,22%	9,57%	9,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
Total Cloud revenue method 2									
	5,32	6,17	7,65	7,88	10,08	12,49	15,11	17,96	
Nº of subscribers	18.799	19.672	19.065	19.828	20.621	21.446	22.303	23.195	4,00%
YoY Growth	35,95%	4,64%	-3,09%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	
Avg. Revenue by subscriber	20,92	22,26	26,41	29,05	31,96	35,15	38,67	42,53	10,00%
YoY Growth	8,28%	6,41%	18,64%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	

Tabla 5: Estimación de ventas de ATGN método 2.

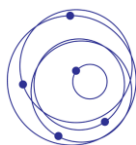


👉 Márgenes del negocio.

Una vez hemos estimado la cifra de ventas, nos toca calcular los márgenes del negocio. Para ello utilizamos un margen bruto del 76% a 2021 aunque este debería de subir hasta el 80% durante los próximos años. La razón principal es que ATGN soporta menores costes de hospedaje de cloud que su competencia al utilizar la nube de sus partners. La mejora del margen operativo vendrá principalmente del crecimiento de ventas, aunque también de una posible reducción de costes fijos e investigación y desarrollo. Concretamente, estimamos que ATGN podría reducir sus costes fijos (SGA) un 1% anual durante los próximos cinco años, pasando del 34% sobre ventas en 2021 al 30% en 2024. En I+D la reducción será inferior y estimamos una caída anual de 25bps, pasando del 22,1% en 2021 al 21,6% en 2024. En cuanto a la tasa impositiva, calculamos que ATGN pagará menos impuestos durante muchos años consecuencia de sus pérdidas acumuladas que generan activos por impuestos diferidos. Actualmente, tiene disponibles en balance \$8m de activos por impuestos diferidos.

Annual Income Statement											
	Fiscal Year Ending September 30,										CAGR 5yr
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Total Revenue	8,4	8,4	10,0	10,6	11,8	13,1	15,1	16,1	17,9	20,0	11,17%
% Growth	(14,0%)	(0,5%)	19,2%	6,3%	10,7%	11,3%	15,3%	6,4%	11,2%	11,9%	
Cost of Revenue	1,5	1,3	1,6	2,0	2,7	3,1	3,5	3,6	3,9	4,3	19,14%
Gross Profit	7,0	7,1	8,4	8,7	9,1	10,0	11,6	12,5	14,0	15,7	
% Margin	82,8%	84,9%	83,6%	81,4%	77,0%	76,5%	77,0%	77,5%	78,0%	78,5%	
SG&A, Total	4,3	3,8	3,8	3,9	4,1	4,5	5,0	5,1	5,5	6,0	22,82%
R&D Expenses	2,9	2,8	2,8	2,6	2,6	2,9	3,3	3,5	3,9	4,3	
D & A, Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other Operating Expenses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operating Expenses adj.	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
Operating Income (EBIT)	(0,3)	0,5	1,8	2,2	2,3	2,67	3,34	3,80	4,54	5,38	
% Margin	(3,1%)	5,5%	17,5%	20,3%	19,7%	20,4%	22,1%	23,6%	25,4%	26,9%	
Net Interest (Expense)/Income	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	(0,04)	(0,02)	(0,01)	0,00	0,00	22,82%
Other, Net	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
EBT Excl. Unusual Items	(0,3)	0,5	1,8	2,2	2,3	2,6	3,3	3,8	4,5	5,4	
Income Tax Expense	(0,0)	0,0	(8,7)	0,3	0,6	0,3	0,4	0,5	0,0	0,0	
Earnings from Cont. Ops.	(0,8)	0,4	9,8	1,9	1,4	2,4	3,0	3,3	4,5	5,4	
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Net Income to Parent	(0,8)	0,4	9,8	1,9	1,4	2,4	3,0	3,3	4,5	5,4	
% Margin	(9,9%)	4,5%	98,4%	18,0%	12,3%	18,0%	19,5%	20,8%	25,4%	26,9%	
Diluted EPS Excl Extra Items	(0,04)	0,02	0,43	0,08	0,06	0,093	0,116	0,132	0,179	0,212	
% Growth	(229,6%)	(145,4%)	2494,5%	(80,6%)	(24,8%)	48,0%	167,7%	41,2%	53,6%	61,2%	

Tabla 6: Estimación de P&L ATGN con proyecciones a 2025.

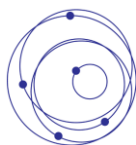


👉 Balance de situación y estado de flujos de caja.

Pocas veces un balance resulta tan sencillo de analizar, ya que de los 18M EUR en activos, 6M EUR son caja y 8M EUR son activos por impuestos diferidos. En los últimos 20 años, ATGN ha acumulado elevadas pérdidas, pero ahora gracias a su nuevo modelo de negocio y a que lleva cuatro años siendo rentable, puede activar esos créditos en balance. ATGN podría activar a futuro más de \$100M de créditos fiscales, tanto federales como estatales, pendientes aún con el IRS. Este importe es muy superior a su capitalización bursátil actual y aunque no podrá activar la totalidad, si sigue siendo rentable es asumible llegar a los \$50M.

Annual Balance sheet										
	Fiscal Year Ending September 30,									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cash	4,5	2,9	2,3	4,4	6,7	6,7	6,7	8,1	10,5	13,5
Short-Term Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trading Asset Securities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Receivables	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7
Inventory	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prepaid Expenses	0,1	0,1	1,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Other Current Assets	0,0	1,0	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Current Assets	4,9	4,3	5,2	5,0	7,2	7,3	7,4	8,8	11,3	14,5
Net PP&E	0,1	0,0	0,1	0,1	0,9	0,8	1,0	1,2	1,4	1,6
Long-Term Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Intangibles	0,0	0,0	0,3	1,5	2,4	2,2	2,0	1,8	1,5	1,3
Other Assets	0,0	0,0	8,7	8,5	7,9	8,8	10,2	10,8	12,1	13,5
Total Assets	5,1	4,4	14,4	15,1	18,5	19,1	20,6	22,6	26,3	30,9
Accounts Payable	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Accrued Expenses	1,3	0,5	1,1	0,7	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6
Other Current Liabilities	1,5	1,3	1,0	0,9	0,8	0,9	1,1	1,1	1,3	1,4
Total Current Liabilities (excl.)	2,8	1,9	2,2	1,7	1,9	2,1	2,4	2,6	2,9	3,2
Total Debt (excl. Working Capital)	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Working Capital Revolver	1,0	0,9	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Liabilities	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Total Liabilities	4,1	3,0	3,1	2,0	3,8	3,3	3,0	2,9	3,2	3,6
Common Stock	0,9	1,3	11,2	13,2	14,7	15,8	17,6	19,8	23,1	27,3
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Equity	0,9	1,3	11,2	13,2	14,7	15,8	17,6	19,8	23,1	27,3
Total Liabilities & Equity	5,1	4,4	14,4	15,1	18,5	19,1	20,6	22,6	26,3	30,9

Tabla 7: Estimación de Balance de situación para ATGN.



Annual Cash Flow Statement											0
	Fiscal Year Ending September 30,										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Net Income	(0,8)	0,4	9,8	1,9	1,4	2,4	3,0	3,3	4,5	5,4	
D&A	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	
Amortization of Goodwill & Intang	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	
Other Non-Cash Items, Total	0,3	0,0	(8,7)	0,4	0,9	(0,9)	(1,3)	(0,6)	(1,2)	(1,4)	
Change in Net Operating Assets	0,8	(0,9)	(1,5)	1,0	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	
Cash Flow from Operations	0,3	(0,5)	(0,3)	3,4	2,8	1,9	2,1	3,1	3,9	4,6	
Capital Expenditure	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Sale of PP&E	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cash Acquisitions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Divestitures	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Invest. in Marketable & Equity Ser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other Investing Activities	(0,0)	0,0	(0,3)	(1,4)	(1,3)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cash Flow from Investing	(0,1)	0,0	(0,4)	(1,4)	(1,3)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Total Cash Dividends Paid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Issue/(Retire) of Debt	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,7)	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Bank Revolver (Paydown)/Draw						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
LT Debt (Paydown)						(1,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Issue/(Retire) of Common Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Issue/(Retire) of Pref Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other Financing Activities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cash Flow from Financing Acti	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,7)	0,8	(1,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Adjusted Free Cash Flow	0,0	-0,5	-0,4	3,3	2,8	1,9	2,1	3,0	3,8	4,5	

Tabla 8: Estimación de Cash Flow ATGN.

👉 Valoración fundamental.

A nuestra proyección de la cuenta de resultados y el flujo de caja, le aplicamos un múltiplo de 25x y a las ventas un múltiplo de 5x. Un múltiplo de 25x beneficios es el que utilizamos para empresas de crecimiento, con grandes oportunidades de reinversión que permitirán crecimientos de venta orgánicos mínimo del +10% y el múltiplo de 5x ventas, es la media de empresas comparables como Ring Central (RNG), Five9 (FIVN) o 8x8 (EGHT).

Calculamos una valoración fundamental de \$3,52 por acción, que al precio actual de \$2,40 representa un potencial alcista del +47% o un +84% respecto a nuestro precio medio de compra (\$1,92).

Aviso Legal

DRACO GLOBAL SICAV está inscrita en el Registro de Sociedades de Inversión de Capital Variable con el número 1321 y con CIF A-95105227. Que tiene como entidad gestora GESIURIS ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A. inscrita en el registro de entidades de la Comisión Nacional de Mercados de Valores con el número 37. La sociedad depositaria, BNP PARIBAS SECURITIES. inscrita en el Registro Oficial de Bancos y Banqueros con el número 206.