Equity Deep Dive · NASDAQ: BSP

Bending Spoons: compra a 2,5x ventas y cotiza a 14,5x

La compradora de software de Milán salió a bolsa en julio y Berkshire acaba de comprar más. Factura US$2.800 M en 2026 con un 53 % de margen ajustado y crece orgánicamente un 3 %. Calculamos cuántas compras más tiene ya descontadas el precio de US$55,77.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

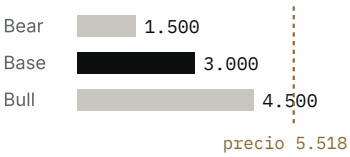
- La máquina funciona: compra a unas 2,5 veces ventas y consolida al 51–54 % de margen ajustado. Entre noviembre de 2025 y marzo de 2026 pagó US$3.318 M por Vimeo, AOL y Eventbrite, negocios que juntos facturaban unos US$1.350 M [S001].
- Hoy esa máquina cotiza a **14,5 veces ventas de 2026** y 27 veces su ingreso operativo ajustado, con el crecimiento orgánico en el 3 % del 2T26 [S002].
- Nuestro caso base vale US$41,25 por acción; el precio exige comprar unos **US$5.500 M al año durante cinco años**, 1,8 veces el ritmo del base, y que lo comprado rinda como AOL. Hay mucho en juego en un solo factor: que sigan apareciendo AOL a precio de AOL.

Pregunta central. ¿Cuántas AOL más hay en el precio? A US$55,77 (cierre del 15-10-2026 [S004]) Bending Spoons vale unos US$37,7 bn diluidos, **14,5 veces las ventas de 2026**, con un crecimiento orgánico del 3 % [S002]. El modelo DCF de SDN da US$41,25 para el caso base. Para llegar al precio hay que comprar unos **US$5.518 M al año durante cinco años**, 1,8 veces el ritmo base, o que lo comprado rinda un 63 % de margen. Berkshire, que acordó el 14 de octubre pagar US$33, pone una referencia más baja que la bolsa [S003].

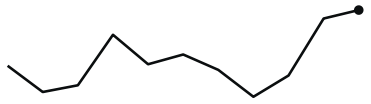
DATOS CLAVE

Ventas 2T26	US$704 M
+126 % interanual · orgánico +3 %	
Ingreso op. ajustado 2T26	US$381 M
54 % de margen; GAAP US$240 M	
Deuda neta	US$4.090 M
2,4x EBITDA ajustado pro forma, 30-06-2026	
Precio 15-10-2026	US$55,77
+92 % sobre la OPV de US$29	
DCF base	US$41,25
-26 % vs precio · bull US$92	

ESCENARIOS SDN



COTIZACIÓN DE BSP DESDE LA OPV



Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Estado	Cotiza en Nasdaq (BSP) desde el 1-07-2026; la OPV fue a US$29	Ya no es una privada: el encargo partía de una ronda, hoy hay precio de mercado
Precio / capitalización	US$55,77 (15-10-2026) · US$35,7 bn básica · US$37,7 bn diluida	Triplica la ronda de octubre de 2025 (US$11 bn pre-money)
Deuda neta pro forma OPV	US$2.990 M (4.090 M a 30-06 menos 1.100 M netos de la OPV)	Sin contar Airtable (US$1.290 M) ni los US$330 M de Berkshire
EV / ventas 2026	14,5x sobre el punto medio de la guía (US$2.800 M)	Constellation cotiza a ~3,4x
EV / ingreso op. ajustado 2026	27,4x sobre US$1.485 M (punto medio)	Ajustado: excluye amortización, reorganización y costes de compra
Caja libre 1S26	US$250 M (caja operativa 254 – capex 4) · rentabilidad anualizada 1,4 %	El efectivo llega tras intereses (~US$190 M en el semestre) y reorganizaciones
Control	Los cuatro fundadores tienen el 82,7 % de los votos (acciones clase A, 5 votos)	Quien compra la acción no manda sobre el capital

Fuente: Prospecto [S001]; resultados 2T26 [S002]; Yahoo Finance [S004]. Capitalización y EV: cálculo SDN con 640,5 M acciones básicas (greenshoe asumido) y 36,3 M opciones a US$0,28.

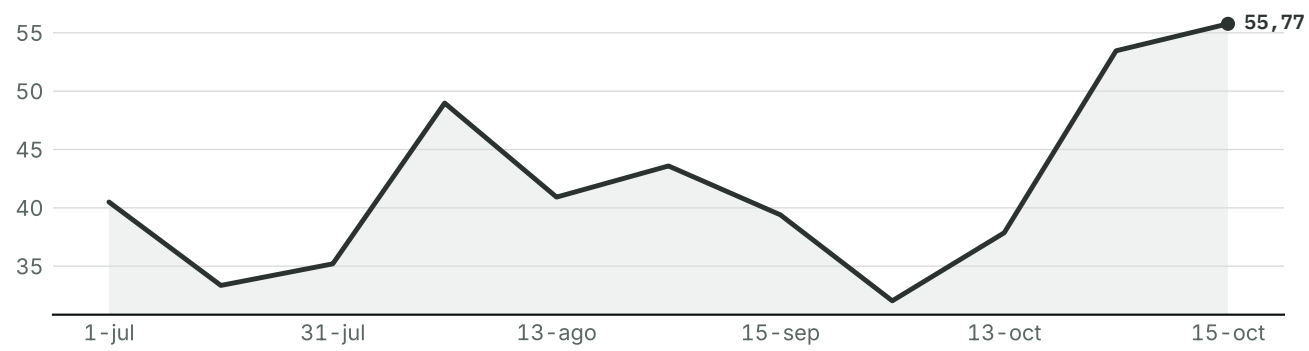
01 La tesis: una compradora de software a 2,5x ventas que el mercado ya paga a 14,5x

RESUMEN

Bending Spoons (Milán, 2013) compra software de consumo y *prosumer* maduro, lo reestructura y se queda con la caja. Su cartera incluye Evernote, WeTransfer, Brightcove, Vimeo, AOL, Eventbrite, komoot, Harvest, StreamYard, Remini y, desde mayo, Tractive; hace unos días firmó la compra de Airtable [S001][S002]. Más de 500 millones de usuarios activos mensuales, más de 9 millones de clientes que pagan y una plantilla de 2.284 personas equivalentes a tiempo completo a 1T26 [S001].

Este informe parte de un cambio de estado: ya no es privada. Salió a Nasdaq el 1 de julio de 2026 a US$29 por acción, con una oferta total de US$1.681 M (US$954 M brutos para la compañía, el resto vendido por accionistas) [S001]. Los accionistas previos habían puesto en total US$601 M, a un precio medio de US$1,00 por acción [S001]. Desde entonces la acción ha cerrado entre US$31,8 y US$55,8: bajó un 16 % el día de los resultados del 2T por la guía y subió un 41 % el 14 de octubre, cuando Berkshire Hathaway anunció que compraba otros US$330 M a US$33, un 13 % por debajo del cierre previo [S003][S004].

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DE BSP DESDE LA OPV (US$, CIERRE DIARIO)



Fuente: Yahoo Finance, cierres diarios al 15-10-2026 [S004]. Precio de la OPV: US$29 [S001]. El 16-10 la acción cotizaba cerca de US$48 en sesión abierta (no es un cierre).

LA TESIS EN UNA FRASE

El negocio se entiende en una línea: **comprar barato un flujo de caja de suscripciones, bajar costes, subir precios y repetir**. Lo que hay que valorar es otra cosa: cuántas compras más caben, a qué precio y con qué deuda. Un DCF de la cartera actual, sin más compras, vale unos US$24 por acción; el resto del precio es la expectativa de que siga comprando [modelo DCF de SDN].

02 Paga 1,2 a 3,2 veces ventas y convierte cada compra en una fábrica de margen

CÓMO GANA DINERO

El proceso es siempre el mismo. Elige un producto con marca y clientes que pagan, lo compra en efectivo, sustituye su tecnología por la plataforma propia, reduce la plantilla a un equipo pequeño y mide el retorno de la inversión. Su criterio declarado es el retorno, no el crecimiento: aplica una TIR mínima del **65 % apalancada y del 25 % sin apalancar**, y avisa de que quizá tenga que bajarla a medida que crezca [S001]. En Evernote, la plantilla dedicada pasó de 341 a 60 personas (−82 %), con una retención neta del 99 % [S001].

EXHIBIT B LO QUE HA PAGADO POR LOS NEGOCIOS QUE SÍ PODEMOS MEDIR

NEGOCIO (CIERRE)	PRECIO (US$ M)	VENTAS PREVIAS (US$ M)	PRECIO / VENTAS	QUÉ ENSEÑA
Evernote (ene-23)	200	n.d.	n.d.	Plantilla −82 %; retención 99 %
WeTransfer (jul-24)	476	n.d.	n.d.	58 M de usuarios activos y 1 M de pagadores
Brightcove (feb-25)	218	163 (11 meses)	1,2x	Aún perdía US$23 M antes de impuestos en su primer ejercicio
Vimeo (nov-25)	1.359	377 (hasta 23-nov)	3,2x	Resultado operativo previo de −12 M
AOL (ene-26)	1.454	633 (2025)	2,3x	Ya ganaba US$334 M de resultado operativo: se compra un flujo
Eventbrite (mar-26)	505	292 (2025)	1,7x	Perdía US$26 M de resultado operativo
Tractive (may-26)	781 + 119 diferido	n.d.	n.d.	Fuera de los datos del prospecto
Airtable (firmado)	1.290 (EV)	n.d.	n.d.	En efectivo; fuera de la guía 2026

Fuente: Prospecto [S001] y resultados 2T26 [S002]. Precio/ventas de Brightcove y Vimeo sobre ventas anualizadas (×12/11 y ×365/327): cálculo SDN. n.d. = no disponible en fuente primaria.

EXHIBIT 2 **EV / VENTAS: LO QUE PAGA BSP FRENTE A LO QUE VALE EN BOLSA (X)**



Fuente: Prospecto [S001]; Constellation [S005][S006]; Thoma Bravo [S008]; BSP [S002][S004]. EV de BSP = capitalización diluida + deuda neta pro forma OPV. Constellation: ventas 1S26 anualizadas. Cálculos SDN.

> **DETALLE QUE IMPORTA**
>
> El arbitraje de múltiplos es la mitad de la historia. Por cada US$100 de ventas que compra a 2,5x (US$247), el mercado paga hoy US$1.450 de EV si esas ventas se consolidan en BSP. Eso solo se sostiene mientras compre barato y el mercado siga creyendo que puede volver a hacerlo: **no se puede escalar a ritmo fijo, el objetivo se encarece al crecer** [S001].

EXHIBIT C **UNA COMPRA TIPO POR CADA US$100 DE VENTAS (SUPUESTOS DEL CASO BASE)**

CONCEPTO	VALOR	CÓMO SE OBTIENE
Precio pagado	US$247	2,47x: AOL + Eventbrite + Vimeo, US$3.318 M por US$1.346 M de ventas
Resultado operativo previo	US$23	22,7 % GAAP sobre esas ventas antes de comprar
Ingreso operativo ajustado tras transformar	US$45	Supuesto base 45 %; el grupo hizo 51–54 % en 1T–2T26 [S002]
Coste de transformar y comprar	US$15	6 % del precio; reorganización y transacción fueron US$164 M en 2025 [S001]
Rendimiento sobre el precio, antes de impuestos	18 %	45 / 247; AOL en 1T26: US$65,5 M antes de impuestos en un trimestre sobre US$1.454 M [S001]
Rendimiento tras impuestos (22 %)	14 %	Cálculo SDN; payback ~7,5 años sin crecimiento

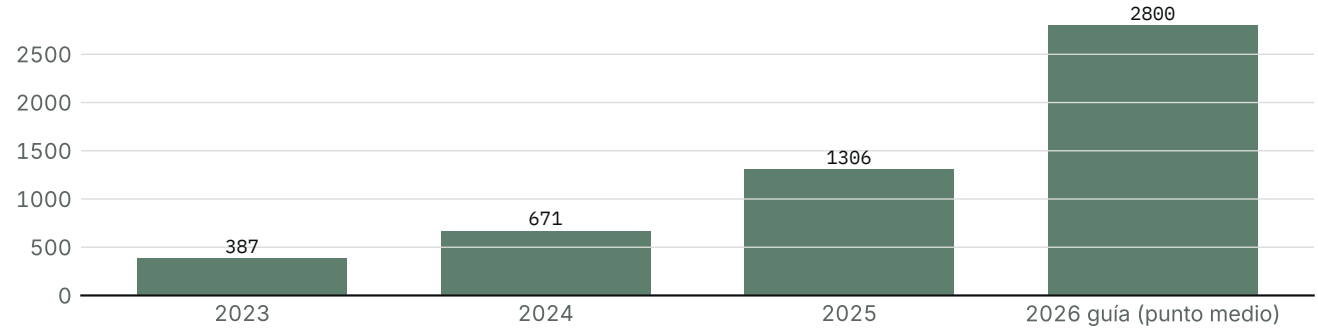
Fuente: Cálculo SDN con datos de [S001] y [S002]. Es una compra ilustrativa, no una compra concreta: el prospecto no publica la economía por negocio.

03 El crecimiento es comprado: el orgánico bajó al 3 % mientras las ventas se duplican

DRIVERS

Las ventas pasaron de US$387 M en 2023 a US$1.306 M en 2025 y la guía de 2026 es de US$2.780–2.820 M (+114 % en el punto medio) [S001][S002]. Pero el crecimiento orgánico fue del 7 % en 2024, del 13 % en 2025 y solo del **3 % en el 2T26** [S001][S002]. En 2025 el 93 % de los ingresos eran suscripciones; en 1T26 bajó al 84 % y la publicidad (AOL) pesa el 12 % [S001]. La retención neta de ingresos es del 94 %: Evernote 99 %, AOL 95 %, StreamYard 91 % y Remini 87 % [S001].

EXHIBIT 3 VENTAS ANUALES (US$ M)



Fuente: Prospecto [S001]; guía 2026 de la empresa, punto medio de US$2.780–2.820 M [S002]. La guía excluye adquisiciones futuras (Airtable). Ventas 2025 pro forma con AOL, Eventbrite y Vimeo: US$2.608 M [S001].

VARIABLE CLAVE

Cuánto de la guía de 2026 es herencia comprada. Con la plantilla de AOL, Eventbrite y Vimeo aún por reducir (1.830 personas entraron entre el 4T25 y el 1T26 y la empresa espera que queden unos pocos cientos) [S001], una parte del margen de 2026 y 2027 es recorte pendiente, no ventaja estructural.

04 El ingreso ajustado casi duplica al contable y la caja libre es el 36 % de él

P&L Y CAJA

EXHIBIT D CUENTA DE RESULTADOS RESUMIDA (US$ M)

CONCEPTO	2023	2024	2025	1T26	2T26
Ventas	387	671	1.306	601	704
Margen bruto	61 %	64 %	66 %	68 %	n.d.
Resultado operativo (GAAP)	84	127	278	120	240
Ingreso operativo ajustado	137	299	613	308	381
Margen ajustado	36 %	45 %	47 %	51 %	54 %
Gasto por intereses	17	33	143	93	n.d.
Resultado neto	161	89	-0,2	27	177
Caja operativa	59	205	291	76	179

Fuente: Prospecto [S001] y resultados 2T26 [S002]. Resultado neto 2023 incluye un crédito fiscal de US$103 M. Caja operativa 2T26 = 1S26 (254) − 1T26 (76): cálculo SDN. 1T26 aparece reexpresado en el prospecto.

EXHIBIT 4 DEL BENEFICIO AJUSTADO A LA CAJA, 1S26 (US$ M)



Fuente: Ingreso operativo ajustado: 308 (1T) + 381 (2T) [S001][S002]; resultado GAAP 360, caja operativa 254 y capex 4 [S002]. Caja libre = caja operativa − capex: cálculo SDN, no definida por la empresa.

La brecha tiene tres causas. En 2025 los ajustes sumaron US$335 M (amortización de intangibles 151, transacción 85, reorganización 79, otros 21) [S001]. Segundo, los intereses: US$143 M en 2025 y US$93 M solo en el 1T26 [S001]. Tercero, el efecto de plantilla: el coste de reorganizar es real y recurrente mientras compre (US$76 M en un trimestre) [S001]. En 2025 el resultado neto fue de −US$0,2 M con un gasto por impuestos (US$111 M) igual al beneficio antes de impuestos [S001].

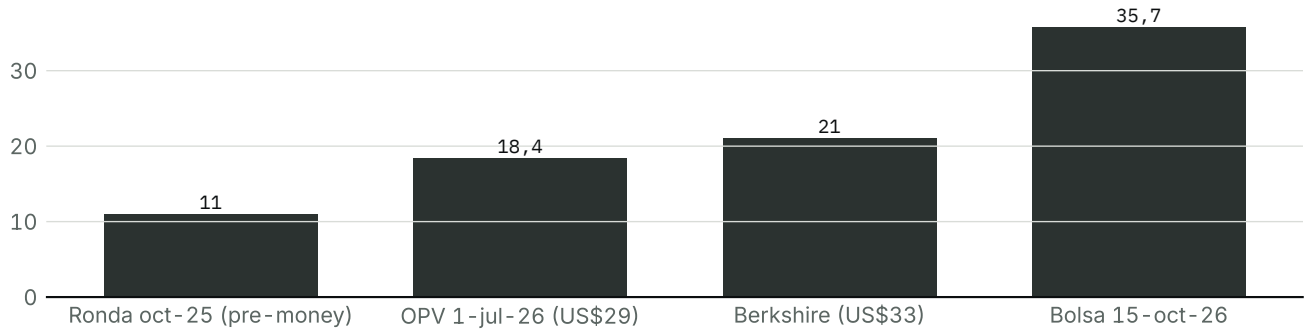
> NO CONTAR DOS VECES
>
> En el ingreso operativo ajustado **ya está descontada la compensación en acciones** (la empresa no la reincorpora) [S001]. El EBITDA ajustado de los convenios, en cambio, la excluye y suma ahorros de reorganización «logrados». De ahí sale el 2,4x de apalancamiento: US$4.090 M / 2,4 = unos US$1.700 M de EBITDA pro forma, **cifra derivada que la empresa no publica en dólares** y que no usamos en la valoración [S002].

05 Se financia con deuda cubierta y capital caro: 30 de cada 100 dólares de ingreso ajustado van a intereses

FINANCIACIÓN

Capital. Antes de la OPV recaudó poco en acciones: los inversores existentes pusieron US$601 M en total [S001]. La ronda de octubre de 2025 fue de US$710 M (270 primaria, 440 secundaria) a **US$11.000 M pre-money**, liderada por T. Rowe Price con Baillie Gifford, Fidelity, Durable y Cox [S007]. En la OPV vendió 34,4 M de acciones nuevas a US$29 (US$933 M netos antes del greenshoe) y Berkshire puso US$600 M; el 14 de octubre acordó otros US$330 M a US$33 [S001][S003]. **Las rondas de 2022 y febrero de 2024 que citan agregadores (>US$1 bn y US$2,55 bn) no están en fuente primaria:** SIN VERIFICAR.

EXHIBIT 5 **VALOR DE BSP: RONDA, OPV Y BOLSA (US$ BN)**



Fuente: Ronda: [S007]. OPV, Berkshire y bolsa: precio × 635,2 M acciones (OPV sin greenshoe) o 640,5 M (bolsa, greenshoe asumido); precios [S001] [S003][S004]. Cálculo SDN, capitalización básica.

EXHIBIT E **DEUDA A 31-03-2026 Y MOVIMIENTOS POSTERIORES**

TRAMO	IMPORTE	COSTE (CON COBERTURA)	VENCIMIENTO
TLA euro 2024	€1.010 M	5,41–6,16 %	31-03-2031
TLB euro 2025	€641 M	7,94 %	07-03-2031
TLB dólar 2025	US$1.830 M	9,43 %	07-03-2031
TLA dólar 2026	US$660 M	6,91 %	07-03-2031
Intesa TLA	€78 M	5,57 %	2028–2029
Revolving euro / dólar	€976 M / US$195 M	Euribor +3,00–3,75 % / SOFR +3,50 %	2031
Posterior (2T26)	€865 M nuevos y €260 M dispuestos	n.d.	n.d.

Fuente: Prospecto [S001]. Deuda total US$4.356 M y caja US$741 M a 31-03-2026; a 30-06-2026 deuda US$4.880 M, caja US$793 M y vencimientos a 12 meses de US$794 M [S002]. Cobertura del 100 % frente a tipos [S001].

06 Con el mismo 3 % orgánico que Constellation, el mercado paga a BSP 4,3 veces más por dólar de ventas

COMPARABLES

EXHIBIT F **COMPARABLES Y PRECEDENTES**

EMPRESA	EV (US$ M)	EV / VENTAS	EV / CAJA LIBRE	LECTURA
Bending Spoons (15-oct-26)	40.735	14,5x	~36x	Caja libre de la cartera antes de M&A en 2027 (base), no la de 1S26
Constellation Software	44.522	3,4x	20,7x	FCFA2S 1S26 anualizado; incluye un dividendo de Asseco de US$69 M en el 2T
Dayforce / Thoma Bravo (ago-25)	12.300	6,3x	n.d.	Take-private de software con 32 % de prima; ventas de la guía 2025
IAC / People Inc.	n.d.	n.d.	n.d.	SIN VERIFICAR: sin capitalización ni EV en fuente primaria
Compras de BSP (2025–26)	3.318	2,5x	n.d.	Lo que paga: AOL, Eventbrite y Vimeo [S001]

Fuente: BSP [S001][S002][S004]; Constellation [S005][S006]; Thoma Bravo [S008]. Constellation: acciones = beneficio neto / BPA diluido del 2T26; ventas 1S26 de US$6.516 M anualizadas; caja neta US$2.228 M (caja 2.886 – deuda 658). EV/caja libre de BSP: EV / 1.117 (FCF 2027 base antes de M&A). Cálculos SDN.

> LEYENDO AL MERCADO
>
> Constellation es la comparación natural: compra software y no lo vende. Ambas crecieron un 3 % orgánico en el 2T26 [S002][S005]. BSP convierte en caja libre el 19 % de sus ventas (250 / 1.305 en 1S26) y Constellation el 17 % (1.078 / 6.516) [S002][S005]. **La diferencia de múltiplo (14,5x frente a 3,4x ventas) es solo la expectativa de que BSP siga duplicando ventas comprando.** Si el ritmo o el precio de las compras cambian, cae el múltiplo y el ingreso a la vez.

LEYENDO AL MERCADO

Hecho cerrado: OPV, colocación a Berkshire (anunciada, cierre por confirmar), Tractive cerrada en mayo [S002][S003]. **Hecho anunciado:** Airtable, EV US$1.290 M en efectivo, sin fecha de cierre en la fuente [S002]. **Rumor / sin fuente primaria:** que Berkshire suba más su 4 %; listas de «próximos objetivos» de terceros; qué provocó el salto del 7-oct (+24 %) [S004]. Nada de esto entra en la valoración.

07 A US$55,77 el mercado compra US$27.600 M de empresas en cinco años, con márgenes del 63 %

LO QUE PIDE EL PRECIO

Planteamiento. Separamos el valor de la cartera actual (crece al 3 % orgánico, margen del 53,5 %, sin más compras) de la capa de M&A (capital anual a 2,5x ventas, margen del 45 % tras transformar). Con un coste de capital del 9,5 % y g = 2,5 %, **la cartera actual sola vale unos US$24 por acción**; los US$17 restantes del caso base y todo el resto del precio son compras futuras [modelo DCF de SDN].

EXHIBIT 6 CAPITAL ANUAL EN COMPRAS 2027–31 (US$ M): LO HECHO, LOS ESCENARIOS Y LO QUE EXIGE EL PRECIO



Fuente: Flujo de inversión 2025 [S001]; 2026 = AOL 1.454 + Eventbrite 505 + Tractive 781 + Airtable 1.290 [S001][S002]. Escenarios y DCF inverso: modelo de SDN. El precio exige 1,84 veces el capital del base.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

Para justificar US$55,77 hace falta una de dos cosas: **comprar US$5.518 M al año durante cinco años** (US$27.590 M, con ventas de US$13.213 M e ingreso operativo ajustado de US$6.237 M en 2031), o que lo comprado rinda un **63 %** de margen en lugar del 45 %. En lo que va de 2026 ha comprometido US$4.030 M; el ritmo no es inalcanzable, pero hay que sostenerlo cinco años y a precio constante.

EXHIBIT G SENSIBILIDAD DEL CASO BASE: PRECIO PAGADO POR LA COMPRA Y MARGEN TRAS TRANSFORMAR (US$ POR ACCIÓN)

PRECIO / VENTAS DE LO COMPRADO	MARGEN 35 %	MARGEN 45 %	MARGEN 55 %
2.0x ventas	40,2	50,2	60,2
2.5x ventas	33,2	41,3	49,3
3.0x ventas	28,6	35,3	42,0
3.5x ventas	25,3	31,0	36,8

Fuente: Modelo DCF de SDN, valores por acción a 15-10-2026; resto de supuestos del caso base (WACC 9,5 %, g 2,5 %, US$3.000 M al año 2027–31). El caso base es la fila 2,5x y la columna del 45 %.

08 Tres futuros: US$13, US$41 o US$92 frente a US$55,77

EXHIBIT H MECÁNICA DE LOS ESCENARIOS (VALORACIÓN A 15-10-2026; NO SON PRECIOS OBJETIVO)

VARIABLE	BEAR	BASE	BULL
Crecimiento orgánico anual	−2 %	+3 %	+7 %
Margen ajustado cartera actual	47 %	53,5 %	56 %
Capital anual en compras	1.500 (3 años)	3.000 (5 años)	4.500 (5 años)
Precio / ventas · margen de lo comprado	3,5x · 38 %	2,5x · 45 %	2,2x · 48 %
Coste de integración (% del precio)	8 %	6 %	5 %
WACC · crecimiento terminal	9,5 % · 2,0 %	9,5 % · 2,5 %	9,5 % · 3,5 %
Ingreso op. ajustado 2031 (US$ M)	1.725	4.228	6.926
Valor de empresa (US$ M)	11.553	30.523	64.552
Valor por acción (US$)	13,22	41,25	91,53
Frente a US$55,77	-76 %	-26 %	+64 %

Fuente: Modelo DCF de SDN: ingreso operativo ajustado × (1 − 22 %) − integración − capex − capital en compras; puente EV → capital: deuda neta pro forma OPV ajustada por el flujo del 2S26 (US$2.604 M) y 676,8 M de acciones diluidas. Excluye Airtable y la colocación a Berkshire.

EXHIBIT 7 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (US$)



Fuente: Modelo DCF de SDN [S001][S002]; precio [S004]; Berkshire [S003]; OPV [S001].

Base (US$41,25, -26 %). Mantiene el ritmo de 2026 durante cinco años, algo menos de lo que hizo en 2026, a un precio de 2,5x ventas. **Lo invalidaría** un cuarto trimestre con el orgánico por debajo de cero o una compra grande a más de 4x ventas. **Bear (US$13,22).** Las ventas orgánicas caen, el margen cede seis puntos y las compras rinden apenas el coste de capital; lo dispararía una mala racha de retención en AOL o Vimeo y que Apple y Google suban comisiones. **Bull (US$92).** Orgánico del 7 %, US$4.500 M al año y 48 % de margen: el 2031 sería de US$13.700 M de ventas y US$6.900 M de ingreso operativo ajustado. **Lo invalidaría** que el 2T26 (3 % orgánico) fuera la tendencia y no el mínimo.

> **ASIMETRÍA**
>
> A US$55,77 la distribución es de apuestas: **+64 % en el bull frente a -76 % en el bear**. Con el 99 % del valor del base en el flujo terminal, un punto de WACC mueve el valor entre US$33 y US$52 por acción [modelo DCF de SDN]. Berkshire ha pagado US$33; la bolsa, 69 % más.

09 Los próximos tres meses concentran la prueba: resultados, lock-up y Airtable

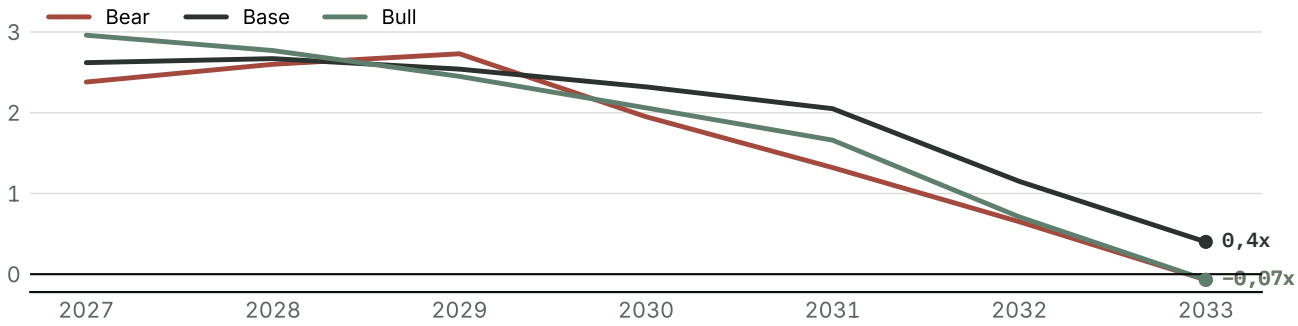
CATALIZADORES

12-nov-2026: resultados del 3T26. Guía del trimestre: ventas US$733–745 M e ingreso operativo ajustado US$380–400 M [S002]. **4T26: cierre de la colocación de Berkshire** y de Airtable (fecha no indicada). **~27-dic-2026: caducan los lock-ups.** Más de 180 días después del 30-06-2026 quedan libres 318,5 M de acciones ordinarias, un 98 % de las que cotizan [S001]. **Mayo de 2027:** pago diferido de Tractive (US$119 M) [S001]. **A 12 meses vencen US$794 M de deuda** [S002].

10 El riesgo no es la deuda, es el precio de la próxima compra

RIESGOS

EXHIBIT 8 DEUDA NETA / INGRESO OPERATIVO AJUSTADO SIN AMPLIAR CAPITAL (X)



Fuente: Modelo DCF de SDN: deuda neta de 2026 menos flujo libre tras compras, con 7 % de coste de la deuda. Proxy sobre ingreso operativo ajustado; el convenio usa EBITDA ajustado pro forma (más holgado) y exige menos de 4,0x [S001].

Deuda. Apalancamiento de convenio 2,4x frente a un máximo de 4,0x; todo cubierto frente a tipos, con vencimientos hasta 2031 [S001][S002]. En nuestros escenarios el apalancamiento se mantiene en 2,0–3,0x sin ampliar capital: **el límite lo pone la oferta de compras a precio razonable, no la deuda**. Pero 30 % del ingreso operativo ajustado ya se va en intereses y la parte en dólares cuesta 9,43 % [S001]. **Ejecución.** Cada integración puede tropezar: Brightcove perdió US$23 M antes de impuestos en su primer ejercicio y el orgánico del 2T26 fue del 3 % [S001][S002]. **Reputación.** Recortes del 82 % de plantilla en Evernote y la promesa de dejar «unos pocos cientos» de 1.830 personas heredadas, más subidas de precio, son la fuente del margen y su mayor riesgo de marca [S001]. **Regulación.** El prospecto lista como riesgo las leyes de consumo y suscripciones y las de competencia [S001].

Plataformas. El 33 % de los pagos electrónicos pasa por App Store o Google Play, con comisiones del 15–30 % frente a menos del 5 % de los procesadores [S001]. **Gobernanza.** Los cuatro fundadores concentran el 82,7 % de los votos; es un emisor extranjero con menos obligaciones de información [S001]. **Calidad de datos.** Las cifras del 1T26 están reexpresadas en el prospecto, los márgenes que se comunican son ajustados y el resultado neto de 2025 fue cero [S001].

11 Qué vigilamos

SEÑALES

- **Crecimiento orgánico.** Por debajo del 3 % en el 3T26 acerca el bear; por encima del 7 % valida el bull.
- **Precio de la próxima compra.** Más de 4x ventas o márgenes previos sobre el 40 % reducen el rendimiento del capital que el precio da por hecho.
- **Conversión a caja.** Caja libre del 2S26 por encima de US$400 M (nuestra estimación: US$386 M tras intereses) sería la primera prueba de que el ajustado se convierte en efectivo.

- **Intereses sobre ingreso operativo ajustado.** Por encima del 30 % o un nuevo tramo en dólares a más del 9,5 % reduce la ventaja de comprar apalancada.
- **Salida de acciones tras el lock-up.** Venta de fundadores o fondos por encima del 5 % del capital cotizado en las seis semanas posteriores al 27-12-2026.

12 Cómo está hecho y qué no se ha podido comprobar

METODOLOGÍA Y LÍMITES

Método. El encargo trataba a Bending Spoons como privada; cotiza desde el 1-07-2026, así que la valoración usa precio de mercado, el DCF de la cartera más una capa de compras, múltiplos frente a Constellation y un DCF inverso, y recoge la ronda de 2025 como histórico. Fecha de datos: 15-10-2026 (cierre); el precio del 16-10 no se usa. Excluidos: Airtable y la colocación a Berkshire (ni acciones ni caja). Acciones: 635,2 M tras la OPV sin greenshoe + 5,2 M asumidas por el greenshoe + 36,3 M de opciones a US$0,28 = 676,8 M. Dato local: no se han consultado las cuentas del registro mercantil italiano porque el prospecto contiene las auditadas.

Corrección del 23 de octubre de 2026. Los tres escenarios descuentan ahora con el mismo WACC, el 9,5 % del caso base; antes el bear usaba el 10,5 % y el bull el 8,5 %. El valor por acción del bear pasa de US$10,65 a US$13,22 y el del bull, de US$117,85 a US$91,53. El caso base no cambia.

SIN VERIFICAR **(fuera de la valoración).** EBITDA ajustado en dólares (la cifra de US$1.700 M es derivada); ejercicio del greenshoe; rondas de 2022 y febrero de 2024; ventas previas de Evernote, WeTransfer, Tractive y Airtable; datos de IAC / People Inc.; fecha de cierre de Airtable y de la colocación de Berkshire; guía de 2027 en adelante; resultados por negocio (no se publican). **Límites.** La capa de compras es un supuesto de SDN: la empresa no publica el retorno de cada compra. La TIR objetivo del 25 % sin apalancar es declarada, no medida.

> QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS
>
> Nuestro caso base supone que lo comprado rinde un 18 % antes de impuestos. Si Bending Spoons puede comprar con el 25 % que declara como umbral, el valor sube con rapidez; si el orgánico sigue en el 3 % y hay que pagar más por cada compra, baja con la misma rapidez. Eso es lo que hay que medir cada trimestre.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.