

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 4,64 (25 abr 2024)

Fecha del informe: 26 abr 2024 (12:20h)

Resultados 12m 2023

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Enrique Andrés Abad, CFA – enrique.andres@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

Seresco (SCO), es una compañía tecnológica española altamente diversificada: gestión de nóminas y personal, consultoría/desarrollo de software, infraestructuras y sistemas de IT, transformación digital, cartografía y catastro. Con presencia internacional (15% s/ingresos 2023). El peso de Administraciones Públicas en ingresos 2023 fue del 50%. Cotiza en BME Growth desde diciembre 2022

Rdos 2023: fuerte crec. en ingresos. La clave está en 2024e, EBITDA Rec. EUR 7Mn (2x 2023).

CONTINÚA EL FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS... SCO ha cerrado 2023 con unos ingresos de EUR 42,2Mn (+24% vs 2022). Parte de este crecimiento (c.EUR 1,9Mn) se debe a la compra de ELO-SI (febrero 2023). Por líneas de negocio destacan: (i) nóminas y RR. HH con ingresos de EUR 15,0Mn (+29% vs 2022), (ii) infraestructuras con EUR 14,2Mn (+32%) y (iii) cartografía y catastro con EUR 3,9Mn (+97% vs 2022).

... CON UNA EBITDA REC EN LÍNEA CON NUESTRAS ESTIMACIONES. Que se ha situado en EUR 3,5Mn (8,2% s/ventas; -1,8p.p. vs 2022), impactado por: (i) la caída del margen bruto (por el cambio en el mix de negocio) hasta el 82,6% (vs 86,2% en 2022), (ii) el fuerte aumento de los gastos de personal (+15%; revisión del convenio colectivo) y (especialmente) (ii) de los otros costes de explotación, hasta EUR 3,9Mn (+95%). Para 2024e, esperamos un fuerte salto en el margen hasta el 12,5% (+4p.p. vs 2023) como consecuencia (principal) de la consolidación del M&A.

DEUDA NETA 2023: EUR 7,6MN (VS 4,5MN 2022). Que supone un múltiplo de DN/EBITDA Rec. de 2,2x. Un nivel de apalancamiento conservador para una compañía en "fase de despegue" y con generación de caja recurrente positiva. El beneficio neto se ha situado en EUR 2,0Mn (vs EUR 1,9Mn en 2022).

CON UN DIFERENCIAL POSITIVO (Y AMPLIO) DEL ROCE VS WACC. A cierre de 2023 el ROCE se ha situado en el 19,5% (y todo ello a pesar de la estrategia de crecimiento vía M&A de SCO). Lo que deja un diferencial favorable del 9% vs WACC. Aunque lo más positivo es la capacidad de SCO de seguir mejorando el ROCE los próximos años.

2023: RESULTADOS EN LÍNEA. 2024E: SALTO EN INGRESOS Y RENTABILIDAD. Para 2024e, esperamos unos ingresos de EUR 55,7Mn y un EBITDA Rec. de EUR 7,0Mn (2x 2023). Que evidencia que SCO es una compañía en evidente fase de despegue gracias a: (i) la consolidación de las operaciones de M&A, (ii) fortísimo crecimiento en cartografía y catastro (adjudicación de contratos por valor de USD 15,7Mn para 2024e y 2025e) y (iii) crec. en volumen en clientes ya existentes. Es decir, la atención de debe seguir estando en la evolución de los ingresos y su efecto en márgenes. Cuya consecución es el eje del equity story, en la medida que es la llave para aprovechar de verdad el crecimiento en ingresos, llevando el margen EBITDA por encima del >13%. Nuestras estimaciones 2024e cotizarían a un EV/EBITDA Rec. de 7,5x (vs 11,6x de sus principales comparables cotizados). Una reserva de valor que parece evidente y que puede "comprarse" en una tecnológica con un modelo de bajo riesgo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	44,6	47,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	52,0	55,8
Número de Acciones (Mn)	9,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,86 / 3,93 / 2,94	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	1,2	
Factset / Bloomberg	SCO-ES / SCO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁷⁾

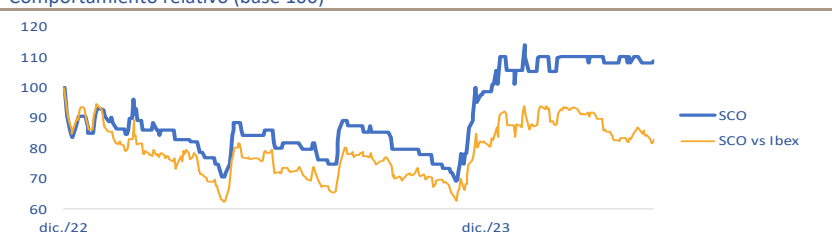
Familia Suarez García	61,4
Directivos	7,5
Tomás Reinares Fernández	5,9
Manuel Angel Busto Riego	5,7
Free Float	19,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,6	9,6	9,6	9,6
Total Ingresos	42,2	55,7	61,5	68,2
EBITDA Rec.	3,5	7,0	8,1	9,2
% Var.	2,0	100,8	16,3	13,6
% EBITDA Rec./Ing.	8,2	12,5	13,2	13,5
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	19,1	10,3	20,7	12,4
Beneficio neto	2,1	3,3	4,1	5,0
BPA (EUR)	0,21	0,35	0,43	0,52
% Var.	9,9	61,6	24,5	21,7
BPA ord. (EUR)	0,18	0,35	0,43	0,52
% Var.	-3,9	90,3	24,5	21,7
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	1,3	3,7	4,5	5,3
Pay-out (%)	28,3	20,0	20,0	20,0
DPA (EUR)	0,06	0,07	0,09	0,10
Deuda financiera neta	7,6	6,7	2,9	-1,7
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	1,0	0,4	-0,2
ROE (%)	32,9	42,4	39,5	34,7
ROCE (%) ⁽⁵⁾	19,5	25,6	29,6	34,4

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	21,7	13,4	10,8	8,9
PER Ordinario	25,5	13,4	10,8	8,9
P/BV	6,3	5,2	3,6	2,7
Dividend Yield (%)	1,3	1,5	1,9	2,3
EV/Ventas	1,23	0,93	0,85	0,76
EV/EBITDA Rec.	15,0	7,5	6,4	5,7
EV/EBIT	15,8	9,6	8,2	7,1
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	3,0	8,4	10,1	11,8

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,9	-1,3	38,6	3,1	n.a.	n.a.
vs Ibx 35	0,6	-10,9	17,2	-5,2	n.a.	n.a.
vs Ibx Small Cap Index	-2,4	-2,8	33,6	0,8	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	3,0	-8,4	22,9	-5,6	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	5,8	-0,5	11,3	-4,5	n.a.	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(7) Otros: Autocartera 0,2%

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

Seresco (SCO) 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).

Resultados 12m 2023
Tabla 1. Resultados 2023

EUR Mn	12m23 Real	12m22	12m23 Real vs 12m22	2023e	12m23 Real vs 2023e
Total Ingresos	42,2	34,0	24,0%	41,1	2,5%
EBITDA (Recurrente)¹	3,5	3,4	2,0%	3,8	-7,8%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>8,2%</i>	<i>10,0%</i>	<i>-1,8 p.p.</i>	<i>9,1%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>
EBITDA¹	3,9	3,5	12,3%	3,8	3,7%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>9,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>-1,0 p.p.</i>	<i>9,1%</i>	<i>0,1 p.p.</i>
EBIT	3,3	2,7	23,2%	3,3	1,0%
BAI	3,0	2,6	16,3%	2,9	0,8%
BN	2,1	1,9	9,9%	2,4	-12,9%
Deuda Neta	7,6	4,5	71%	6,6	15%
Deuda Neta / EBITDA	2,2 x	1,3 x	0,9 x	1,8 x	0,4 x

Nota 1: EBITDA y EBITDA Recurrente ajustado para excluir el impacto de gastos capitalizados. En el caso del EBITDA Recurrente también hemos excluido subvenciones.

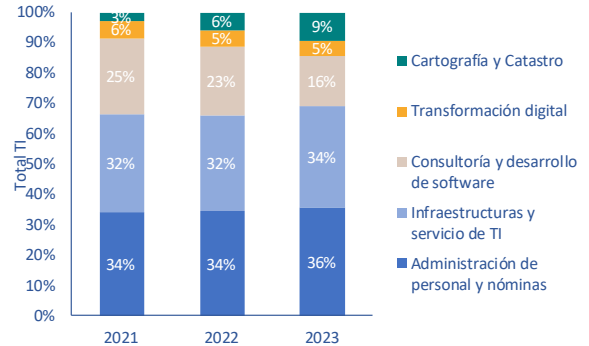
La compañía en 8 gráficos

Mercado TI Global (6,8% 2024e), con crecimiento dispar para 2024e, destacando software (12,7%) y Servicios TI (8,7%)

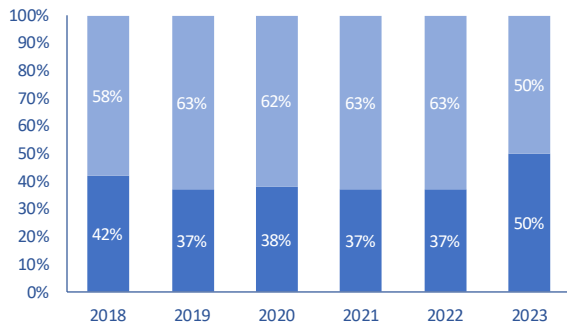
(USD Mn)	2023	2023 Crec. %	2024e	2024e Crec. %
Data Center	243.063	7,1%	261.332	7,5%
Software	913.334	12,4%	1.029.421	12,7%
Dispositivos	699.791	-8,7%	732.287	4,6%
Servicios TI	1.381.832	5,8%	1.501.365	8,7%
Servicios de comunicaciones	1.440.827	1,5%	1.473.314	2,3%
Total TI	4.678.847		4.997.719	6,8%

Fuente: Gartner

SCO: un negocio diversificado, tanto por línea de actividad (con foco en producto propio bajo modalidad SaaS) ...

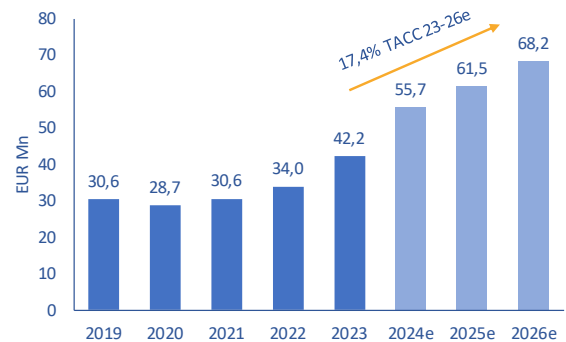


... como por tipología de cliente. En 2023, el 50% de las ventas proceden del sector privado y el resto de administraciones públicas

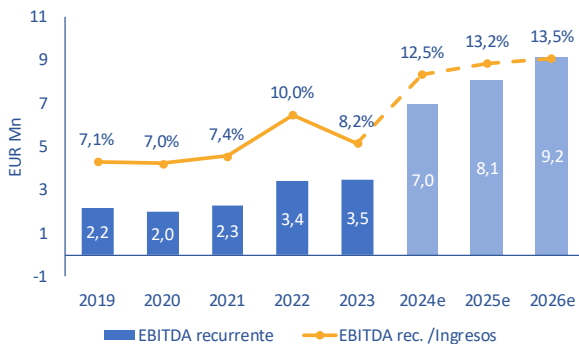


Nota: algunos de sus clientes son Ence, Airbus, Jacobs, JLL, IDEPA, FEGA...

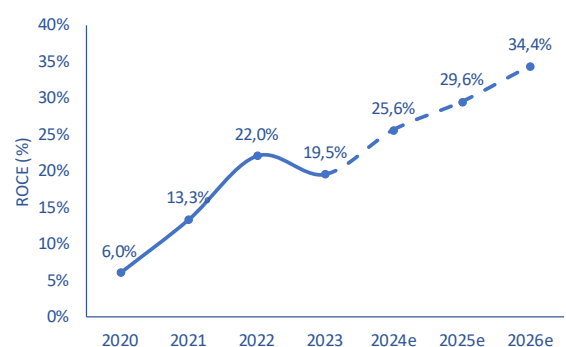
Con capacidad para crecer en ingresos hasta EUR 69,8Mn en 2026e (17,4% TACC 23-26e)



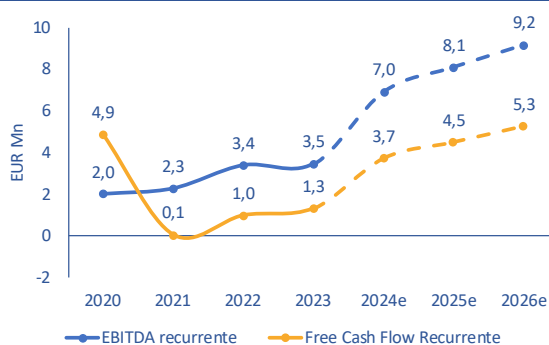
Que debería permitir una mejora progresiva del apalancamiento operativo (ya visible en 2022) en el periodo 2024e – 2026e...



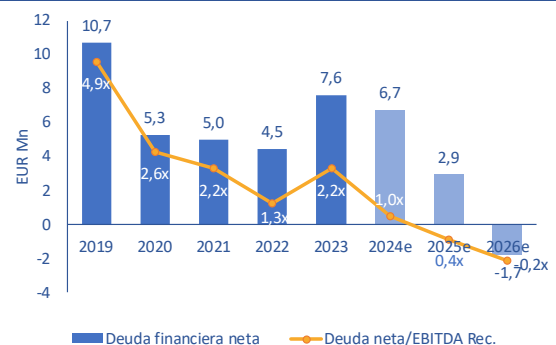
... incrementando de forma significativa el retorno sobre el capital empleado (ROCE 19% en 2023)



Y empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 5,3Mn en 2026e (vs EUR 1,3Mn en 2023) ...



... que dejaría a la compañía en posición de caja neta en 2026e (Deuda Neta EUR -1,7Mn)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	3,2	4,7	5,5	79,5			
Market Cap	44,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	7,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,6%	Coste de la deuda neta			6,4%	6,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,1%	5,5%	
Risk free rate (rf)	3,4%	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)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			10,0%	12,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	85,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	14,6%	D			=	=	
WACC	10,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,3%	11,5%	
G "Razonable"	2,5%				2,5%	2,0%	

(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 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Sopra Steria	SOP-FR	4.393,1	11,3	10,3%	7,4	5,8%	0,9	4,6%	12,4%	8,4%	9,0%
Indra	IDR-ES	3.197,4	12,5	13,4%	6,7	10,3%	0,7	6,9%	11,0%	7,3%	8,0%
Izertis	IZER-ES	232,4	31,5	n.a.	11,6	n.a.	1,7	n.a.	14,5%	n.a.	n.a.
Capgemini	CAP-FR	34.711,5	16,6	10,1%	10,0	7,4%	1,6	6,5%	16,2%	5,8%	10,7%
SAP	SAP-DE	209.091,4	36,3	24,5%	22,4	23,1%	5,7	11,4%	25,7%	1,8%	56,0%
Comparables			21,6	14,6%	11,6	11,7%	2,1	7,3%	16,0%	5,9%	20,9%
SCO	SCO-ES	44,6	13,4	23,1%	7,5	14,9%	0,9	10,6%	12,5%	8,4%	36,4%

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	14,5%	8,9	5,9x
Central	13,2%	8,1	6,4x
Min	11,9%	7,3	7,1x

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

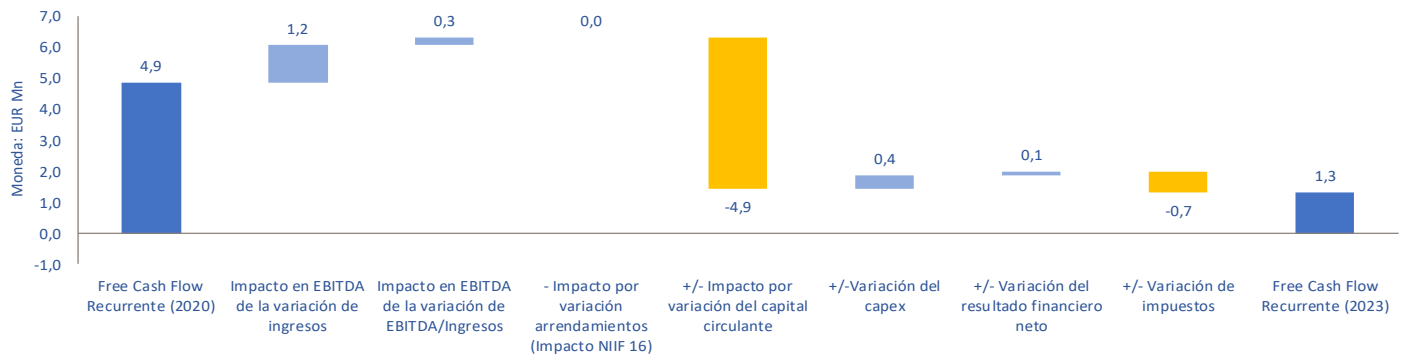
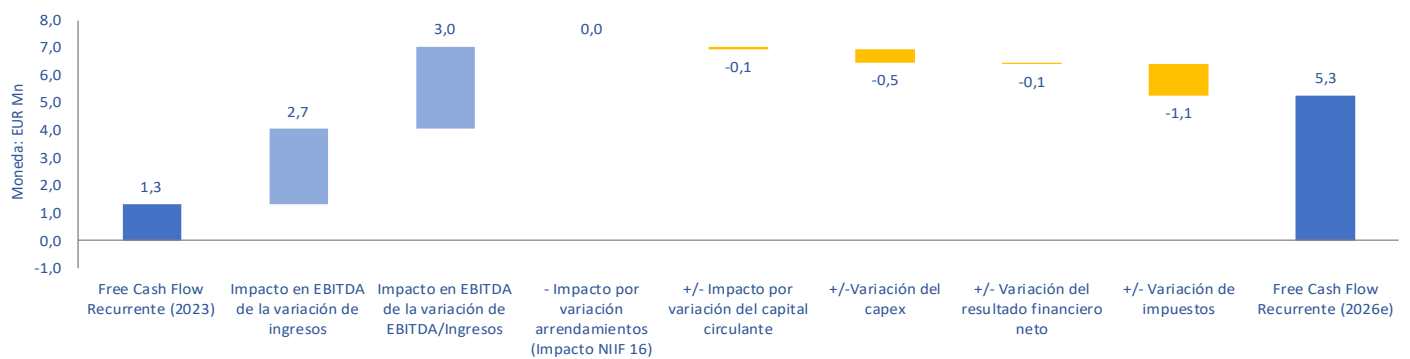
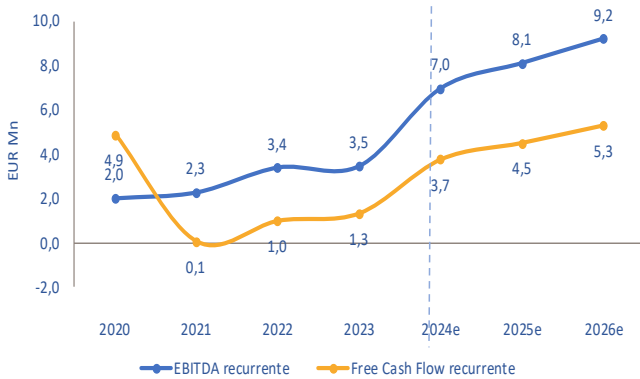
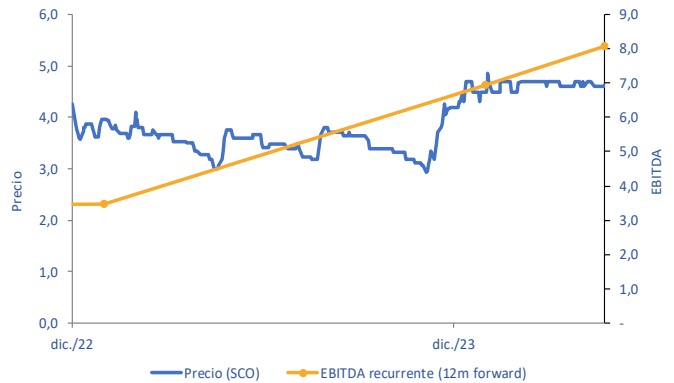
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
	EBITDA 25e	0,9%	1,0%		1,1%	Max	Central
8,9	5,4	5,3	5,2	Max	12,0%	11,9%	11,7%
8,1	4,6	4,5	4,4	Central	10,2%	10,1%	9,9%
7,3	3,8	3,7	3,6	Min	8,4%	8,3%	8,1%

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	0,6	0,4	0,2	0,3	0,3	1,1	0,9	0,4		
Inmovilizado material	1,1	1,0	1,2	1,2	2,1	2,3	2,4	2,6		
Otros activos no corrientes	0,9	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero	0,7	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	4,7	4,2	3,7	4,2	8,0	7,2	6,4	5,6		
Activo circulante	12,4	7,5	8,9	9,6	17,1	17,9	19,7	21,3		
Total activo	20,4	14,5	15,2	16,3	28,3	29,2	30,1	30,5		
Patrimonio neto	3,5	3,7	3,9	5,4	7,0	8,6	12,3	16,7		
Minoritarios	-	-	-	-	0,5	0,5	0,5	0,5		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	10,7	5,3	5,0	4,5	7,6	6,7	2,9	(1,7)		
Pasivo circulante	6,2	5,4	6,2	6,4	13,1	13,3	14,3	15,0		
Total pasivo	20,4	14,5	15,2	16,3	28,3	29,2	30,1	30,5		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	30,6	28,7	30,6	34,0	42,2	55,7	61,5	68,2	8,4%	17,4%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>-6,1%</i>	<i>6,7%</i>	<i>10,9%</i>	<i>24,0%</i>	<i>32,2%</i>	<i>10,3%</i>	<i>11,0%</i>		
Coste de ventas	(3,6)	(3,5)	(4,2)	(4,7)	(7,3)	(9,4)	(10,3)	(11,5)		
Margen Bruto	27,0	25,2	26,5	29,3	34,8	46,4	51,1	56,8	6,6%	17,7%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>88,2%</i>	<i>87,8%</i>	<i>86,4%</i>	<i>86,2%</i>	<i>82,6%</i>	<i>83,2%</i>	<i>83,2%</i>	<i>83,2%</i>		
Gastos de personal	(22,1)	(21,4)	(22,1)	(23,9)	(27,4)	(34,9)	(38,0)	(42,0)		
Otros costes de explotación	(2,7)	(1,8)	(2,1)	(2,0)	(3,9)	(4,5)	(5,0)	(5,5)		
EBITDA recurrente	2,2	2,0	2,3	3,4	3,5	7,0	8,1	9,2	12,4%	38,4%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-7,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>49,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>100,8%</i>	<i>16,3%</i>	<i>13,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,2%</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,5%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	-	-	-		
EBITDA	2,3	2,1	2,4	3,5	3,9	7,0	8,1	9,2	14,1%	33,1%
Depreciación y provisiones	(1,1)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	(1,8)	(2,0)	(2,1)		
Gastos capitalizados	-	-	0,3	0,2	0,7	0,3	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,2	0,9	1,6	2,7	3,3	5,4	6,4	7,3	29,1%	30,5%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>-21,0%</i>	<i>70,4%</i>	<i>67,6%</i>	<i>23,2%</i>	<i>63,9%</i>	<i>17,9%</i>	<i>14,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,7%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(0,6)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,7	0,5	1,0	2,6	3,0	4,6	5,8	7,0	43,3%	33,0%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>-22,5%</i>	<i>76,4%</i>	<i>165,5%</i>	<i>16,3%</i>	<i>55,4%</i>	<i>24,5%</i>	<i>21,7%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,7	0,5	1,0	2,6	3,0	4,6	5,8	7,0	43,3%	33,0%
Impuestos	0,2	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,3)	(1,6)	(2,0)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>29,5%</i>	<i>52,0%</i>	<i>26,9%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,1%</i>	<i>28,1%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	(0,1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,9	0,4	0,5	1,9	2,1	3,3	4,1	5,0	22,3%	34,8%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-58,1%</i>	<i>20,3%</i>	<i>304,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>61,6%</i>	<i>24,5%</i>	<i>21,7%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,6	0,3	0,6	1,8	1,7	3,3	4,1	5,0	31,8%	42,3%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-48,1%</i>	<i>106,4%</i>	<i>193,9%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>90,3%</i>	<i>24,5%</i>	<i>21,7%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						7,0	8,1	9,2	12,4%	38,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,6)	(0,7)	(0,9)		
Cash Flow operativo recurrente						6,4	7,3	8,3	27,8%	46,0%
CAPEX						(0,6)	(0,6)	(0,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,6)	(0,3)		
Impuestos						(1,3)	(1,6)	(2,0)		
Free Cash Flow Recurrente						3,7	4,5	5,3	22,3%	58,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,3	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(1,1)	(0,3)	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						2,9	4,4	5,5	31,4%	60,3%
Ampliaciones de capital						(1,7)	-	-		
Dividendos						(0,3)	(0,7)	(0,8)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,9)	(3,8)	(4,7)		

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	2,0	2,3	3,4	3,5	7,0	8,1	9,2	19,9%	38,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-7,4%	13,4%	49,0%	2,0%	100,8%	16,3%	13,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	7,0%	7,4%	10,0%	8,2%	12,5%	13,2%	13,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	4,1	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,7)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,1	1,7	2,8	2,6	6,4	7,3	8,3	-24,2%	46,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	253,1%	-71,3%	59,5%	-4,8%	141,2%	15,0%	12,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	21,1%	5,7%	8,2%	6,3%	11,5%	11,9%	12,1%		
- CAPEX	(0,6)	(0,6)	(1,0)	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(0,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(0,6)	(0,3)		
- Impuestos	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,3)	(1,6)	(2,0)		
= Free Cash Flow recurrente	4,9	0,1	1,0	1,3	3,7	4,5	5,3	-35,2%	58,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	187,1%	-98,8%	n.a.	34,1%	182,4%	19,8%	17,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	17,0%	0,2%	2,9%	3,1%	6,7%	7,3%	7,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	0,1	-	-	0,3	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	0,4	0,1	(3,9)	(1,1)	(0,3)	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	0,2	(0,2)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	5,4	0,8	0,9	(2,6)	2,9	4,4	5,5	-35,4%	60,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	145,9%	-86,1%	16,9%	-395,2%	213,8%	50,8%	23,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	10,9%	0,1%	2,2%	3,0%	8,4%	10,1%	11,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	12,1%	1,7%	2,0%	n.a.	6,6%	10,0%	12,3%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(5,6)	4,9	0,1	1,0	1,3	3,7	4,5		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	0,1	0,2	0,8	1,1	0,7	0,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,0)	0,1	0,9	(0,7)	2,4	0,4	0,2		
= Variación EBITDA recurrente	(0,2)	0,3	1,1	0,1	3,5	1,1	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	10,2	(4,6)	(0,1)	(0,2)	0,2	(0,2)	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	10,0	(4,3)	1,0	(0,1)	3,7	1,0	0,9		
+/- Variación del CAPEX	0,7	0,1	(0,4)	0,8	(0,3)	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,2)	0,5	(0,1)	(0,5)	0,2	0,3		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,5)	(0,3)	(0,4)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	10,5	(4,8)	0,9	0,3	2,4	0,7	0,8		
Free Cash Flow Recurrente	4,9	0,1	1,0	1,3	3,7	4,5	5,3		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	0,9	1,6	2,7	3,3	5,4	6,4	7,3	52,1%	30,5%
* Tasa fiscal teórica	29,5%	30,0%	26,9%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,5)	(1,8)	(2,1)		
EBITDA recurrente	2,0	2,3	3,4	3,5	7,0	8,1	9,2	19,9%	38,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	4,1	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,7)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	6,1	1,7	2,8	2,6	6,4	7,3	8,3	-24,2%	46,0%
- CAPEX	(0,6)	(0,6)	(1,0)	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(0,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,5)	(1,8)	(2,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	5,2	0,7	1,1	1,5	4,3	4,9	5,5	-33,7%	54,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	196,6%	-86,5%	55,2%	39,4%	186,9%	14,5%	11,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	17,9%	2,3%	3,2%	3,6%	7,7%	8,0%	8,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	0,4	0,1	(3,9)	(1,1)	(0,3)	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	0,2	(0,2)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	5,5	1,3	1,0	(2,4)	3,2	4,7	5,5	-34,6%	62,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	147,8%	-76,4%	-26,1%	-350,1%	232,2%	46,6%	17,8%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	9,9%	1,3%	2,1%	2,9%	8,3%	9,5%	10,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	10,6%	2,5%	1,9%	n.a.	6,1%	9,0%	10,6%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 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	44,6	
+ Minoritarios	0,5	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	7,6	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,7	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	52,0	

Anexo 4. Principales comparables 2024e

EUR Mn		Sopra Steria	Indra	Izertis	Capgemini	SAP	SCO
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SOP-FR	IDR-ES	IZER-ES	CAP-FR	SAP-DE	SCO-ES
	País	France	Spain	Spain	France	Germany	Spain
	Market cap	4.393,1	3.197,4	232,4	34.711,5	209.091,4	44,6
	Enterprise value (EV)	5.809,5	3.399,3	265,9	37.363,0	194.911,4	52,0
Información financiera básica	Total Ingresos	6.359,9	4.601,8	158,4	22.947,3	33.899,7	55,7
	Cto.Total Ingresos	9,6%	6,0%	35,1%	1,9%	8,6%	32,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,6%	6,9%	n.a.	6,5%	11,4%	10,6%
	EBITDA	789,1	504,5	22,9	3.722,9	8.713,9	7,0
	Cto. EBITDA	16,4%	19,4%	50,3%	13,3%	9,5%	78,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	5,8%	10,3%	n.a.	7,4%	23,1%	14,9%
	EBITDA/Ingresos	12,4%	11,0%	14,5%	16,2%	25,7%	12,5%
	EBIT	610,3	404,6	14,1	3.094,4	7.847,8	5,4
	Cto. EBIT	32,4%	25,1%	102,6%	19,6%	19,2%	63,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,6%	11,7%	n.a.	8,5%	22,2%	16,4%
	EBIT/Ingresos	9,6%	8,8%	8,9%	13,5%	23,2%	9,7%
	Beneficio Neto	342,9	259,1	7,2	2.134,6	5.426,5	3,3
	Cto. Beneficio Neto	86,7%	25,9%	42,0%	28,4%	49,4%	61,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	12,1%	13,7%	n.a.	9,8%	23,4%	23,1%
	CAPEX/Ventas	1,6%	1,6%	10,7%	1,5%	2,6%	1,0%
	Free Cash Flow	369,3	234,9	n.a.	2.028,7	3.831,2	2,9
	Deuda financiera Neta	769,3	34,8	54,1	1.059,7	294,2	6,7
DN/EBITDA (x)	1,0	0,1	2,4	0,3	0,0	1,0	
Pay-out	30,3%	19,4%	0,0%	28,7%	46,9%	20,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	11,3	12,5	31,5	16,6	36,3	13,4
	P/BV (x)	2,0	2,5	3,0	2,9	4,6	5,2
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,7	1,7	1,6	5,7	0,9
	EV/EBITDA (x)	7,4	6,7	11,6	10,0	22,4	7,5
	EV/EBIT (x)	9,5	8,4	18,8	12,1	24,8	9,6
	ROE	17,5	19,7	9,4	17,6	12,6	42,4
	FCF Yield (%)	8,4	7,3	n.a.	5,8	1,8	8,4
	DPA	5,14	0,28	0,00	3,58	2,18	0,07
	Dvd Yield	2,4%	1,6%	0,0%	1,8%	1,3%	1,5%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

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

Estados Unidos. IEAF 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.

Historico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
26-Abr-2024	n.a.	4,64	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
29-Dic-2023	n.a.	4,50	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Enrique Andrés Abad, CFA
27-Oct-2023	n.a.	3,12	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
12-Jun-2023	n.a.	3,49	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
04-May-2023	n.a.	3,76	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andrés Abad, CFA

