

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Servicios de IT

Fecha del informe: 15 dic 2020
Hora distribución: 13:40

Inicio de cobertura
Precio de Cierre: EUR 1,08 (14 dic 2020)

Service Point Solutions (SPS) es una compañía española tradicionalmente dedicada a la prestación de servicios de impresión bajo demanda, impresión comercial y soluciones de gestión documental (c. 30% s/ingresos 2021e). En octubre de 2020 se produce un cambio sectorial hacia el segmento IT con la adquisición de ScytI (c. 70% s/ingresos 2021e), compañía de referencia en voto electrónico con presencia internacional.

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com
+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	59,0	71,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	65,5	79,5
Número de Acciones (Mn)	54,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,40 / 0,54 / 0,28	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,29	
Rotación ⁽²⁾	127,5	
Thomson Reuters / Bloomberg	SPSL.MC / SPS SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionaria (%)

Grupo Paragon	80,4
Free Float	19,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	54,8	54,8	54,8	54,8
Total Ingresos	7,7	7,0	21,4	24,7
EBITDA Rec. ⁽³⁾	-0,4	-0,6	0,3	1,6
% Var.	-3,3	-56,8	153,7	363,2
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	1,6	6,5
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	18,5	2,1	20,0	18,0
Beneficio neto	-0,9	-1,2	-0,2	0,9
BPA (EUR)	-0,02	-0,02	0,00	0,02
% Var.	-33,6	-29,8	80,9	516,1
BPA ord. (EUR)	-0,02	-0,02	0,00	0,02
% Var.	-33,8	-29,8	80,9	517,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-1,0	-1,5	-0,8	0,8
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,8	4,9	5,7	4,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	16,5	3,1
ROE (%)	34,6	32,1	5,1	n.a.
ROCE (%) ⁽⁵⁾	65,7	263,8	n.a.	90,1

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	62,2
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	62,2
P/BV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	8,50	9,33	3,06	2,65
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	41,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	1,3

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16..

(4) Sector: Eurostoxx 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.

Un acertijo

2020: UNA ADQUISICIÓN LÓGICA SOBRE EL PAPEL (PERO AÚN PENDIENTE DE RENTABILIZAR).... La SPS de diciembre 2020 tiene poco (o nada) que ver con la de 2013 (algo obvio tras el duro proceso de reestructuración de su negocio tradicional). Tampoco con la de 2019: en octubre 2020, se produce la compra de ScytI, compañía de referencia en voto electrónico; un nicho de alto crecimiento del sector IT.

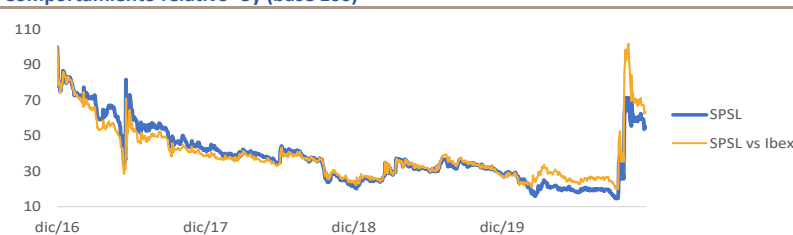
...QUE DEBIERA IMPLICAR UN IMPORTANTE SALTO DE ESCALA... Pese a que la integración operativa de ScytI bajo el control de SPS (y Paragon) no ha hecho más que comenzar (lo que explica el elevado nivel de incertidumbre), el escenario que planteamos debiera permitir a SPS alcanzar niveles de facturación de c. EUR 24Mn en 2022e (c. 70% correspondiente a voto electrónico). Para contextualizar el salto de escala, los negocios tradicionales de SPS facturaron c. EUR 8Mn en 2019.

....Y, LO MÁS IMPORTANTE, MARCA UN PUNTO DE INFLEXIÓN ESTRATÉGICO. La adquisición de ScytI no debe verse como excepcional sino que marcaría el inicio de un giro estratégico de calado hacia IT, sector con mejores perspectivas de crecimiento que el negocio tradicional de impresión digital. Con el apoyo financiero y know how de su accionista de control.

LA OPORTUNIDAD, Y TAMBIÉN EL RIESGO, ESTÁN EN RENTABILIZAR “DE VERDAD” LA COMPRA DE SCYT I. La oportunidad de crecer parece atractiva. Pero el riesgo de ejecución (obvio cuando ScytI se adquiere en concurso de acreedores) también es muy significativo. Al final todo pivota sobre la incógnita de que la integración de ScytI se ejecute con éxito. Aunque hoy dos hechos son incontestables: no hay descuento por múltiplos (EV/Vtas 2021e: c. 3x; en línea con el sector IT). Y no esperamos generación positiva de FCF hasta 2022.

EN RESUMEN: UN ACERTIJO. El reto intelectual se reduce a objetivar si SPS llegará a beneficiarse “de verdad” de la posición competitiva de ScytI (y de su apalancamiento operativo). Hoy estamos todavía ante “un acertijo”, para cuya resolución empezaremos a tener pistas con la evolución del negocio en 2021e (¿Rdos. 1S21?). Y que el “señuelo” de un potencial despegue de EBITDA y FCF a partir de 2022e, aconseja no perder de vista.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-10,8	178,5	82,2	105,9	25,6	n.a.
vs Ibex 35	-14,7	137,8	114,1	141,6	57,0	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-17,2	140,2	56,4	81,0	4,6	n.a.
vs Eurostoxx 50	-12,6	163,6	94,0	120,1	27,5	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-13,3	179,9	69,5	90,7	-2,3	n.a.

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

Conclusiones

La oportunidad y el riesgo están en rentabilizar “de verdad” la adquisición de ScytI. Lo que se medirá en generación de FCF a partir de 2022

Service Point Solutions (SPS) es una pequeña compañía española (Mkt. Cap: c. EUR 60Mn) tradicionalmente dedicada a la prestación de servicios de impresión digital (impresión bajo demanda e impresión comercial) y soluciones de gestión documental (c. 30% s/ingresos 2021e en su conjunto). En octubre de 2020 se produce un giro estratégico radical (incluyendo un cambio de sector) con la adquisición de ScytI, una compañía de referencia en voto electrónico y modernización electoral con presencia internacional (que, pese a consolidar únicamente dos meses en 2020e, esperamos que aporte c. 14% de los ingresos totales estimados para el ejercicio; y c. 70% s/ingresos 2021e). Lo que debiera permitir a SPS bascular hacia un segmento de mercado más tecnológico y, sobre el papel, con mayores oportunidades de crecimiento.

Una compañía radicalmente distinta a la vista en 2013

Por tanto, podemos decir que “hoy” (diciembre 2020), SPS es una compañía radicalmente distinta a la vista durante los últimos años. También a la conocida hasta octubre 2020 (!!). Lo que plantea dos preguntas esenciales ¿Qué es SPS hoy? ¿Qué debe esperarse de SPS para su futuro más próximo (2021e-2022e)?

A) 2014-2019: “Limpiando” la casa antes de dar el salto

En aras de comprender las necesidades que empujan a la compañía a este cambio de modelo, conviene repasar brevemente su historia más reciente. 2014 marca el inicio del duro proceso de reestructuración que ocupa el período 2014-2019 y que pivota esencialmente sobre los siguientes pilares:

2014 marca el inicio del duro proceso de reestructuración que ocupa el período 2014-2019...

- 1. Reestructuración de deuda y estructura de capital.** En 2014, el Grupo Paragon (especializado en soluciones documentales, sistemas de acceso, identificación y seguridad) adquirió la deuda derivada del préstamo sindicado de SPS, dotando a la compañía de la solvencia necesaria para superar el concurso de acreedores y permitir la continuidad de sus operaciones. Desde entonces, Paragon ha prestado apoyo financiero mediante ampliaciones de capital y préstamos participativos (incrementando su participación desde el 12,4% de 2014 hasta el 80,4% actual). Lo que ha permitido eliminar la DN casi en su totalidad (DN 1S20: EUR 2,3Mn; +30% vs 2019, vinculada a Paragon).
- 2. Adecuando la estructura de costes.** Lo que ha permitido que, pese a la drástica contracción de los ingresos (-95% en 2019 vs 2012), SPS ha logrado mantener niveles de EBIT y BN en “break-even” (vs abultadas pérdidas en 2009-2013). Y establecer una estructura “óptima” de P&L (sin impacto significativo por amortización, gastos financieros o participadas) en la que encajar las futuras inversiones de la compañía (M&A).

...que deja un negocio prácticamente inexistente (ingresos 2019: EUR 7,7Mn) y “huérfano” de activos

No obstante, pese a que durante el período 2014-2019 SPS muestra: (i) capacidad de mantener un EBIT en “break-even”, y (ii) una estructura de balance en la que la deuda ya no es un problema (DN 1S20: EUR 2,3Mn; vinculada a Paragon), el proceso de reestructuración deja a SPS una herencia costosa: (i) un negocio prácticamente inexistente (ingresos 2019: c. EUR 8Mn; conservando únicamente las filiales de España y Bélgica), (ii) “huérfano” de activos (resultado de la falta de inversiones significativas -5y) y (iii) aún dependiente del apoyo financiero de su accionista de control.

B) 2020e-2021e: Un cambio de mix lógico sobre el papel (pero pendiente de ejecutar) y que permite aspirar a un gran salto de escala. Máxima (y lógica) incertidumbre.

¿Cuál es el escenario que hay detrás de las proyecciones 2020e-2022e de Lighthouse para SPS? En términos cuantitativos, el cambio radical de modelo (vía apuesta por negocios con elevado componente digital y tecnológico) debiera permitir a SPS:

El cambio de perímetro debiera permitir aspirar a un “salto” de escala significativo...

- Aspirar a un “salto” de escala significativo...** pese a que en relación a los ingresos de ScytI tomamos como punto de partida (2021e) una facturación de EUR 14,5Mn (c. -20% vs 2019 y c. -6% vs media 2015-2019), nuestro escenario debería permitir a SPS alcanzar unos ingresos consolidados (incluyendo el negocio de impresión digital) > EUR 20Mn. Para contextualizar el cambio de escala, los negocios tradicionales de SPS facturaron c. EUR 8Mn en 2019.

... Y recuperar la rentabilidad (pero en 2022e; ¿Mg. EBITDA 2022e: 6,5%?)

Un cambio de modelo pendiente de ejecutar. Y también por lógica, máxima incertidumbre

El gran reto de SPS está en rentabilizar “de verdad” la adquisición de ScytI

- **... que debiera permitirle generar niveles de EBITDA de c. EUR 2Mn** en el más largo plazo (Mg. EBITDA c. 10%). El nivel de apalancamiento operativo del negocio de ScytI, que parte de una base de costes fijos aún muy elevada (¿> 75%?) permitirá a SPS aspirar (“matemáticamente” y “teóricamente”) a fuertes crecimientos en márgenes en el medio plazo (post-2022e).

- **Aunque “hoy” la gran incógnita sigue siendo el grado de éxito de integración del negocio adquirido (lo que explica que cualquier estimación de futuro esté sujeta a un nivel de incertidumbre muy elevado).** La asignatura pendiente, como en todo proceso de M&A, es doble: (i) la integración operativa del negocio y (ii) su materialización en rentabilidad y crecimiento sólido y recurrente a largo plazo.

C) En conclusión: SPS a día de hoy, es una combinación de oportunidad y riesgo, ambas en grandes cantidades. Lo que en términos de idea de inversión supone “un acertijo”...

A nuestro juicio, la adquisición de ScytI no sólo implicará un salto de escala a nivel cuantitativo, sino que marca el inicio de un giro estratégico “lógico” hacia un segmento de negocio más tecnológico y con mayor capacidad de crecimiento (tecnologías de la información). Aunque aún pendiente de ejecutar.

Por un lado el giro estratégico “encierra” 3 grandes oportunidades:

1. **Bascular hacia un segmento de mercado más digital y tecnológico** que, sobre el papel, presenta tasas de crecimiento más elevadas (vs negocio tradicional de impresión digital).
2. **Con un elevado apalancamiento operativo.** Lo que debiera permitir a SPS “exprimir” cualquier incremento de ingresos y aspirar (“matemáticamente”) a fuertes incrementos en márgenes.
3. **Y capacidad “teórica” de generar FCF positivo (aunque no antes de 2022e).** Unos niveles reducidos de CAPEX y unos gastos financieros “nulos” deberían permitir trasladar cualquier incremento del EBITDA al FCF. Aunque el escenario que planteamos no permite a SPS generar cash flow positivo antes de 2022e (el principal obstáculo continuará siendo sus estrechos márgenes).

Pero también hay incógnitas muy relevantes:

1. **La propia integración operativa de un negocio que se encontraba en situación concursal.** En un sector en el que SPS carece de experiencia previa (voto electrónico). Cualquier retraso en la recuperación esperada del negocio de ScytI retrasará, inevitablemente, la generación de FCF (hoy se encontraría, al menos, a 12m de empezar a generar caja).
2. **Junto a un negocio tradicional que no ha sido capaz de superar niveles de break-even durante los últimos cinco años.** Y que ha mostrado una reducción de sus ingresos del 5% TACC durante el período 2015-2019.
3. **Lo que podría presionar al alza los pasivos mantenidos con su accionista de control.** La reducida capacidad de generación de caja de la compañía, junto a la adquisición de ScytI en 2020e (de la que carecemos de información relativa respecto a su precio de adquisición) implicará un crecimiento de los niveles de DN hasta c. EUR 5Mn en 2020e (vs EUR 1,8Mn en 2019). Y c. 3,1x DN/EBITDA 2022e.

Estamos ante el comienzo de un giro estratégico lógico sobre el papel, pero pendiente de ejecutar (y al menos a 12m de empezar a generar FCF). Aunque SPS enfrenta el reto de ejecución con 3 grandes “ayudas”:

1. **ScytI aún mantiene una posición de referencia en el mercado de voto electrónico.** Pese a su situación concursal, ScytI ha consolidado una posición de referencia en el mercado de software electoral: durante los últimos 10 años ha gestionado electrónicamente eventos electorales (tanto en el ámbito público como privado) en países como EEUU, México, Francia, Noruega, Suiza...
2. **SPS cuenta con el apoyo financiero, así como el know how de su accionista de referencia (Grupo Paragon).** Paragon cuenta con presencia en los negocios de soluciones documentales (incluyendo impresión digital), sistemas de acceso, identificación y seguridad. Lo que implica que Paragon no sólo aporta apoyo financiero, sino que también debiera aportar apoyo industrial.

Lo que explica que el grado de éxito de la integración operativa de ScytI será “clave”

Aunque SPS cuenta con el apoyo financiero y el know how de su accionista de control

3. Y en unas BINS fuera de balance de c. EUR 482Mn, que podrían permitir, en caso de generar beneficios, mantener una tasa fiscal cercana a cero durante los próximos años.

En definitiva: desde un punto de vista de mercado, SPS aparece hoy como una incógnita difícil de resolver.

La oportunidad de crecer parece atractiva y evidente. Pero el riesgo de ejecución (obvio cuando ScytI se adquiere en concurso de acreedores) es muy significativo. Aunque paliado por el respaldo financiero de Paragon y la posibilidad (realista) de mantener a la compañía cerca de break-even, eludiendo las enormes pérdidas de los últimos años. Pero, al final, todo pivota sobre la incógnita de que la integración de ScytI sea exitosa.

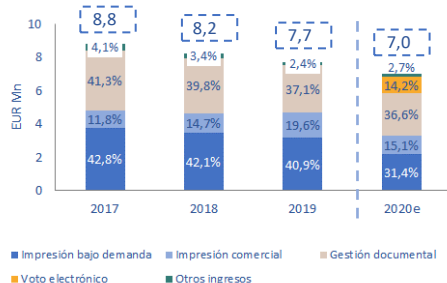
Hoy estamos todavía ante “un acertijo”, para cuya resolución empezaremos a tener pistas con la evolución del negocio en 2021e (¿Rdos. 1S21?).

Los múltiplos son hoy una referencia irrelevante (FCF yield del 1% 2022e). Salvo en el caso del EV/Vtas (c.3x en 2021e; en línea con el EV/Vtas de la industria de IT) que apunta a que ya se estaría descontando un cierto éxito de la adquisición de ScytI. Pero el reto intelectual no ha desaparecido por ello. Sigue estando ahí y hoy se reduce a objetivar si SPS llegará a beneficiarse “de verdad” de la posición competitiva de ScytI y de su apalancamiento operativo. Lo que sí justificaría los múltiplos elevados que, presumiblemente, veremos los dos próximos años. Hoy estamos todavía ante “un acertijo”, que la evolución del negocio en 2021 empezará a dar pistas para resolver. Y que el señuelo de un potencial despegue de EBITDA y FCF a partir de 2022, aconseja no perder de vista.

Descripción del negocio

Una historia de reestructuración y cambio de modelo de negocio: más digital y con mayor capacidad de crecimiento

Gráfico 1. Mix de ingresos por negocio

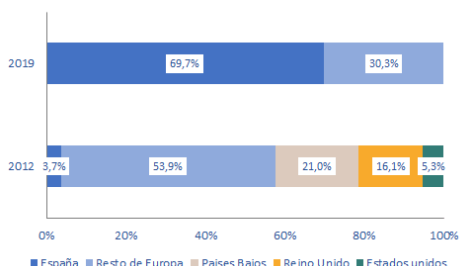


Nota: SPS adquiere el negocio de voto electrónico (Scytl) en octubre 2020, por lo que en 2020e consolidará únicamente los meses de noviembre y diciembre.

Service Point Solutions (SPS) es una pequeña compañía española (Mkt. Cap: c. EUR 60Mn) con un negocio tradicional (c. 86% s/ingresos 2020e) centrado en la prestación de servicios de impresión bajo demanda, impresión comercial (con contratos renovables de 2-3 años) y soluciones de gestión documental (actividad desarrollada esencialmente en Bélgica). En octubre de 2020 se produce un giro estratégico radical con la adquisición de Scytl, una compañía de referencia en voto electrónico y modernización electoral con presencia internacional (que, pese a consolidar únicamente dos meses, aportará c. 14% de los ingresos estimados para 2020e).

A nuestro juicio, la adquisición de Scytl no sólo implica un salto de escala a nivel cuantitativo (Gráfico 1), sino que marca el inicio de un giro estratégico “lógico” hacia un segmento de negocio más tecnológico y con mayor capacidad de crecimiento (tecnologías de la información). También con mayor presencia internacional: tras el duro proceso de reestructuración atravesado por la compañía, los ingresos fuera de España suponen c. del 30% de la facturación en 2019 (con presencia exclusivamente en Bélgica vs negocio con una importante presencia internacional en el pasado; Gráfico 2). En aras de comprender las necesidades que empujan a la compañía a este drástico cambio de modelo, conviene repasar brevemente su historia más reciente.

Gráfico 2. Mix de ingresos por geografía (2012-2019)



2008-2013: el sobreapalancamiento “arrastra” a la compañía (empujándola a la pérdida de sus principales activos y al concurso de acreedores)

2008 marca el pico del ciclo previo. SPS alcanza una facturación de EUR 237,5Mn y obtiene un margen EBITDA del 9,5%. Pero “hunde” su FCF hasta los EUR -33Mn, todo ello consecuencia de una estrategia dirigida exclusivamente a la ganancia en tamaño con una importante actividad M&A (con adquisiciones en Países Bajos, UK, Noruega, Suecia... que elevaron el fondo de comercio hasta c. EUR 170Mn en 2008).

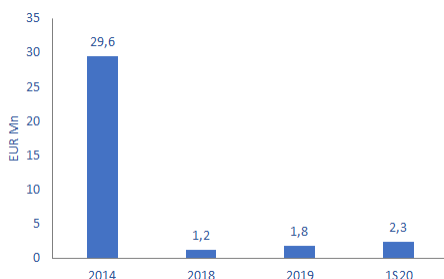
Puede decirse que el período 2008-2013 refleja la interacción de dos factores: el ciclo (en contra) y una rentabilidad operativa bajo presión, consecuencia del modelo de negocio escogido (en 2012 el Mg. EBITDA se redujo al 3%).

Lo que resultó en unos niveles de deuda neta y gasto financiero insostenibles (c. EUR 103Mn y EUR 11Mn, respectivamente en 2012; vs EBIT negativo de c. EUR -8Mn). En 2013, el incumplimiento de covenants puso en marcha la ejecución de las garantías correspondientes a una parte significativa de los negocios de SPS (Reino Unido, EEUU, Noruega y Suecia), reduciendo de forma significativa su P&L (ingresos 2013 -90% vs 2012) y empujándola al concurso de acreedores.

2014-2019: “limpiando la casa” antes de dar el salto. Reestructuración de deuda y estructura de capital

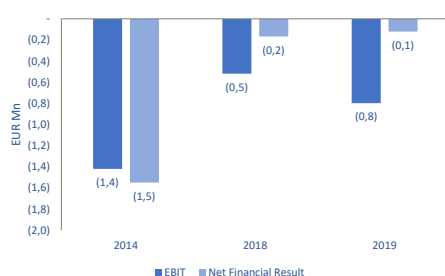
2014 marca el inicio del duro proceso de reestructuración que ocupa el período 2014-2019 y que pivota esencialmente sobre los siguientes pilares:

Gráfico 3. Deuda Neta (2013-1520)



- 1. Reestructuración de deuda y estructura de capital.** En 2014, el Grupo Paragon (especializado en soluciones documentales, sistemas de acceso, identificación y seguridad) adquiere la deuda derivada del préstamo sindicado, dotando a SPS de la solvencia necesaria para superar el concurso de acreedores y permitir la continuidad de sus operaciones. Desde entonces, Paragon ha prestado apoyo financiero mediante una serie de ampliaciones de capital y préstamos participativos (incrementando su participación desde el 12,4% de 2014 hasta el 80,4% actual). Lo que ha permitido eliminar la DN casi en su totalidad (DN 1520: EUR 2,3Mn vinculada a Paragon; +30% vs 2019 resultado del parón de actividad por Covid-19 del 1520).
- 2. Creando una base de costes flexible,** que ha permitido a SPS mantener niveles de EBIT y BN en break-even (vs abultadas pérdidas en 2009-2013), estableciendo una estructura “óptima” en la que encajar las futuras inversiones de la compañía.

Gráfico 4. EBIT vs Resultado financiero (2014-2019)



No obstante, pese a que durante el período 2014-2019 SPS muestra: (i) capacidad de mantener un EBIT en break-even (vs abultadas pérdidas de períodos anteriores), y (ii) una estructura de balance en la que la deuda ya no es un problema (DN 1S20: EUR 2,3Mn; vinculada a Paragon), el proceso de reestructuración deja a SPS una herencia costosa: (i) un negocio prácticamente inexistente (Ingresos 2019: c. EUR 8Mn; conservando únicamente las filiales de España y Bélgica), (ii) “huérfano” de activos (resultado de la falta de inversiones -5y; en 2019 SPS invierte c. EUR 1Mn en quipos de impresión digital) y (iii) aún dependiente del apoyo financiero de su accionista de control.

2020: A la “caza” de oportunidades. Un giro estratégico radical, que debiera implicar tanto un salto en tamaño tanto a nivel cuantitativo...

Durante los últimos años, el equipo directivo de SPS (con el apoyo del Grupo Paragon) ha estudiado distintos proyectos de crecimiento inorgánico con el fin de acceder a nuevos segmentos y mercados que permitan a la compañía recuperar “masa crítica” y rentabilidad con el siguiente enfoque: (i) generar valor con adquisiciones que sean coherentes con la estrategia de SPS y que presenten unos niveles mínimos de rentabilidad y solvencia y (ii) que se produzcan a un precio adecuado. En este sentido, Paragon cuenta con una elevada experiencia en M&A, lo que debiera permitir evitar adquisiciones a múltiplos que “apunten” a destrucción de valor (aunque a nuestro juicio el riesgo M&A siempre está presente; sin importar el track record).

Este proceso de búsqueda de oportunidades de crecimiento resulta en la adjudicación a SPS de ScytI (con el apoyo del Grupo Paragon; octubre 2020), compañía tecnológica de referencia en voto digital y modernización electoral con sede en Barcelona. La adquisición también incluye la integración de Civiciti, plataforma de participación ciudadana lanzada por ScytI en 2016, las filiales de ScytI en EEUU, Canadá, Australia, Francia y Grecia y la totalidad de la plantilla (c. 140 personas; la mayoría basadas en Barcelona). En su conjunto, las principales magnitudes que aportará ScytI al negocio de SPS son:

- **¿Facturación anual de c. EUR 14,5Mn?** Fundada en 2001, ScytI cuenta con una posición de referencia a nivel global en software de modernización electoral y voto online seguro (con c. 40 patentes internacionales). Una industria que, sobre el papel, ofrece una oportunidad clara de crecimiento.
- **Que implicará un salto en tamaño significativo.** El cambio de perímetro debiera permitir a SPS alcanzar unos niveles de facturación de c. EUR 20Mn en 2021e (vs EUR 7,7Mn en 2019; compensando el impacto del Covid-19 sobre los negocios tradicionales en 2020e).
- **Con unos activos libres de deuda financiera.** Aunque a fecha de este informe se desconoce el precio de adquisición total pagado por ScytI, los activos se adquieren libres de deuda financiera (principal talón de Aquiles de la compañía en el pasado).

Tabla 1. Sector Tecnologías de la Información vs Impresión digital. Principales magnitudes

Principales magnitudes	IT Services	Commercial Printing	IT Services vs Printing
Crecimiento y rentabilidad			
Ingresos (2020-2022e TACC)	12,0%	3,2%	8,9p.p.
EBITDA (2020-2022e TACC)	17,4%	8,6%	8,8p.p.
EBITDA Mg. (2020e)	18,5%	13,7%	4,9p.p.
Múltiplos sobre EV			
EV/EBITDA 2020e (x)	15,2	7,0	116,6%
EV/EBIT 2020e (x)	20,6	12,6	63,6%

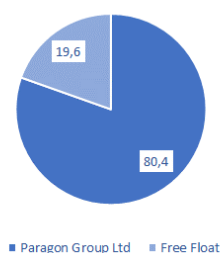
Nota: Datos financieros, múltiplos y ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv).

... como, especialmente, cualitativo (hacia un modelo de negocio más tecnológico)

La adquisición “oportunist” de ScytI (en situación concursal desde finales de 2019) debiera ser solo el primer paso en la estrategia de Paragon para posicionar a la nueva SPS como el vehículo cotizado del Grupo con el que adquirir negocios tecnológicos (de alto crecimiento) manteniendo el acceso al mercado de equity (a través de SPS). Lo que debiera permitir:

- **Bascular a un segmento del mercado más tecnológico.** Compensando la exposición al negocio de impresión digital: negocio de menor crecimiento, sin ventajas competitivas (hoy carente de masa crítica) y con rentabilidades a la baja.
- **Incrementando su diversificación geográfica.** En este sentido, la adquisición de ScytI no sólo implicará un salto en tamaño con cambio de modelo de negocio, sino que, además, incrementará la diversificación geográfica de sus ingresos.
- **Apalancando la actividad M&A sobre la estructura existente de una compañía cotizada (SPS)...** El Grupo Paragon se garantiza con SPS el contacto con el mercado de equity (permitiéndole acceder a inversores institucionales con más facilidad).
- **... que conserva un volumen muy significativo de BINS fuera de balance (2019: EUR 482Mn),** que podrían permitir mantener una tasa fiscal reducida e incrementar la TIR de los activos adquiridos bajo el “paraguas” de SPS (un incentivo más para que Paragon utilice a SPS como un vehículo para desarrollar parte de su actividad M&A).

Gráfico 5. Estructura accionarial (2020)



Respalda por un socio industrial con una participación de control, experiencia en el sector y presencia en el consejo...

Desde 2014, SPS forma parte del Grupo Paragon (Grupo no cotizado controlado por Patrick Crean), que mantiene una participación de control del 80,4% del capital (81,2% incluyendo los derechos de voto asociados a instrumentos financieros; lo que reduce el free float a c. 20%).

Paragon es un Grupo especializado en el sector de las tecnologías de la información, con presencia en los negocios de soluciones documentales (incluyendo impresión digital), sistemas de acceso, identificación y seguridad. Lo que implica que Paragon no sólo aporta apoyo financiero (dotando a SPS de la solvencia necesaria para permitir la continuidad de su actividad y superar el concurso de acreedores), sino que también aporta un proyecto “industrial”, cuyos intereses y vocación de largo plazo, se encuentran alineados con los de los minoritarios.

... ¿Y capacidad de generar valor mediante el M&A?

El Grupo Paragon ha triplicado su tamaño en los últimos cinco años (alcanzando una facturación proforma de c. EUR 1Bn en 2019; vs EUR 0,3Bn en 2015) empujado, en parte, por una intensa actividad M&A (con el objetivo de ganar en escala y acceder a nichos de mercado muy específicos): con más de 30 adquisiciones -5y (sólo en 2019 integran 15 nuevos negocios), la mayor parte en el negocio de TI y siempre tratando de evitar adquisiciones a múltiplos que “apunten” a destrucción de valor. La transacción por St Ives es un ejemplo en el que Paragon no estuvo dispuesto a pagar una prima por un negocio que finalmente entró en dificultades; lo que posteriormente le permitió realizar la adquisición con un descuento sustancial.

Tabla 2. Principales magnitudes del Grupo Paragon

EUR Mn	2015	2016	2017	2018	2019
Total ingresos	315	400	442	673	838
Cto. Total ingresos	n.a.	27%	11%	52%	25%
EBITDA recurrente	15	24	28	42	50
Cto. EBITDA recurrente	n.a.	60%	17%	50%	19%
EBITDA rec. / Ingresos	4,8%	6,0%	6,3%	6,2%	6,0%
Deuda Neta/EBITDA (x)	3,1x	1,7x	2,1x	1,7x	1,8x

A nuestro juicio, el apoyo del Grupo Paragon como accionista de control no sólo resultó fundamental para superar el concurso de acreedores en 2014, sino que consideramos que respalda un cambio de rumbo radical en el negocio de SPS a través de tres decisiones estratégicas de calado; que explican el presente y futuro previsible de la compañía:

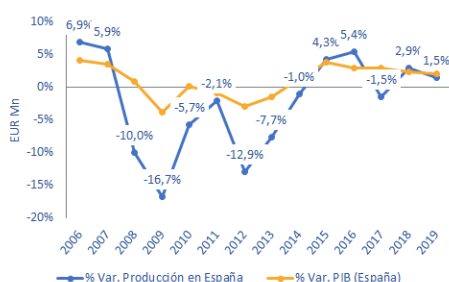
- **Ganancia en tamaño**, a través de la adquisición de ScytI, operación que es fácil interpretar como una compra “oportunistas” al encontrarse ésta en concurso de acreedores. La integración de ScytI implicará un salto en tamaño en términos de facturación (que multiplicará por c. 2,5x en 2021e vs 2019).
- **Basculando hacia un negocio con mayor exposición a tecnología**. La adquisición de ScytI, compañía tecnológica de referencia en voto digital y modernización electoral es un ejemplo. Y debe entenderse como el primer movimiento de la estrategia de crecimiento vía M&A.
- **Bajo la decisión estratégica de apalancar la actividad M&A sobre la estructura existente de una compañía cotizada**. En este sentido, el contacto del Grupo Paragon con el mercado de equity (y con el inversor institucional) queda garantizado con SPS. Adicionalmente, SPS cuenta con BINS fuera de balance por importe de c. EUR 438Mn; lo que debiera permitir incrementar la TIR de los activos adquiridos bajo el paraguas de SPS.

Pero la estrategia no está exenta de riesgos. Pese a que el punto de partida de SPS es óptimo desde un punto de vista de balance, y la situación “macro” abrirá nuevas oportunidades de crecimiento. La asignatura pendiente, como en todo proceso de integración y cambio de modelo, será doble: (i) la ejecución operativa de la integración y (ii) la materialización en rentabilidad y crecimiento a largo plazo para la compañía.

Dos negocios con drivers radicalmente diferentes (crecimiento, rentabilidad, riesgo, oportunidades...)

A pesar de que el mercado tiende a clasificar a SPS como una compañía centrada en la prestación de servicios de impresión digital y gestión documental (su negocio tradicional), tras la adquisición de ScytI (octubre 2020) la compañía bascula hacia el sector de las tecnologías de la información y las comunicaciones (donde Paragon, principal accionista de SPS, desarrolla una parte significativa de su actividad). Lo que explica que en la actualidad (diciembre 2020), SPS esté presente en dos negocios con drivers de crecimiento y rentabilidad radicalmente diferentes: (i) Impresión digital y gestión documental (c. 30% sobre ingresos 2021e) y (ii) voto electrónico y IT (c. 70% s/ingresos 2021e). A continuación se desarrollan las principales tendencias y drivers que empujarán las industrias donde SPS realiza su actividad.

Gráfico 6. Artes gráficas en España vs PIB Real España



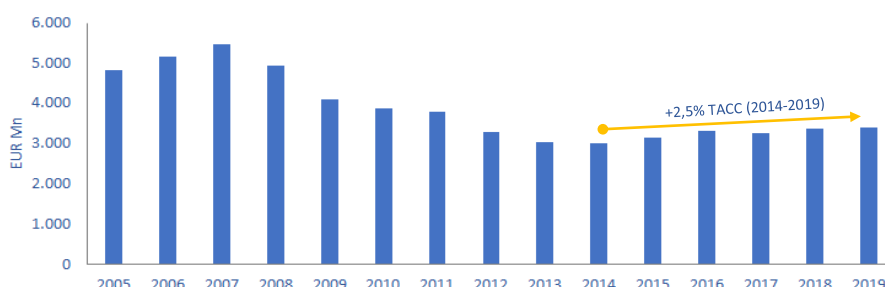
Fuente: DBK Informa (julio 2020). El % var. 2019 corresponde a estimación DBK.

Nota: de la producción total del sector de artes gráficas en España, > 85% estaría relacionada con servicios de impresión.

Servicios de Impresión: una industria cíclica, de bajo crecimiento (madura) y con márgenes bajo presión (donde contar con “masa crítica” es clave)

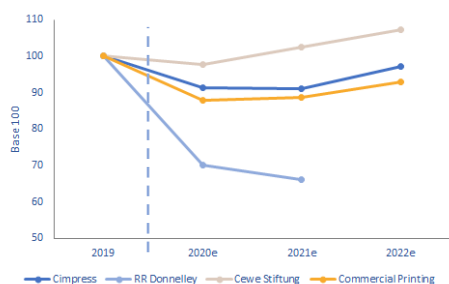
La producción del sector de artes gráficas (donde la actividad de impresión supone c. 88% de la facturación; vs c. 7% de encuadernación y 5% de los servicios de preimpresión) presenta una elevada correlación con la situación económica. Un claro ejemplo es lo ocurrido tras la crisis Lehman (2008), que supuso un importante punto de inflexión (a peor) para el sector: arrastró la facturación agregada de la industria con caídas de c. 10% (2008) y c. 17% (2009; vs -3% del PIB español), hasta tocar fondo en 2014 (-45% vs 2007!; Gráfico 7) resultado de una evolución muy negativa de sectores estratégicos para el negocio en España (como el inmobiliario). SPS no resultó ajena a este contexto, su facturación se contrajo un 38% durante el período 2008-2013 (pese al M&A) hasta empujarla al concurso de acreedores.

Gráfico 7. Evolución de la producción del sector artes gráficas en España (2005-2019)



Fuente: DBK Informa (julio 2020). 2019 corresponde a estimación DBK.

Gráfico 8. Cto. de ingresos de las principales compañías del sector de impresión comercial



Tras los mínimos alcanzados en 2014, la recuperación del ciclo en España permite empujar (ligeramente) al sector, aunque manteniendo tasas de crecimiento muy reducidas (+2,5% TACC 2014-2019), encontrándose aún hoy c. 30% por debajo de los niveles máximos alcanzados en 2008 (Gráfico 7). Lo que pone de manifiesto la debilidad de la demanda de una industria que, no sólo se enfrenta a un brusco cambio de ciclo, sino que se enfrenta a importantes disrupciones: quizás la más evidente sea el cambio de hábitos de lectura hacia medios electrónicos (cultura “paperless”), que reducen de forma significativa la demanda de servicios de impresión. Un entorno que se ha traducido en la liquidación de numerosas compañías del sector: destaca el cese de actividad y liquidación en 2019 del Grupo Impresia (principal imprenta de España). Aunque en este contexto hay espacio para nichos (la impresión digital, principal negocio de SPS, presenta tasas de crecimiento superiores a las del resto de la industria).

Entre los principales operadores de la industria encontramos a compañías como Cenveo (EEUU; no cotizada), Quad/Graphics, RR Donnelley (ambas cotizadas en EEUU), Cimpress (Irlanda) y Cewe Stiftung (Alemania), para las que, en media, se espera una reducción de sus ingresos de c. 12% en 2020e (resultado del fortísimo parón de actividad industrial del 1S20 provocado por el Covid-19), para luego recuperar en 2021e y 2022e (aunque aún sin alcanzar, en media, los niveles de 2019; el caso de RR Donnelley es un ejemplo).

Gráfico 9. Margen EBIT de la industria de impresión comercial (2010-2019)

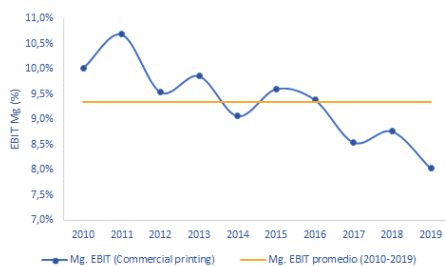
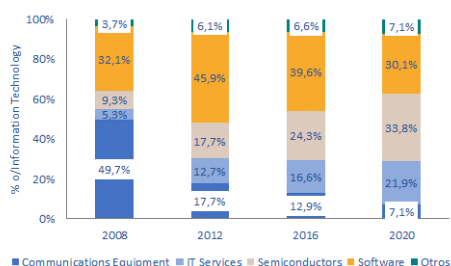
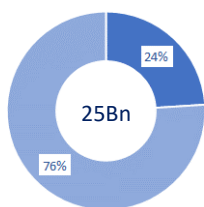


Gráfico 10. Composición de las compañías de IT en Europa (por market cap.)



Nota: compañías del Stoxx Europe 600 correspondientes a la clasificación GICS "Information Technology".

Gráfico 11. Tamaño del mercado electoral global



■ Elecciones con presencia de tecnología ■ Elecciones tradicionales

Fuente: ScytI (2018).

En términos de rentabilidad, la industria hace frente a un incremento de la competencia "low-cost" desde Asia que, junto a la competencia en precio, resultado del auge de las comunicaciones digitales (vs papel) mantiene los márgenes bajo presión (Mg. EBIT de la industria c. 8% en 2019, vs c. 11% en 2011; Gráfico 9).

A nuestro juicio, este contexto de bajo crecimiento y márgenes bajo presión podría acelerar la actividad de M&A con el objetivo de "ganar" tamaño en una industria que aún se encuentra muy atomizada (en España los 10 primeros operadores del sector acumularon una cuota sobre la producción total de c. 13%). Y donde contar con "masa crítica" resultará clave para generar economías de escala que permitan mantener niveles de rentabilidad razonables: ¿mantener márgenes s/EBIT > 5% en el medio plazo?

Por lo que bascular hacia nichos con mayor peso tecnológico parece un giro estratégico "lógico"

El sector tecnológico se constituye por un amplio número de compañías dedicadas a actividades muy diversas, pero con algo en común, la innovación, activo diferencial de claro valor añadido. Si ponemos el "foco" en Europa, el sector IT representa c. 7% del Stoxx Europe 600 en términos de capitalización (vs c. 3,5% en 2015). Un importante incremento explicado por el continuo desarrollo de los negocios con exposición a tecnología. Y también como resultado de la resiliencia "teórica" que estaría anticipando el mercado de los negocios con mayor exposición a tecnología frente a la crisis del Covid-19 (con un peso del 5,5% en 2019).

Dentro del sector destaca el crecimiento de los servicios de IT (Gráfico 10; donde SPS busca crecer vía M&A), empujados por el fuerte crecimiento de la demanda de servicios de Cloud Computing y Big Data, así como por el desarrollo de herramientas orientadas al internet de las cosas (IoT). Lo que implica crecimiento (cto. Ingresos para servicios de IT 2020e-2022e > 12% TACC según el consenso de Refinitiv). Y márgenes elevados (Mg. EBIT 2020e del 13%). Lo que se ha traducido en niveles de EV/EBIT 2020e de c. 20x para la industria de servicios de IT en Europa.

Todo ello explica de modo simple el movimiento de SPS al sector IT. Dentro de ese movimiento el paso de la adquisición de ScytI debe verse como un primer paso dirigido a ganar progresivamente peso en negocios con elevado componente digital en términos generales (y no solo el nicho específico de voto electrónico).

Voto electrónico: un negocio con un elevado componente tecnológico. Pero (aún) en fase de "despegue"

ScytI es un proveedor de sistemas de votación electrónica y tecnología electoral que, desde su fundación (2001; como un spin-off de la Universidad Autónoma de Barcelona), ha consolidado una posición de referencia en el mercado de software electoral internacional: durante los últimos 10 años ScytI ha gestionado electrónicamente eventos electorales en países como Estados Unidos, México, Francia, Noruega, Suiza, Austria, e India. Elecciones que se dan tanto en el ámbito público (gobiernos nacionales, gobiernos regionales, corporaciones locales y ayuntamientos) como en el privado.

La industria electoral, con un tamaño de c. USD 25Bn a nivel global, se caracteriza por tener una baja penetración tecnológica, manteniendo (casi) inalterados los procesos electorales durante cerca de 50 años. En este contexto, la inclusión de software aparece como una oportunidad (disruptiva) para hacer de las elecciones unos procesos más accesibles y fáciles de gestionar, reduciendo (o mitigando) los riesgos de fraude.

La tecnología de ScytI emplea protocolos criptográficos para garantizar la seguridad y auditabilidad de cualquier tipo de elecciones. Lo que convierte al software utilizado en una de las principales barreras de entrada frente a potenciales competidores: ScytI cuenta con cerca de 40 patentes en el área de seguridad aplicada a procesos electorales. No obstante, en el sector de IT las ventajas competitivas asociadas a tecnología suelen ser efímeras (salvo en algunos casos puntuales... ¿SAP?), por lo que conviene prestar atención a las ventajas competitivas que vengan más por del lado del know-how adquirido, de las relaciones construidas con sus clientes y de su capacidad para retener el talento. Cabe destacar que el negocio de voto electrónico es muy intensivo en capital humano (¿ScytI: c. 140 empleados para una facturación de c. EUR 15Mn?).

Entre los principales actores del mercado, destacan numerosas compañías privadas (esencialmente en EEUU): Dominion Voting Systems, Smartmatic, Clear Ballot, Democracy Earth, Intelivote, Votem... Todas con niveles de facturación < a c. USD 100Mn. A nivel nacional, el negocio de voto electrónico de SPS compite casi exclusivamente con Indra (compañía de IT en la que el voto electrónico representa un porcentaje reducido de su facturación). Siendo SPS la única compañía cotizada con una posición de (casi) “pure player” en voto electrónico.

Gráfico 12. Comportamiento en mercado YTD: IT services vs Commercial Printing vs Stoxx600



En términos de exposición sectorial, no hay duda de cuál presenta mayores expectativas de crecimiento (servicios de IT): algo no ignorado por el mercado

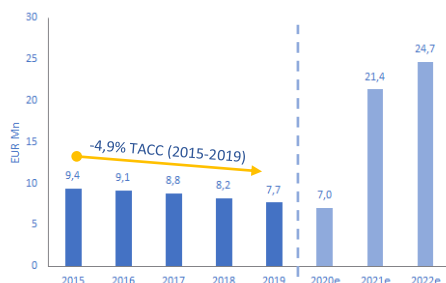
El momentum no es bueno para el sector de servicios de impresión: (i) hipersensibilidad al PIB en un contexto de brusco cambio de ciclo, (ii) con una demanda expuesta a importantes disrupciones tecnológicas (el cambio de hábitos de lectura hacia medios electrónicos es sólo un ejemplo) y (iii) unos márgenes bajo presión (por el incremento de la competencia “low-cost” de países asiáticos). Lo que actúa como efecto multiplicador sobre el mal momento del ciclo. Un verdadero “desafío” para los operadores de menor tamaño que carezcan de la masa crítica suficiente para mantener márgenes razonables (como es el caso del negocio de impresión digital de SPS).

Pese a este entorno, hay industrias con mejores perspectivas. Como servicios de IT, donde el Covid-19 no sólo no habría frenado su actividad, sino que la habría acelerado (cto. ingresos para servicios de IT 2020e-2022e > 12% TACC). Manteniendo un margen EBITDA de c. 18%. Algo no ignorado por el mercado: el comportamiento del índice Refinitiv Europe IT Services recuperó en agosto 2020 niveles previos al impacto del Covid-19 (vs -24% del índice de servicios de impresión y -11% del Stoxx 600). En diciembre 2020, el índice de IT Services se encuentra c. 10% sobre niveles previos al Covid-19 (vs -28% de sistemas de impresión y -6% del Stoxx 600).

En este contexto, el cambio de modelo de negocio de SPS basculando hacia negocios de mayor componente tecnológico (y capacidad de crecimiento) se presenta como un giro estratégico “lógico” que, a nuestro juicio, encierra la oportunidad de aspirar a tasas de crecimiento elevadas, en una industria de alto apalancamiento operativo. Pero ganar tamaño a través del M&A no está exento de riesgos (y más en un entorno en el que las valoraciones de la industria de servicios de IT alcanzan múltiplos de c. 20x EV/EBIT (vs media -5y de 15-16x).

Un cambio de mix lógico sobre el papel (pero pendiente de ejecutar). Y, también por lógica, máxima incertidumbre

Gráfico 13. Ingresos totales (2015-2022e)



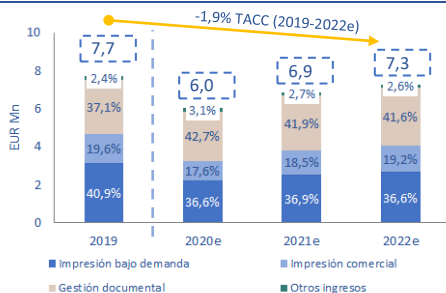
Nota: los ingresos totales incluyen la incorporación del negocio de ScytI en octubre 2020; por lo que en 2020e únicamente contribuirá los meses de noviembre y diciembre al consolidado 2020e (c. 68% y 70% s/ingresos totales 2021e y 2022e, respectivamente).

Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de la IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de la IFRS 16.

El duro proceso de reestructuración atravesado por SPS (2014-2019; ver Anexo 4) deja a la compañía una herencia costosa: (i) un volumen de negocio muy reducido y en declive (ingresos 2019: c. EUR 8Mn; -4,9% TACC 2015-2019), (ii) “huérfano” de activos (resultado de la falta de inversiones de calado -5y) y (iii) aún dependiente del apoyo financiero de su accionista de control (Paragon). También deja valiosas lecciones para el futuro, una base de costes flexible y una estructura de balance “óptima” sobre la que apalancar nuevas inversiones (M&A). En octubre de 2020 se produce la adquisición de ScytI, una compañía de referencia en voto electrónico que debiera permitir a SPS bascular hacia un nuevo mercado (servicios de IT; donde pueden generarse sinergias con Paragon) en el que, a priori, la oportunidad de crecimiento es superior a la ofrecida por su negocio tradicional (impresión digital). Un giro estratégico “lógico” sobre el papel, pero que aún se encuentra pendiente de ejecutar.

“Hoy”, en un contexto macro que continúa invitando a la prudencia, las principales cuestiones son: (i) ¿cómo impactará el Covid-19 sobre los negocios tradicionales de SPS? (ii) ¿qué aportará la adquisición de ScytI en términos de ingresos y márgenes? Y, por último, pero no menos importante, (iii) ¿qué cabría esperar de la nueva SPS en términos consolidados en un contexto de normalización macro a partir de 2021e? Contestar a estas preguntas requerirá de un análisis sistemático de la cuenta de resultados (por negocio), de la estructura de balance y de la capacidad de generación de caja de la compañía.

Gráfico 14. Mix de Ingresos de los negocios tradicionales (2019-2022e)

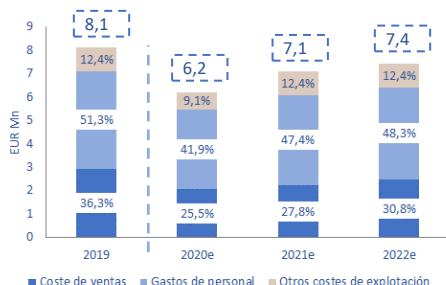


Impresión digital: ingresos lastrados por la crisis del Covid-19 y márgenes que continuarán bajo presión

La caída de ingresos vista durante el período 2015-2019 (-4,9% TACC) tendrá su “estrabote” en 2020e como consecuencia de la violenta reducción de la actividad económica provocada por el Covid-19 (algo que no sorprenderá a nadie). Lo que debiera reducir la cifra de ingresos generada por los negocios tradicionales de SPS a c. EUR 6Mn en 2020e (-21,9% vs 2019). Por línea de negocio, esperamos que la actividad de Gestión Documental y BPO (Business Process Outsourcing; desarrollada en Bélgica), que se beneficia de la tendencia creciente de externalización de servicios de digitalización, reduzca su caída al c. 10% (vs c. 30% de los negocios de impresión digital). Lo que debiera permitir incrementar el margen bruto de la compañía (Mg. Bruto de Gestión Documental de c. 85% vs c. 30% de la actividad de impresión).

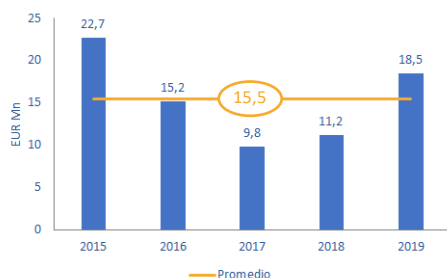
En términos de márgenes, el negocio tradicional de SPS cuenta con una estructura de costes “engrasada” (Gráfico 15) que le ha permitido mantener niveles de break-even en EBITDA durante 2015-2019. Como resultado del impacto del Covid-19, SPS adopta una serie de medidas para reducir (aún más) su estructura de costes, entre las que destacamos: (i) la aplicación de un ERTE por fuerza mayor en la filial española (c. 75 empleados) y reducciones de horarios en Bélgica (medidas que debieran permitir un ahorro de c. 20% en gastos de personal) y (ii) la reducción casi total de servicios no estratégicos. A nuestro juicio, la flexibilidad de la estructura de costes, junto a las medidas adoptadas para adecuar la capacidad productiva a la demanda real, deberían permitir contener el EBITDA de los negocios tradicionales en niveles de c. EUR -0,2Mn, que, aunque aún en negativo, compara de forma positiva con el obtenido en 2019 (pese al fuerte impacto del Covid-19 sobre los ingresos).

Gráfico 15. Estructura de costes de los negocios tradicionales (2019-2022e)



¿Y una vez superado el Covid-19? Contemplamos la estabilización de la actividad durante el 2S20e, con una recuperación (aunque lenta) a lo largo de 2021e hasta alcanzar una recuperación de los niveles pre-crisis durante el 1S22e. Pero con una demanda que, pese a la recuperación cíclica, seguirá presionada por las continuas disrupciones que afectan a la industria de impresión en su conjunto. El escenario que planteamos debería permitir recuperar niveles de ingresos de c. EUR 7,3Mn en 2022e, manteniendo un EBITDA aún en break-even (c. EUR -0,1 en 2022e; explicado por un retorno del gasto de personal a niveles más cercanos a los vistos en 2019).

Gráfico 16. Ingresos ScytI (2015-2019)



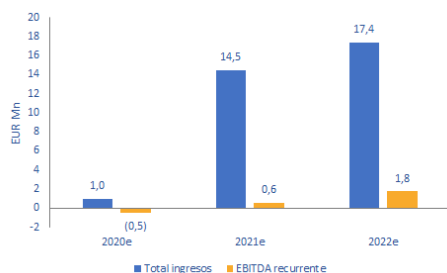
Voto electrónico: hasta ahora por debajo de su potencial (un potencial “teórico” y pendiente de ratificar)

SPS adquiere ScytI en octubre 2020, una compañía (no cotizada) especializada en la prestación de servicios de voto electrónico y modernización electoral que se encontraba en situación concursal desde finales de 2019. En términos de ingresos, ScytI alcanzó un volumen de facturación de c. EUR 20Mn en 2015, aunque “hundiendo” su EBITDA hasta c. EUR -16Mn (!). Todo ello resultado de una estructura de costes muy pesada (gastos de personal 2015 de c. EUR 18Mn; c. 80% s/ingresos) y una estrategia de negocio dirigida casi exclusivamente a la ganancia de tamaño (que implicó una exposición elevada a emergentes). Este crecimiento “desordenado” resultó en un incremento de los niveles de mora y en unos niveles de endeudamiento insostenibles (¿endeudamiento 2019 > EUR 70Mn para una facturación < EUR 20Mn?).

Ahora la pregunta es sólo una: ¿cuál es el potencial de la compañía adquirida? Trabajamos con la hipótesis central de recuperar en 2022e el nivel de facturación medio visto durante el período 2015-2019, ya que entendemos que los niveles de facturación superiores obtenidos en ejercicios anteriores (c. EUR 30Mn en 2013) fueron reflejo de una política comercial agresiva dirigida exclusivamente a la ganancia de tamaño. Y, por tanto, no repetibles (al menos en el corto plazo). A nuestro juicio, los principales drivers que debieran permitir una recuperación del negocio son:

- **Exposición a una industria que se encuentra en pleno desarrollo (voto electrónico), donde ScytI aún mantiene una posición de referencia.** Una industria que incluso podría salir reforzada de la crisis provocada por el Covid-19 (por el incremento de la demanda de servicios online).
- **Apalancándose en su know how y en una cartera de clientes consolidada.** Con una experiencia probada en la gestión de eventos electorales durante más de diez años y una posición de relevancia en países como Canadá, Suiza, Australia o Francia (donde el uso del voto por internet se encuentra más desarrollado). Lo que debiera reducir significativamente su exposición a mercados emergentes (vs etapa anterior).
- **Con una estrategia comercial dirigida a potenciar el sector privado del mercado electoral (un mercado muy fragmentado).** Compuesto esencialmente por empresas, fundaciones, asociaciones profesionales, universidades... un nicho del mercado que aportará menos volumen, pero con mayor recurrencia (vs organismos públicos).
- **Un alto nivel de apalancamiento operativo,** con una base de costes fijos aún elevada (c. 75-80% s/costes totales, esencialmente asociados a una plantilla de c. 140 personas). Lo que debiera permitirle “exprimir” cualquier incremento de ingresos apalancando su negocio sobre una tecnología ya desarrollada.
- **Y unos activos libres de deuda.** Aunque se desconoce el precio de adquisición, SPS adquiere los activos de ScytI libres de deuda financiera (principal talón de Aquiles de la compañía en el pasado).

Gráfico 17. Contribución a Ingresos y EBITDA del negocio de voto electrónico (2020-2022e)

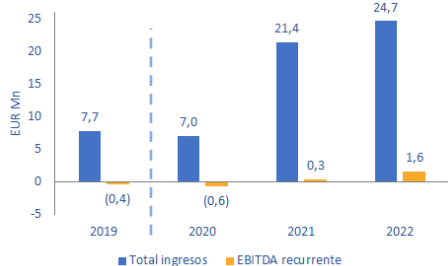


Nota: SPS adquiere a ScytI en octubre 2020, por lo que únicamente aportará los meses de noviembre y diciembre. Además, 2020e será un año “atípico” por la situación atravesada por la compañía.

Dada la situación concursal atravesada por ScytI, que habría limitado de forma significativa el acceso a nuevos contratos durante el ejercicio 2020e, consideramos que cualquier estimación de ingresos se encuentra sujeta a un nivel elevado de incertidumbre. En este contexto, la aportación del negocio adquirido a los resultados consolidados 2020e se limitará a la actividad de la compañía de los meses de noviembre y diciembre (impacto de c. EUR 1Mn en ingresos y EUR -0,5Mn en EBITDA 2020e).

Para 2021e, en un contexto de recuperación “teórica” (pero no completa) del negocio, tomamos como referencia el nivel medio de facturación obtenido por ScytI durante el período 2015-2019 (c. EUR 15,5Mn; Gráfico 16), y situamos nuestra estimación de ingresos 2021e en c. EUR 14,5Mn (-6,5% vs nivel medio; c. -20% vs 2019) que, dada la aún elevada estructura de costes fijos, debería reducir el EBITDA del negocio de voto electrónico a c. EUR 0,5Mn. ¿Y en 2022e? En un contexto “estrictamente teórico” de recuperación del negocio y vuelta a crecimientos de doble dígito, estimamos niveles de facturación de c. EUR 17Mn en 2022e (+20% vs 2021e; aunque aún un 6% por debajo de los ingresos obtenidos en 2019); que, gracias al apalancamiento operativo del negocio, permitiría “aspirar” a obtener un EBITDA de c. EUR 1,8Mn (Mg. EBITDA de c. 10%).

Gráfico 18. Ingresos y EBITDA consolidado (2019-2022e)

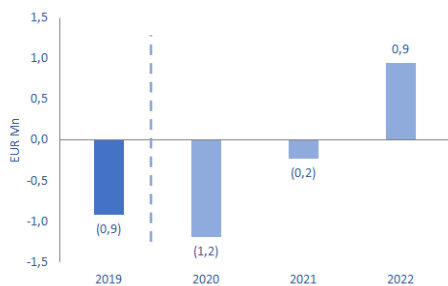


¿Y a nivel consolidado? Pese al incremento en volumen, descartamos una superación holgada de niveles de break-even en EBIT (al menos hasta 2022e)

A nivel consolidado, la adquisición del negocio de voto electrónico permitirá “acelerar” el crecimiento (Gráfico 18), compensando unos ingresos en impresión digital que continuarán lastrados por el impacto de la crisis del Covid-19 (al menos, hasta 2022e). No obstante, el estrecho margen con el que opera SPS reducirá la generación de EBITDA 2021e a c. EUR 0,3Mn, amplificado por el efecto “lastre” de la amortización (c. EUR 0,1Mn) y el impacto de la IFRS 16 (c. EUR 0,3Mn). Lo que impedirá alcanzar terreno positivo en términos de EBIT, al menos, hasta 2022e.

Una fortaleza evidente del nuevo negocio de SPS (voto electrónico) es su elevado apalancamiento operativo, que, con una base de costes fijos muy elevada para los niveles de facturación actuales (c. 75% s/costes totales 2021e), le permitirá crear importantes economías de escala, apalancando su negocio sobre la tecnología desarrollada in-house. Lo que debiera permitir trasladar al EBIT cualquier incremento del volumen de ingresos (y del EBITDA).

Gráfico 19. Beneficio Neto (2019-2022e)

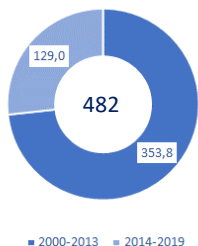


Recuperación de BN ordinario positivo (...pero en 2022e)

En el caso de SPS, por debajo de la línea de EBIT no hay sorpresas. Sin impacto significativo en P/L por costes financieros (c. EUR 0,1Mn/año). Sin participadas. Y manteniendo un volumen muy elevado de créditos fiscales pendientes de activar (c. EUR 482Mn fuera de balance a cierre de 2019), lo que, de alcanzar niveles de BN ordinario positivo (que no es nuestro escenario central hasta 2022e) debiera permitir a SPS mantener una tasa fiscal próxima a cero durante los próximos ejercicios.

Como vemos, la principal palanca que permitirá la vuelta del beneficio neto a terreno positivo (tras más de un lustro en pérdidas) será la recuperación “teórica” del negocio de voto electrónico. Recuperación que hoy depende de la ejecución operativa de la integración bajo el control de SPS (y Paragon). Ejecución operativa que, en la práctica, no ha hecho más que comenzar. Por lo que su desenlace es una completa “incógnita”. E implica que la incertidumbre sobre los números de los dos próximos ejercicios (y también en el más largo plazo) sea muy elevada a día de hoy.

Gráfico 20. Bases Imponibles Negativas BINS fuera de balance (EUR Mn)

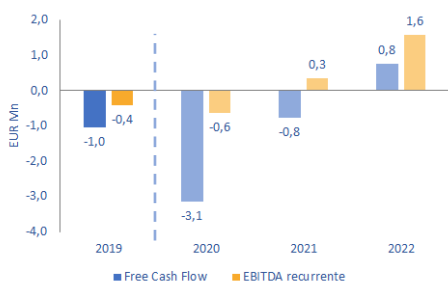


Manteniendo un volumen elevado de Bases Imponibles Negativas pendientes de activar (2019: EUR 482Mn)

La situación de pérdidas prolongadas (2009-2020; ver anexo 4) ha conducido a un nivel muy elevado de BINS, estimadas en EUR 482Mn a diciembre 2019 (de las que c. EUR 130Mn se generaron durante el período 2014-2019). Dado que en la actualidad las BINS carecen de un período máximo para su compensación (sin considerar el potencial riesgo de inspección para las BINS de los últimos cuatro ejercicios), el primer impacto de esta situación es una tasa fiscal cercana a cero para el muy largo plazo.

Aunque, desde el punto de vista de valoración, aparece un segundo efecto. Y es el valor teórico de las BINS. Es decir el valor del ahorro fiscal a que darían lugar en SPS si fueran compensadas en su totalidad. Que con una WACC estimada superior al 10% (ver epígrafe “Inputs de Valoración” en página 15) llevaría a un VAN teórico de las mismas de c. EUR 5Mn.

Gráfico 21. Free Cash Flow vs EBITDA Rec. (2019-2022e)

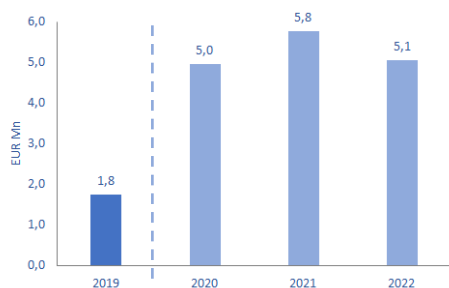


Con una capacidad de generación de caja que seguirá siendo reducida...

Proyectamos un FCF Rec. 2020e negativo de c. EUR 1,5Mn explicado esencialmente por: (i) la generación de un EBITDA negativo (EUR 0,6Mn), (ii) el impacto de la IFRS 16 (c. EUR 0,3Mn) y (iii) un CAPEX de c. EUR 0,3Mn asociado a la inversión en equipos de impresión digital. Adicionalmente, estimamos un impacto extraordinario en cash flow por la adquisición de ScytI de, al menos, EUR 1,5Mn (estimado por Lighthouse). Lo que reducirá el FCF 2020e hasta EUR -3,1Mn.

El principal obstáculo para la generación de Cash Flow continuará siendo los estrechos márgenes generados por los negocios de SPS (Gráfico 21): pese a que estimamos niveles de CAPEX/Vtas inferiores a los vistos en el sector (1% vs c. 4% del sector de servicios de IT), un impacto reducido por working capital (c. EUR 0,4Mn) y “nulo” por gastos financieros e impuestos, descartamos la generación de FCF Rec. positivo hasta 2022e (cuando la recuperación “teórica” del negocio de voto electrónico debiera permitir la generación de EBITDA positivo).

Gráfico 22. Deuda Neta (2019-2022e)



... lo que implica que la estructura financiera continuará dependiendo, en gran medida, del apoyo del Grupo Paragon (al menos en el m/p)

Durante los últimos años, el Grupo Paragon ha prestado a SPS el apoyo financiero necesario para mantener la continuidad de su negocio. Lo que implica que, en la actualidad, la totalidad de la deuda neta corresponde a los pasivos mantenidos con el Grupo Paragon (DN a cierre del primer semestre de c. EUR 2,3Mn; +30% vs 2019). De los que, EUR 0,8Mn corresponden a obligaciones convertibles con vencimiento 2026.

La salida de caja estimada para 2020e (explicada en parte por la adquisición de ScytI; aunque carecemos de detalles para cuantificar el importe) implicará un incremento de la DN hasta niveles de c. EUR 5Mn en 2020e, que, dada la reducida capacidad de generación de caja de SPS, podría alcanzar niveles de c. EUR 6Mn en 2021e (c. 10% s/Mkt. Cap; vs patrimonio neto negativo de c. 4,5Mn). Y DN/EBITDA 2022e c. 3,1x.

A nivel consolidado, SPS ha presentado niveles de patrimonio neto negativo desde 2013 (resultado de la prolongada situación de pérdidas atravesada por SPS desde 2009). Una situación que previsiblemente se prolongará, al menos, durante los dos próximos años (y únicamente asumible gracias al continuo apoyo financiero de su accionista mayoritario, Grupo Paragon). No obstante, la Sociedad Dominante presentó un patrimonio neto positivo en 2019 de EUR 0,9Mn (por lo que no se encontraría en causa de disolución).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(3,1)	(0,6)	0,9	n.a.		
Market Cap	59,0	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	4,9	Deuda bancaria neta de Caja (2020e)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta			1,8%	2,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	1,6%	$K_d = \text{Coste de Deuda Neta} * (1-T)$			1,4%	1,8%
Risk free rate (rf)	0,0%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%
Beta (B)	1,2	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			1,1	1,3
Coste del Equity	10,8%	$K_e = R_f + (R * B)$			9,4%	12,4%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	92,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	7,7%	D			=	=
WACC	10,1%	$WACC = K_d * D + K_e * E$			8,7%	11,5%
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

(2) SPS mantiene un volumen muy elevado de Bases Imponibles Negativas pendientes de activar (c. EUR 482Mn fuera de balance a cierre de 2019).

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Atos	ATOS.PA	8.028,0	10,5	8,4%	6,5	7,0%	0,9	1,9%	13,8%	8,1%	6,9%
Tieto	TIETO.HE	3.061,5	12,0	8,1%	8,3	4,1%	1,4	2,2%	17,1%	5,6%	25,6%
Indra	IDR.MC	1.189,3	n.a.	n.a.	11,8	53,2%	0,6	4,3%	5,1%	1,4%	n.a.
IT Services			11,2	8,3%	8,9	21,4%	1,0	2,8%	12,0%	5,1%	16,3%
Cimpress	CMPR.OQ	1.969,1	n.a.	n.a.	11,2	20,3%	1,5	5,8%	13,7%	10,2%	n.a.
Cewe Stiftung	CWCG.DE	677,4	18,5	15,0%	6,8	8,0%	1,1	4,8%	15,6%	5,7%	13,9%
Ennis	EBF.N	372,6	16,5	n.a.	6,8	n.a.	0,9	n.a.	13,8%	n.a.	n.a.
Quad Graphics	QUAD.N	154,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
RR Donnelley	RRD.N	94,7	2,1	n.a.	4,7	n.a.	0,4	n.a.	8,0%	n.a.	n.a.
Commercial Printing			12,4	15,0%	7,4	14,1%	1,0	5,3%	12,8%	8,0%	13,9%
SPSL	SPSL.MC	59,0	n.a.	67,2%	n.a.	n.a.	9,3	87,4%	n.a.	n.a.	49,7%

Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	8,4%	2,1	31,8x
Central	6,5%	1,6	41,1x
Min	4,6%	1,1	58,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 22e				Escenario	FCF Rec./Yield 22e		
EBITDA 22e	0,7%	1,0%	1,3%					
2,1	1,3	1,2	1,1	➡	Max	2,2%	2,1%	2,0%
1,6	0,8	0,8	0,7		Central	1,4%	1,3%	1,2%
1,1	0,4	0,3	0,2		Min	0,6%	0,5%	0,4%

Análisis de riesgos

¿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:

1. **Ciclicidad del negocio**, inherente a su (aún) elevada dependencia del sector de impresión digital (c. 85% s/ingresos 2020e; 30% en 2021e). Un prolongado contexto de desaceleración económica podría repercutir negativamente en el volumen de ingresos estimados (y rentabilidad) de SPS. Una reducción del 10% sobre los ingresos estimados para el segmento del negocio de impresión digital en 2021e conllevaría una reducción de c. 3% de los ingresos totales estimados. Lo que implicaría un EBITDA negativo de c. EUR -0,1Mn en 2021e (vs EUR 0,3Mn de nuestras estimaciones).
2. **Velocidad de recuperación del negocio de voto electrónico**. La adquisición de ScytI implicará un salto en tamaño visible en los ingresos de 2021e (Ingresos estimados de c. EUR 14,5Mn). No obstante, la situación de la compañía (en situación concursal desde diciembre 2019) habría dificultado su acceso a nuevos contratos durante el ejercicio 2020e. Lo que podría implicar una ralentización en la recuperación del negocio durante los próximos años. Una reducción del 20% vs nuestra estimación para los ingresos del negocio de voto electrónico en 2021e reduciría c. 14% de los ingresos totales estimados (e implicaría un EBITDA 2021e negativo de c. EUR 2Mn; vs escenario central de break-even).
3. **Exposición a emergentes**. Aunque carecemos del mix geográfico de los ingresos del negocio de voto electrónico, ScytI mantuvo en el pasado exposición a emergentes (Latam, Africa...). Lo que supone una exposición tanto a determinados riesgos no presentes en economías más maduras, como a la macro de cada región. El aumento del mix de ingresos ajeno a la Eurozona incrementaría la exposición al dólar.
4. **Repercusión del coste de aprovisionamientos y materias primas**: las principales materias primas utilizadas en el negocio de impresión digital son el papel y la tinta. Las revisiones de precios de venta no se realizan de forma inmediata, sino que se suelen negociar con carácter semestral/anual. Nuestras estimaciones consideran un margen bruto para los negocios tradicionales de SPS del 66% (vs 62% en 2019; por el incremento en el mix del negocio de gestión documental, de mayor margen). Una subida del 20% en el coste de los principales aprovisionamientos (no transferida a precios de venta) llevaría a un EBITDA 2021e negativo de c. EUR -0,1Mn.
5. **Garantías Grupo Paragon**. Paragon ha prestado apoyo financiero y comercial a SPS desde el momento en que adquirió la deuda derivada del préstamo sindicado en 2014 (dotando a SPS de la solvencia necesaria para permitir la continuidad de sus operaciones). A fecha de este informe, los pasivos e instrumentos de patrimonio con Paragon ascienden a c. EUR 3,4Mn (de los que EUR 1,2Mn carecen de una fecha de vencimiento conocida; y EUR 1,5Mn corresponden a convertibles). En garantía de dicho apoyo, SPS tiene pignorado todos sus activos (consistentes en la marca y las filiales belga y española).
6. **Bases impositivas Negativas (BINS)**. SPS acumula (a fecha de este informe) BINS no activadas por importe de EUR 482Mn. De las que EUR 30Mn están en período de posible inspección. Siendo esta la única potencial contingencia fiscal de la compañía tras el concurso. Dada la magnitud del valor actual neto de las BINS cualquier riesgo asociado a las mismas es material.
7. **Mala disciplina en M&A**. El momento económico abrirá nuevas oportunidades de crecimiento no orgánico en el corto y medio plazo. El punto de partida de SPS es óptimo desde un punto de vista de balance (sin deuda financiera), por lo que es probable que busque crecer vía M&A (lo que ya ocurrió en el pasado, durante la crisis 2008-2013). Lo que en sí mismo implica una oportunidad y un riesgo (sin importar el track record; con frecuencia, en los procesos de M&A se terminan pagando primas elevadas que neutralizan, en gran medida, las posibles sinergias).

8. **Ampliaciones de capital:** Dado el tamaño/sector/momento de negocio de SPS (con un patrimonio neto negativo de c. EUR 3Mn en 2019 y un acceso limitado a financiación bancaria), el acceso a nuevo capital para crecer pasaría, muy probablemente, por incrementos adicionales del equity (y, en consecuencia, potencial dilución para el accionariado actual).
9. **Disrupción tecnológica y cambio de hábitos.** La demanda de los servicios tradicionales prestados por SPS, como la impresión de documentos, puede disminuir en favor de la distribución de los mismos en formato digital. Por otro lado, el negocio de voto electrónico (c. 70% s/Ingresos 2021e), depende directamente de productos y servicios esencialmente tecnológicos, lo que se traduce en la necesidad permanente de actualización del producto para hacer frente a su obsolescencia. Los cambios tecnológicos anticipados por los consumidores pueden afectar a la demanda en el medio y largo plazo. Y la capacidad de respuesta de SPS a los mismos es en sí misma, un riesgo.
10. **Voto electrónico: dependencia del capital circulante de las condiciones de cobro ofrecidas por las instituciones públicas.** En el negocio de voto electrónico y servicios relacionados con procesos electorales el cliente es fundamentalmente (pero no exclusivamente) el sector público (Gobiernos, administraciones regionales y locales, etc). Las condiciones de pago del sector público (poco “controlables” por SPS) implican un riesgo por su impacto en consumo de circulante y, finalmente, incrementos de endeudamiento.
11. **Incremento de las necesidades de CAPEX.** Dado que la tecnología de voto electrónico se encuentra completamente desarrollada, estimamos que SPS no requerirá de un CAPEX significativo en el medio plazo. No obstante, la difícil situación financiera vivida por la compañía durante los últimos años redujo el CAPEX del negocio de impresión digital a la mínima expresión.

Gobierno corporativo

“En manos” de un socio industrial con una participación de control, experiencia en el sector y presencia en el Consejo

Tabla 3. Composición del Consejo de Administración (diciembre 2020)

Consejo de Administración	Categoría	Fecha	% Capital
Grupo Paragon	Dominical	30/06/2015	80,4%
Mireia Blanch Olivé	Externo	19/11/2013	0,0%
Mateo Maria Buzzi	Externo	06/11/2013	0,0%
Raimon Rotllan	Independiente	30/06/2016	0,0%
Mauricio Miguel Canals	Independiente	24/02/2014	0,0%
Total			80,4%

Nota: Paragon Financial Investments Ltd ocupa el cargo de presidente del Consejo de Administración (representado por Laurent Salmon; CFO del Grupo Paragon).

El porcentaje de capital propiedad de Paragon no incluye 0,8% de derechos de voto a través de instrumentos financieros.

Tabla 4. Saldo pendiente de convertir en acciones y su clasificación en balance (2019)

EUR	Valor nominal	Valor razonable
Instrumentos de patrimonio		
Tramo a precio fijo	13.200.000	711.892
Instrumentos de deuda		
Tramo a precio variable	1.000.000	763.845
Total	14.200.000	1.475.737

Nota 1: Instrumentos de patrimonio refleja el valor razonable de las 13,2Mn de obligaciones que se convertirán en acciones a un precio fijo de 0,08 euros por acción (con fecha de vencimiento 30 de junio de 2026).

Nota 2: Instrumentos de deuda refleja el valor de 1Mn de obligaciones convertibles a precio variable (con fecha de vencimiento 30 de junio de 2026).

Desde su entrada en el capital de SPS en 2014, el Grupo Paragon se mantiene como accionista de referencia (incrementando su participación hasta el 80,4% del capital; 81,2% incluyendo derechos de voto a través de instrumentos financieros) y está plenamente involucrado en la gestión de la compañía: mantiene los cargos de presidente del Consejo de Administración y presidente ejecutivo de la compañía (ambos en manos de Laurent Salmon; CFO del Grupo Paragon). Lo que otorga a ambos órganos de gobierno una alta exposición al precio de la acción. Destacamos los siguientes puntos:

Un socio industrial que aporta apoyo financiero. Paragon ha prestado apoyo financiero y comercial a SPS desde el momento en que adquirió la deuda derivada del préstamo sindicado en 2014 (dotando a SPS de la solvencia necesaria para permitir la continuidad de sus operaciones y superar el concurso de acreedores).

A diciembre 2019, los pasivos e instrumentos de patrimonio con Paragon ascendieron a c. EUR 3,4Mn y se componen esencialmente de: (i) préstamos y créditos por un importe de EUR 1,9Mn (de los que EUR 1,2Mn no tienen una fecha conocida de devolución) y (ii) obligaciones convertibles (EUR 0,8Mn a un precio variable y EUR 0,7Mn a un precio fijo; Tabla 4).

Y con experiencia en el sector. El Grupo Paragon (controlado por Patrick Crean) está especializado en el sector TI, con presencia (entre otros) en los negocios de impresión digital, gestión documental y sistemas de acceso y control. Lo que implica que Paragon no sólo aporta apoyo financiero, sino que también aporta un proyecto “industrial”, cuyos intereses y vocación de largo plazo, se encuentran alineados con los de los minoritarios.

Con una clara vocación por el crecimiento inorgánico. En los últimos cinco años, el Grupo Paragon ha triplicado su tamaño (alcanzando una facturación de c. EUR 1Bn; vs EUR 0,3Bn en 2015) empujado, en parte, por una intensa actividad M&A: con más de 30 adquisiciones -5y (sólo en 2019 integran 15 nuevos negocios). El enfoque para la actividad M&A podría resumirse en: (i) generar valor a corto plazo (realizando adquisiciones que sean coherentes con la estrategia del Grupo y que presenten unos niveles mínimos de rentabilidad y solvencia), y (ii) adquirir a un precio adecuado, evitando múltiplos que “apunten” a destrucción de valor.

A nuestro juicio, la estrategia de crecimiento de SPS pasará “necesariamente” por el crecimiento inorgánico con el apoyo financiero del Grupo Paragon (la adquisición de ScytI en octubre de 2020 es un ejemplo). Lo que tendrá un efecto claro en el “Governance” de la compañía y su política de aprobación y gestión de futuras adquisiciones.

Los estímulos al desempeño del Consejo reflejan el exhaustivo proceso de control de costes aplicado por la compañía y desencadenado por la crisis del negocio. En 2017 se acuerda la modificación de los Estatutos de la compañía para permitir que el pago de las remuneraciones pendientes se efectuase en acciones de la compañía. La retribución máxima anual para el conjunto de los consejeros no podrá ser superior a EUR 65k en total. El importe total de la retribución del consejo de administración durante 2019 fue de EUR 23k (EUR 20k en 2018).

Y el incentivo vía bonus es asignatura pendiente. La estructura retributiva actual carece de sistemas de ahorro a largo plazo, ni plan de bonus o de stock options al equipo directivo.

Sin remuneración al accionista. Para poder financiar el crecimiento del negocio, nuestras proyecciones contemplan la continuidad de la política de dividendos (Pay Out 0%), sin existir ningún compromiso de la compañía con el inicio del pago de dividendos a corto/medio plazo.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e		
Inmovilizado inmaterial	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1		
Inmovilizado material	0,3	0,5	0,5	0,4	0,2	0,4	0,4	0,5		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	1,6	1,6	1,6	1,6		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	1,6	1,6	1,6		
Activo circulante	1,6	1,4	1,5	1,3	1,2	1,2	3,8	4,3		
Total activo	1,9	1,9	2,0	1,8	3,1	4,9	7,5	8,2		
Patrimonio neto	(31,2)	(1,4)	(1,7)	(2,2)	(3,1)	(4,3)	(4,5)	(3,6)		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,6	0,3	0,2	-	-	-	-	-		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	0,3	1,6	1,6	1,6	1,6		
Deuda financiera neta	27,8	0,4	0,6	1,2	1,8	4,9	5,7	4,9		
Pasivo circulante	2,7	2,6	2,9	2,6	2,9	2,8	4,8	5,3		
Total pasivo	1,9	1,9	2,0	1,8	3,1	4,9	7,5	8,2		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Total Ingresos	9,4	9,1	8,8	8,2	7,7	7,0	21,4	24,7	-4,9%	47,4%
Cto.Total Ingresos	-9,7%	-2,9%	-4,0%	-6,6%	-6,0%	-8,9%	204,4%	15,4%		
Coste de ventas	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,9)	(2,9)	(2,3)	(5,9)	(6,8)		
Margen Bruto	6,6	6,4	6,0	5,3	4,8	4,7	15,5	17,8	-7,8%	55,3%
Margen Bruto / Ingresos	69,9%	69,6%	68,0%	64,9%	61,8%	67,0%	72,5%	72,2%		
Otros costes de explotación ⁽²⁾	(6,5)	(6,0)	(5,9)	(5,7)	(5,2)	(5,3)	(15,2)	(16,2)		
EBITDA recurrente	0,1	0,3	0,1	(0,4)	(0,4)	(0,6)	0,3	1,6	-65,6%	80,7%
Cto.EBITDA recurrente	115,5%	344,2%	-68,2%	-477,8%	-3,3%	-56,8%	153,7%	363,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	0,8%	3,6%	1,2%	n.a.	n.a.	n.a.	1,6%	6,5%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
EBITDA	0,1	0,3	(0,2)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	0,3	1,6	-65,6%	80,7%
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
EBIT	(0,1)	0,2	(0,3)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(0,1)	1,1	-78,2%	50,5%
Cto.EBIT	94,4%	341,8%	-273,6%	-56,5%	-53,7%	-38,7%	90,6%	n.a.		
EBIT / Ingresos	n.a.	2,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,5%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	1,9	0,1	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,8	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,2)	1,0	-26,0%	45,6%
Cto.Beneficio ordinario	159,8%	-85,5%	-254,7%	-72,5%	-33,8%	-29,8%	80,9%	539,3%		
Extraordinarios	-	0,1	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,8	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,2)	1,0	-26,0%	45,6%
Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Tasa fiscal efectiva	0,1%	0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,8	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,2)	0,9	-26,0%	44,7%
Cto.Beneficio neto	-97,9%	-81,6%	-222,5%	-71,9%	-33,6%	-29,8%	80,9%	516,1%		
Beneficio ordinario neto	1,8	0,3	(0,1)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,2)	0,9	-26,0%	44,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	159,8%	-85,6%	-135,3%	-658,5%	-33,8%	-29,8%	80,9%	517,4%		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
EBITDA recurrente						(0,6)	0,3	1,6	-65,6%	80,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Var.capital circulante						(0,2)	(0,4)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						(1,1)	(0,4)	1,2	-33,1%	89,8%
CAPEX						(0,3)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,5)	(0,8)	0,8	-80,5%	39,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(1,6)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(3,1)	(0,8)	0,8	-80,5%	39,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						3,1	0,8	(0,8)		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

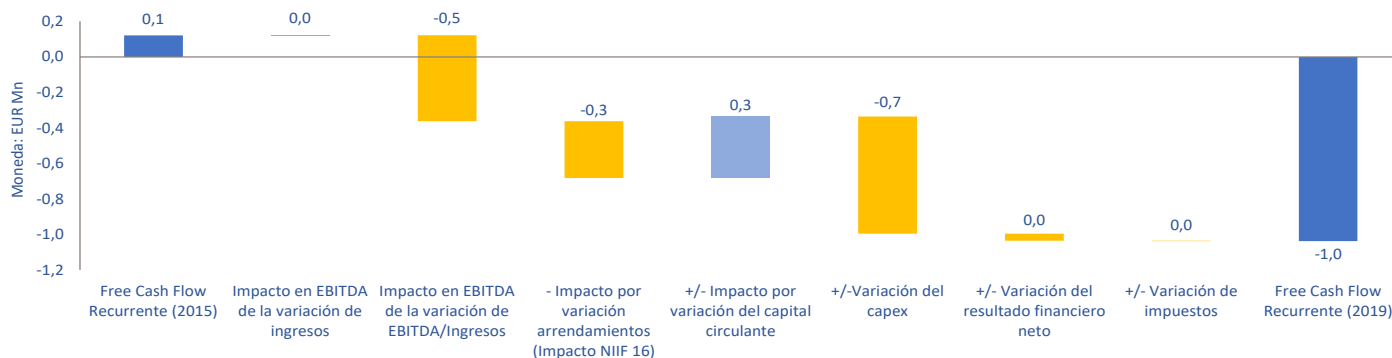
Nota 2: Otros costes de explotación incluye: (i) gastos de personal y (ii) otros gastos de explotación.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

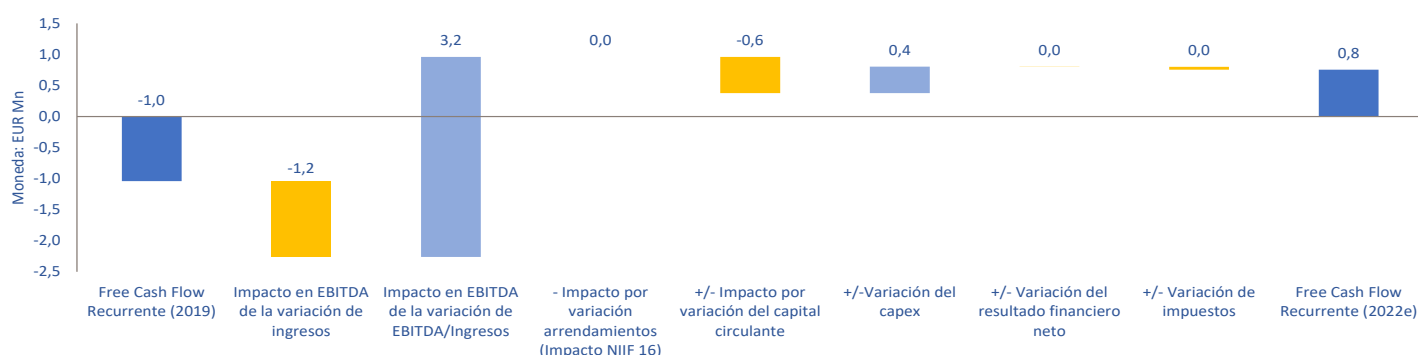
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	0,3	0,1	(0,4)	(0,4)	(0,6)	0,3	1,6	-48,0%	80,7%
Cto. EBITDA recurrente	344,2%	-68,2%	-477,8%	-3,3%	-56,8%	153,7%	363,2%		
EBITDA rec. / Ingresos	3,6%	1,2%	n.a.	n.a.	n.a.	1,6%	6,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	0,1	0,3	(0,2)	0,5	(0,2)	(0,4)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,4	0,4	(0,6)	(0,2)	(1,1)	(0,4)	1,2	-37,7%	89,8%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	86,9%	0,0%	-260,5%	62,1%	-371,2%	63,6%	382,1%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	4,4%	4,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,8%		
- CAPEX	(0,3)	(0,2)	(0,0)	(0,7)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	0,1	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
= Free Cash Flow recurrente	0,2	0,2	(0,8)	(1,0)	(1,5)	(0,8)	0,8	-90,3%	39,7%
Cto. Free Cash Flow recurrente	76,2%	-29,2%	-663,2%	-22,5%	-49,2%	51,3%	200,1%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos	2,3%	1,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	(1,6)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,3	0,2	(0,8)	(1,0)	(3,1)	(0,8)	0,8	-78,2%	39,7%
Cto. Free Cash Flow	135,1%	-46,9%	-663,2%	-22,5%	-203,3%	76,0%	200,1%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	0,4%	0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	0,5%	0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,1	0,2	0,2	(0,8)	(1,0)	(1,5)	(0,8)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	(1,3)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,3	(0,2)	(0,5)	(0,0)	(0,3)	2,3	1,2		
= Variación EBITDA recurrente	0,3	(0,2)	(0,5)	(0,0)	(0,2)	1,0	1,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,1)	0,2	(0,5)	0,7	(0,7)	(0,3)	0,3		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,2	0,0	(1,0)	0,4	(0,9)	0,7	1,6		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	0,1	0,1	(0,6)	0,4	0,1	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,1)	(0,1)	0,0	0,0	(0,0)	0,0		
+/- Variación de impuestos	-	(0,0)	-	0,0	(0,0)	0,0	(0,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,1	(0,1)	(1,0)	(0,2)	(0,5)	0,8	1,5		
Free Cash Flow Recurrente	0,2	0,2	(0,8)	(1,0)	(1,5)	(0,8)	0,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBIT	0,2	(0,3)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(0,1)	1,1	-83,4%	50,5%
* Tasa fiscal teórica	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	-	-	-	-	-	(0,1)		
EBITDA recurrente	0,3	0,1	(0,4)	(0,4)	(0,6)	0,3	1,6	-48,0%	80,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	0,1	0,3	(0,2)	0,5	(0,2)	(0,4)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,4	0,4	(0,6)	(0,2)	(1,1)	(0,4)	1,2	-37,7%	89,8%
- CAPEX	(0,3)	(0,2)	(0,0)	(0,7)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	-	-	-	-	-	(0,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,1	0,2	(0,7)	(0,9)	(1,5)	(0,6)	0,9	n.a.	43,5%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-27,0%	49,4%	-408,6%	-35,1%	-59,6%	56,9%	238,4%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	1,6%	2,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	(1,6)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	0,2	0,2	(0,7)	(0,9)	(3,1)	(0,6)	0,9	-83,7%	43,5%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	8,2%	0,7%	-408,6%	-35,1%	-234,4%	79,4%	238,4%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	0,2%	0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	0,3%	0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

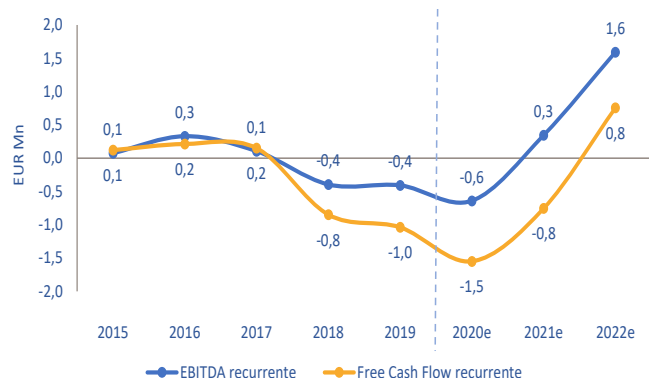
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



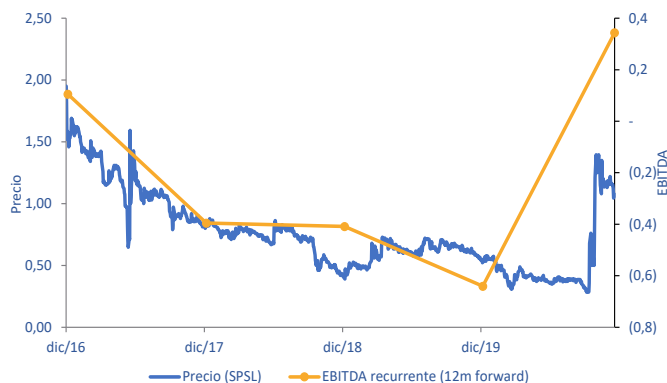
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



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	59,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,6	Rdos. 6m 2020
+ Deuda financiera neta	4,9	2020e
- Inmovilizado financiero	-	Rdos. 6m 2020
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	65,5	

Nota: SPS mantiene un volumen muy elevado de Bases Imponibles Negativas pendientes de activar (c. EUR 482Mn fuera de balance a cierre de 2019).

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾⁽²⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 09-19	19-22e
Total Ingresos	216,5	205,4	218,6	209,6	15,2	10,4	9,4	9,1	8,8	8,2	7,7	7,0	21,4	24,7	-28,4%	47,4%
Cto. Total ingresos	-8,9%	-5,1%	6,4%	-4,1%	-92,8%	-31,3%	-9,7%	-2,9%	-4,0%	-6,6%	-6,0%	-8,9%	204,4%	15,4%		
EBITDA	13,7	8,5	14,0	6,4	2,3	(0,5)	0,1	0,3	(0,2)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	0,3	1,6	-7,3%	80,7%
Cto. EBITDA	-36,7%	-37,7%	64,1%	-54,5%	-64,3%	-121,0%	115,5%	344,2%	-161,5%	-95,4%	-3,3%	-56,8%	153,7%	363,2%		
EBITDA/Ingresos	6,3%	4,2%	6,4%	3,0%	15,0%	n.a.	0,8%	3,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,6%	6,5%		
Beneficio neto	(8,4)	(16,3)	(40,3)	(18,2)	(190,6)	86,4	1,8	0,3	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,2)	0,9	19,9%	44,7%
Cto. Beneficio neto	n.a.	-93,7%	-147,1%	54,9%	-947,4%	145,3%	-97,9%	-81,6%	-222,5%	-71,9%	-33,6%	-29,8%	80,9%	516,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,6	5,5	6,3	7,1	7,1	7,6	8,1	17,0	54,8	54,8	54,8	54,8	54,8	54,8		
BPA (EUR)	-1,50	-2,95	-6,40	-2,58	-27,00	11,37	0,22	0,02	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	0,00	0,02	36,2%	44,7%
Cto. BPA	n.a.	-96,7%	n.a.	59,7%	n.a.	n.a.	-98,1%	-91,3%	n.a.	-71,9%	-33,6%	-29,8%	80,9%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	-1,24	-2,34	-6,31	-2,46	-1,29	-0,39	0,22	0,02	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	0,00	0,02	35,0%	44,8%
Cto. BPA ord.	n.a.	-89,0%	n.a.	61,0%	47,5%	69,8%	n.a.	-93,2%	n.a.	n.a.	-33,8%	-29,8%	80,9%	n.a.		
CAPEX	(10,6)	(5,2)	(8,7)	(6,0)	(2,8)	(0,0)	(0,0)	(0,3)	(0,2)	(0,0)	(0,7)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
CAPEX/Vtas %	4,9%	2,5%	4,0%	2,9%	18,3%	0,4%	0,1%	2,8%	2,1%	0,4%	8,7%	4,5%	1,0%	1,0%		
Free Cash Flow	(2,0)	(7,5)	(2,9)	(1,8)	(3,5)	79,7	0,1	0,3	0,2	(0,8)	(1,0)	(3,1)	(0,8)	0,8	6,3%	39,7%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	6,3x	10,6x	6,3x	16,2x	48,4x	n.a.	n.a.	1,3x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16,5x	3,1x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,1x	82,4x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	62,2x		
EV/Vtas (x)	0,92x	0,68x	0,56x	0,71x	8,49x	4,31x	4,56x	9,60x	5,10x	2,82x	4,05x	9,33x	3,06x	2,65x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	14,5x	16,4x	8,8x	23,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41,1x		
Comport. Absoluto	n.a.	66,9%	-52,8%	-42,0%	-46,5%	-23,0%	-24,5%	-10,6%	-49,5%	-50,1%	30,7%	105,9%	n.a.	41,1x		
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	102,1%	-45,7%	-39,1%	-55,9%	-25,7%	-18,6%	-8,8%	-53,0%	-41,3%	16,9%	141,6%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Thomson Reuters.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales competidores 2020e

		IT Services				Commercial Printing						
		EUR Mn	Atos	Tieto	Indra	Average	Cimpress	Cewe Stiftung	Ennis	RR Donnelley	Average	SPSL
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	ATOS.PA	TIETO.HE	IDR.MC		CMPR.OQ	CWCG.DE	EBF.N	RRD.N			SPSL.MC
	País	France	Finland	Spain		Ireland	Germany	USA	USA			Spain
	Market cap	8.028,0	3.061,5	1.189,3		1.969,1	677,4	372,6	94,7			59,0
	Enterprise value (EV)	10.136,3	4.010,9	1.838,1		3.131,3	736,5	303,5	1.428,5			65,5
Información financiera básica	Total Ingresos	11.266,0	2.813,8	3.043,9		2.043,4	698,3	324,7	3.771,6			7,0
	Cto.Total Ingresos	-2,8%	62,3%	-5,6%	18,0%	-9,8%	-2,3%	-10,1%	-27,0%		-12,3%	-8,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	1,9%	2,2%	4,3%	2,8%	5,8%	4,8%	n.a.	n.a.		5,3%	87,4%
	EBITDA	1.554,4	482,0	156,2		280,3	108,7	44,9	302,1			(0,6)
	Cto. EBITDA	-7,4%	74,7%	-55,1%	4,1%	-18,7%	-6,6%	-20,9%	-8,2%		-13,6%	-56,8%
	2y TACC (2020e - 2022e)	7,0%	4,1%	53,2%	21,4%	20,3%	8,0%	n.a.	n.a.		14,1%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	13,8%	17,1%	5,1%	12,0%	13,7%	15,6%	13,8%	8,0%		12,8%	n.a.
	EBIT	891,2	318,9	27,1		172,5	55,1	37,0	n.a.			(1,1)
	Cto. EBIT	4,6%	88,0%	-87,8%	1,6%	-29,5%	-11,2%	-27,2%	n.a.		-22,6%	-38,7%
	2y TACC (2020e - 2022e)	9,7%	7,3%	n.a.	8,5%	33,4%	13,8%	n.a.	n.a.		23,6%	73,6%
	EBIT/Ingresos	7,9%	11,3%	0,9%	6,7%	8,4%	7,9%	11,4%	n.a.		9,2%	n.a.
	Beneficio Neto	754,2	235,3	(9,1)		(29,5)	36,1	27,2	n.a.			(1,2)
	Cto. Beneficio Neto	103,8%	197,5%	n.a.	150,7%	n.a.	10,3%	-29,1%	n.a.		-9,4%	-29,8%
	2y TACC (2020e - 2022e)	9,2%	11,1%	n.a.	10,1%	n.a.	14,9%	n.a.	n.a.		14,9%	67,2%
Múltiplos y Ratios	CAPEX/Ventas	3,3%	3,7%	2,3%	3,1%	3,8%	5,8%	n.a.	n.a.		4,8%	-4,5%
	Free Cash Flow	650,8	172,7	16,8		36,2	38,8	n.a.	n.a.			(3,1)
	Deuda financiera Neta	(47,0)	799,2	547,3		1.222,4	(22,9)	n.a.	n.a.			4,9
	DN/EBITDA (x)	(0,0)	1,7	3,5	1,7	4,4	(0,2)	n.a.	n.a.		2,1	n.a.
	Pay-out	20,0%	42,8%	n.a.	31,4%	n.a.	39,9%	71,1%	n.a.		55,5%	0,0%
	P/E (x)	10,5	12,0	n.a.	11,2	n.a.	18,5	16,5	2,1		12,4	n.a.
	P/BV (x)	1,1	1,9	1,7	1,6	n.a.	2,3	n.a.	n.a.		2,3	n.a.
	EV/Ingresos (x)	0,9	1,4	0,6	1,0	1,5	1,1	0,9	0,4		1,0	9,3
	EV/EBITDA (x)	6,5	8,3	11,8	8,9	11,2	6,8	6,8	4,7		7,4	n.a.
	EV/EBIT (x)	11,4	12,6	n.a.	12,0	18,2	13,4	8,2	n.a.		13,2	n.a.
ROE	9,7	12,9	4,2	8,9	n.a.	12,7	9,0	0,3		7,3	32,1	
FCF Yield (%)	8,1	5,6	1,4	5,1	10,2	5,7	n.a.	n.a.		8,0	n.a.	
DPA	1,40	1,30	0,01	0,91	n.a.	2,00	0,74	n.a.		1,37	0,00	
Dvd Yield	1,9%	5,0%	0,2%	2,4%	n.a.	2,2%	4,3%	n.a.		3,2%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). 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).

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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente 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 (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) 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 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 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 ha sido revisado por el emisor con anterioridad a 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@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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 (IEAF) 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.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
15-Dic-2020	n.a.	1,08	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

