

# Seresco

6 de mayo de 2026, 8.00h

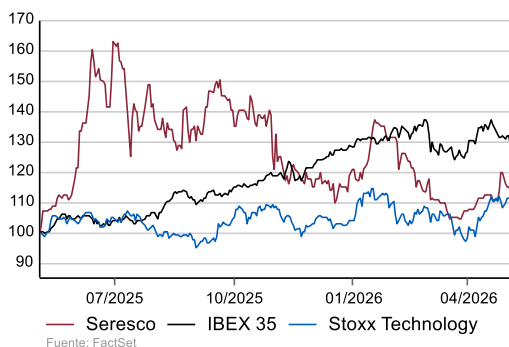
Eduardo Imedio Cano  
Equity Research Analyst

## Calidad a un precio difícil de justificar

### SOBREPONDERAR

**Precio objetivo:** 9,50 eur  
**Precio actual:** 6,30 eur  
**Potencial:** 50,8 %

#### Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	6%	-12%	15%
Relativo	7%	-8%	-15%

#### SCO.MC / SCO ES

Capitalización (mln eur)	56,9
Nº acciones (mln)	9,1
Free Float	13,6%
Vol. día (miles eur)	15,1
Mín/Máx 12 meses (eur)	5,45 - 9,10
Revalorización YTD	-5,3%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	n.a.	n.a.	n.a.

	2025	2026e	2027e
PER	15,2x	9,9x	8,1x
VE/EBITDA	7,3x	6,3x	5,5x
VE/Ventas	1,2x	1,0x	0,9x
P/VC	4,7x	3,1x	2,3x
DN/EBITDA	1,1x	0,8x	0,4x
Pay-Out	14,8%	15,1%	15,0%
Rent. Div.	1,0%	1,0%	1,5%
FCF Yield	2,3%	5,1%	8,7%
ROCE	29,9%	32,1%	35,7%
ROE	30,7%	31,8%	28,9%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

#### Los resultados de 2025 cumplieron con la guía a nivel de EBITDA...

Seresco cerró 2025 con un EBITDA ajustado de 10 mln eur (+15,1%), situando el margen en el 17,8%, récord histórico para la compañía, impulsado por la mayor contribución de servicios de alto valor añadido y un eficiente control de costes. Aunque los ingresos (56,3 mln eur, +5,1%) quedaron por debajo del objetivo estratégico por la menor actividad inorgánica, la rentabilidad operativa superó nuestras previsiones, cumpliendo en un 95% el objetivo de EBITDA del Plan Estratégico 2025.

#### ...mientras el Plan Estratégico 2026-2028 fija nuevas metas...

Seresco presenta su Plan Estratégico 2026–2028 con objetivos de ingresos de 84–92 mln eur y un EBITDA de 13,5–16 mln eur (margen 17,5%), articulado sobre tres pilares: crecimiento orgánico (TACC 8–10%) apoyado en ciberseguridad y transformación digital, crecimiento inorgánico con una contribución estimada superior a 9 mln eur, y expansión internacional en Europa Central y LatAm (+5 mln eur).

#### ...que nos llevan a revisar al alza nuestras estimaciones.

Proyectamos una TACC 25–28e de ingresos netos del 15,4%, alcanzando 86,8 mln eur en 2028e (dentro del rango objetivo del Plan Estratégico), combinando un crecimiento orgánico (+9% anual) con adquisiciones recurrentes (+5 mln eur anuales adicionales). Por divisiones, los principales motores serán Infraestructuras y Ciberseguridad (+13,0% TACC) y Gestión Empresarial (+13,3% TACC), mientras que Nómina y RRHH seguirá actuando como ancla defensiva del grupo gracias a su elevada recurrencia y churn estructuralmente bajo. En márgenes mantenemos un enfoque prudente, situando nuestras estimaciones de EBIT 2028e por debajo del rango del Plan Estratégico (11,8 mln eur vs 12,6 - 13,8 mln eur).

#### Conclusión: SOBREPONDERAR, P.O 9,50 eur/acc (vs 9,04 anterior).

Actualizamos el modelo de valoración de Seresco mediante DCF (WACC 9,7%, g 2,0%), obteniendo un precio objetivo de 9,50 €/acción (+51% de potencial). Reiteramos Sobreponderar. A precios actuales, SCO cotiza a un PER 2026e de 9,9x y 8,1x 2027e, un descuento del 25% frente a comparables del sector (13,2x y 10,9x respectivamente), que consideramos excesivo dado la calidad del modelo de negocio y la visibilidad del Plan Estratégico 2026–2028. Atribuimos esta brecha de valoración a ineficiencias temporales del mercado (escaso free float, corta trayectoria bursátil), y confiamos en que la ejecución del nuevo plan estratégico actuará como principal catalizador para cerrarla.

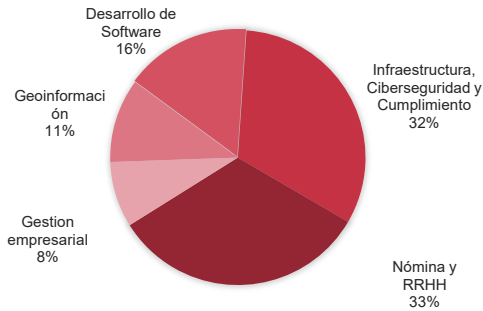
mln eur	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Ventas	43,2	54,0	57,2	64,0	75,5	87,1
EBITDA	4,6	8,6	9,9	10,8	12,7	14,4
Margen (%)	10,7%	16,0%	17,3%	17,0%	16,8%	16,5%
EBITDA consenso	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bº neto	2,1	4,4	4,0	5,8	7,0	8,0
BPA (eur)	0,21	0,46	0,44	0,64	0,78	0,88
DPA (eur)	0,04	0,06	0,07	0,07	0,10	0,12
FCF	-3,1	-2,6	1,4	2,9	5,0	4,1
DFN + / Caja neta -	7,6	12,3	11,3	9,0	4,9	1,9

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Seresco en una página

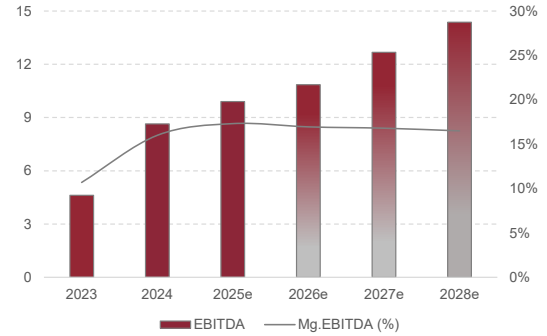
Fundada en 1969, Seresco es una empresa dedicada a ofrecer servicios de software y tecnología de la información. Cuenta con 5 líneas de negocio: gestión de nóminas y recursos humanos, geoinformación, soluciones de ciberseguridad, sistemas y servicios y proyectos de transformación digital. Opera principalmente en España, ampliando su presencia en los últimos años a Portugal, Costa Rica, Perú y Colombia.

### Ingresos por línea de negocio 2025



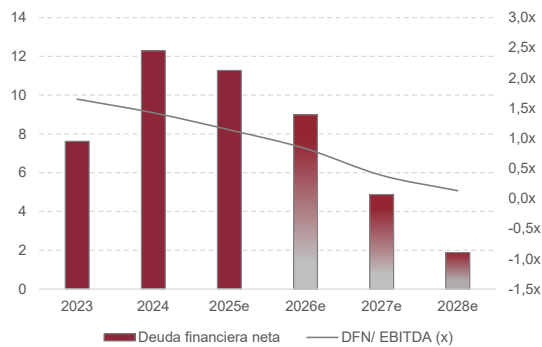
Fuente: Seresco

### Evolución del EBITDA (mln eur)



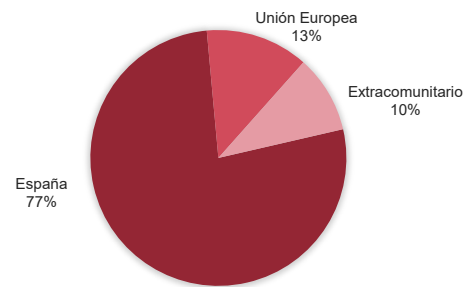
Fuente: Seresco y estimaciones Renta 4 Banco

### Deuda Financiera neta y DFN / EBITDA



Fuente: Seresco y estimaciones Renta 4 Banco

### Ingresos por geografía 2025



Fuente: Seresco

### Cambio de estimaciones

	2026e	2027e	2028e
Ventas Antiguo	74,2	79,5	84,1
<b>Ventas Nuevo</b>	<b>64,0</b>	<b>75,5</b>	<b>87,1</b>
Var. %	-13,8	-5,1	3,6
Ebitda Antiguo	11,6	12,3	13,0
<b>Ebitda Nuevo</b>	<b>10,8</b>	<b>12,7</b>	<b>14,4</b>
Var. %	-6,5	3,1	10,5
Margen Antiguo (%)	15,6	15,5	15,5
<b>Margen Nuevo (%)</b>	<b>17,0</b>	<b>16,8</b>	<b>16,5</b>
Var. (p.p.)	1,3	1,3	1,0
Bº neto Antiguo	5,8	6,2	6,6
<b>Bº neto Nuevo</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>
Var. %	-0,6	13,1	20,9
DFN Antigua*	7,0	5,2	1,3
<b>DFN Nueva</b>	<b>9,0</b>	<b>4,9</b>	<b>1,9</b>
Var. %	28,3	-6,2	44,3

Fuente: Renta 4 Banco. \*Cifras reexpresadas

### Catalizadores

- 1- Mejora de los procesos y optimización de productos y servicios a través del gobierno del dato y la aplicación de nuevas tecnologías (IA).
- 2- Convergencia de los múltiplos de valoración a la media del sector.
- 3- Expansión internacional y nuevas vías de *cross-selling*.
- 4- Aparición de nuevas oportunidades de crecimiento inorgánico a precio atractivo.

### Riesgos

- 1- Competencia en un sector altamente disruptivo, competitivo y fragmentado.
- 2- Integración de las compañías adquiridas, pudiendo afectar negativamente a los planes de crecimiento.
- 3- Elevada concentración de actividad en España.

## 1. Resultados 2025. La expansión de márgenes compensa una menor contribución del M&A


Seresco ha presentado unos resultados de 2025 que, si bien muestran una **evolución positiva en términos de rentabilidad**, han quedado **por debajo de nuestras estimaciones a nivel de ingresos**, reflejando una **menor contribución del crecimiento inorgánico** respecto a lo inicialmente previsto. En concreto, la cifra de negocio neta alcanzó 56,3 mln eur (+5,1% vs. 2024), afectada principalmente por la ausencia de operaciones corporativas relevantes en 2025 (más allá de la adquisición de F5IT en Portugal, con una contribución aproximada de 2,9 mln eur).

En contraste, **la evolución de la rentabilidad operativa ha sido claramente positiva**, con un EBITDA ajustado de 10,0 mln eur (+15,1% vs. 2024), situando el margen EBITDA en el 17,8% (+1,6 pp), por encima de nuestras previsiones y en niveles de récord histórico para la compañía. Esta mejora responde a una **mayor contribución de servicios de alto valor añadido**, especialmente en **ciberseguridad**, así como a un control eficiente de los costes, lo que pone de manifiesto el **apalancamiento operativo** del modelo. A nivel EBIT, la compañía alcanza 7,2 mln eur (+21,2%), con una expansión adicional del margen hasta el 12,9%, mientras que el beneficio neto se sitúa en 4,0 mln eur (-10,0%), impactado por un **ajuste fiscal de carácter temporal** (36,5% tipo impositivo efectivo) derivado de la operativa del grupo en múltiples jurisdicciones, que no refleja un deterioro del desempeño operativo ni altera la positiva evolución del negocio.

A nivel financiero, **la deuda financiera neta se ha mantenido estable**, alcanzando **11,4 mln eur vs 12,2 mln eur en 2024 reexpresados** (7,5 mln eur reportados en 2024), lo que implica una ratio **DFN/EBITDA de 1,1x**. La variación respecto a la cifra original de 2024 se explica por la reexpresión de la partida "Otros pasivos financieros a corto plazo", derivada de la adquisición del 22,97% de los minoritarios de CIES, con la que el grupo alcanzó el 98% del capital a cierre de 2025 (100% en la actualidad), operación que supuso un desembolso de 4,6 mln eur.

En conclusión, si bien la compañía **no ha alcanzado los objetivos de ingresos** fijados en el **Plan Estratégico 2022–2025** (68,2 mln eur), principalmente por la menor contribución del crecimiento inorgánico, la evolución de la rentabilidad ha sido superior a lo esperado, permitiendo **cumplir con el objetivo de EBITDA establecido de 10,5 mln eur** (95% de cumplimiento). De este modo, Seresco demuestra una elevada capacidad de ejecución operativa y una mejora estructural en su mix de negocio, sentando un sólido punto de partida para afrontar el nuevo plan de crecimiento 2026-2028.

Cuadro 1. Resultados 2025

		Sobreponderar			
(mln de euros)	2023	2024	2025	Var % 24-25	R4 2025e
<b>Importe neto de la cifra de negocios</b>	42,1	53,6	56,3	5,1%	66,9
<b>EBITDA ajustado</b>	4,6	8,7	10,0	14,6%	10,4
Margen EBITDA	10,9%	16,1%	17,8%	1,6 pp	15,5%
<b>EBIT</b>	3,3	6,4	7,2	13,1%	8,2
Margen EBIT	7,8%	12,5%	12,9%	0,3 pp	12,3%
<b>Beneficio neto</b>	2,1	4,4	4,0	-10,0%	5,2
Margen Neto	5,0%	9,8%	7,1%	-2,7 pp	7,8%
<b>Deuda Financiera Neta</b>	7,6	12,2	11,4	-6,3%	10,9
DFN/EBITDA LTM (x)	1,7x	1,4x	1,1x	n.a.	1,1x

Fuente: Renta 4

## 2. Plan Estratégico 2026-2028

Tras el Plan Estratégico 2022–2025, Seresco presenta una **nueva hoja de ruta para el periodo 2026–2028**, un salto cualitativo relevante en ambición, escala y posicionamiento internacional. Este nuevo plan responde a un entorno más exigente, donde la compañía busca **consolidar su posicionamiento en servicios tecnológicos de mayor valor añadido**, manteniendo al mismo tiempo **disciplina en la ejecución y en la asignación de capital**.

En este contexto, Seresco fija como objetivo **alcanzar en 2028 una cifra de ingresos de entre 84 y 92 mln eur**, junto con un **EBITDA ajustado de entre 13,5 y 16 mln eur**, equivalente a un margen del 17,5%, y un **EBIT de entre 12,6 y 13,8 mln eur** (margen del 15,0%). El plan se articula sobre **tres pilares estratégicos**:

**1) Crecimiento orgánico sostenido** (TACC del 8–10%), apoyado en la **penetración en verticales de mayor valor añadido** (como ciberseguridad y transformación digital) y en el **desarrollo de ventas cruzadas** sobre la base actual de clientes, aprovechando la recurrencia y fidelidad de los mismos.

**2) Crecimiento inorgánico disciplinado**, centrado en adquisiciones con **mayoría de control y elevado encaje estratégico**, orientadas tanto a la **incorporación de capacidades como de talento** en áreas clave, con una contribución estimada de más de 9 mln eur en ingresos durante el periodo.

**3) Expansión internacional**, con foco en **Europa Central y Latinoamérica**, que debería aportar en torno a 5 mln eur adicionales y reforzar la diversificación geográfica del grupo.

**A nivel operativo**, la compañía pone el foco en la **mejora de la rentabilidad** a través de palancas bien definidas, entre las que destacan la optimización de procesos bajo metodologías Lean, la aplicación de inteligencia artificial en operaciones, la progresiva reconfiguración del portfolio hacia servicios de mayor valor añadido y la captura de sinergias derivadas del crecimiento orgánico e inorgánico. Estas iniciativas deberían permitir **reforzar el apalancamiento operativo del grupo** y sostener la expansión de márgenes acontecida en los últimos años (Mg.EBITDA 17,8% 2025).

En nuestra opinión, el **nuevo Plan Estratégico** representa una **evolución natural del ciclo anterior** más que una ruptura, manteniendo las mismas bases que han sustentado el crecimiento de Seresco: la **capacidad de generar cross-selling** entre sus distintas líneas de negocio, una **expansión internacional progresiva** y una **política de adquisiciones selectiva y disciplinada**.

Cuadro 2. Objetivos Plan Estratégico 2028



Fuente: Seresco

### 3. Estimaciones R4e

Nuestras **estimaciones para el periodo 2026–2028e** anticipan una **evolución positiva y sostenida** en las principales magnitudes operativas de Seresco, apoyada tanto en la consolidación de las adquisiciones recientes como en la fortaleza de la demanda subyacente en sus principales líneas de negocio. En este sentido, proyectamos un **crecimiento anual compuesto (TACC 2025–2028e) de doble dígito en ingresos (15,4%)**, en línea con los objetivos del nuevo Plan Estratégico (86,8 mln eur vs rango 84 – 92 mln eur).

Nuestras **hipótesis combinan crecimiento orgánico e inorgánico**. En el plano **orgánico**, asumimos una **tasa de crecimiento anual en el entorno del 9%**, en línea con la guía proporcionada por la compañía (8–10% TACC) y consistente con el histórico reciente, sustentado en la elevada recurrencia de ingresos, la fidelidad de la base de clientes y la creciente demanda de soluciones tecnológicas. En cuanto al **crecimiento inorgánico**, modelizamos su continuidad como una palanca relevante de expansión, en línea con la estrategia del grupo. Para el periodo 2026e–2028e, asumimos la ejecución recurrente de operaciones de M&A orientadas a reforzar capacidades y acelerar la diversificación del negocio, con una **contribución media anual de 5 mln eur a ingresos** (considerando un 50% de consolidación el cada año) y un margen EBITDA en el entorno del 14%. En términos de valoración, utilizamos múltiplos de adquisición de **1,0x ventas y 7,0x EV/EBITDA** (debt free, cash free), en línea con transacciones privadas comparables y ligeramente por encima de los múltiplos históricos pagados por Seresco, reflejando una potencial mayor dimensión de las compañías adquiridas (**>5 mln eur de ingresos por compañía**).

Cuadro 3. Estimaciones R4e: ingresos por división

Mln Eur	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 25-28e
<b>Cifra de negocio Plan Estratégico</b>	<b>84 - 92</b>						
<b>Cifra de negocio</b>	<b>42,1</b>	<b>53,6</b>	<b>56,3</b>	<b>63,5</b>	<b>75,0</b>	<b>86,6</b>	<b>15,4%</b>
<i>Var (%)</i>	21,8%	23,9%	5,1%	12,8%	18,1%	15,5%	
Geoinformación	3,9	5,9	6,0	4,8	5,4	6,3	1,4%
<i>% var</i>	97%	52%	1%	-20%	13%	16%	
Desarrollo de Software	6,9	8,2	9,0	9,9	10,7	11,5	8,4%
<i>% var</i>	-11%	19%	10%	10%	8%	7%	
Infraestructura, Ciberseguridad y Cumplimiento	14,2	20,0	18,2	20,7	23,4	26,3	13,0%
<i>% var</i>	32%	41%	-9%	14%	13%	12%	
Nómina y RRHH	15,0	17,3	18,4	19,9	21,2	22,5	7,0%
<i>% var</i>	29%	15%	6%	8%	7%	6%	
Gestión empresarial	2,2	2,2	4,7	5,7	6,4	6,8	13,3%
<i>% var</i>	20%	1%	111%	22%	12%	8%	
Ingresos por M&A acumulado	0,0	0,0	0,0	2,5	7,9	13,2	n.a.
<i>% var</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	214%	68%	

Fuente: Seresco

**Por divisiones**, las estimaciones recogen la continuidad de los principales drivers de crecimiento identificados en nuestro [informe de inicio de cobertura](#), que siguen plenamente vigentes y, en algunos casos, reforzados tras las últimas adquisiciones y la evolución del mix de negocio.

En **Desarrollo y Software**, anticipamos una evolución positiva (**+8,4% TACC**), apoyada tanto en la creciente demanda de soluciones de digitalización como en el carácter estratégico de esta división como “hub” tecnológico del grupo. Más allá del crecimiento directo en ingresos, esta área desempeña un papel clave en la generación de eficiencias y en la **capacidad de desarrollar soluciones propias que posteriormente se comercializan en otras divisiones**, potenciando el *cross-selling*. Adicionalmente, el desarrollo de plataformas específicas y la recurrencia asociada a contratos de mantenimiento con grandes corporaciones y administraciones públicas refuerzan la visibilidad de ingresos a medio plazo.

La división de **Infraestructuras, Ciberseguridad y Cumplimiento (+13,0% TACC)**, se consolida como la principal área por tamaño del grupo, tanto en volumen como en rentabilidad. La integración de CIES ha reforzado significativamente la propuesta de valor en ciberseguridad, un segmento con **fuertes vientos de cola estructurales** ante la **creciente sensibilidad de la protección de datos** y cumplimiento normativo. Este posicionamiento permite a Seresco ofrecer soluciones integrales de seguridad y gobierno del dato, incrementando el ticket medio por cliente y facilitando la venta cruzada sobre una base de más de 3.000 clientes activos. Además, la elevada rentabilidad de este segmento (con márgenes estructuralmente superiores) continuará actuando como **palanca de expansión del margen** consolidado.

En **Gestión Empresarial (Consultoría y ERP)**, esperamos un crecimiento sostenido y estable (+13,3% TACC), apoyado en la recurrencia del negocio y en la **integración de la compañía portuguesa F5IT**, adquirida en 2025. La alianza con Sage y la creciente demanda de soluciones de gestión empresarial seguirán impulsando la actividad, si bien el principal atractivo de esta división radica en su capacidad de generar oportunidades de *cross-selling* hacia servicios de mayor valor añadido, actuando como puerta de entrada a otras líneas del grupo.

Por su parte, la división de **Geoinformación** (antigua Cartografía y Catastro) **afrenta una fase de transición estructural (+1,4% TACC)**. Históricamente, ha sido una de las áreas con mayor potencial de crecimiento (llegando a registrar tasas superiores al 100% impulsadas por grandes contratos internacionales, especialmente en Latinoamérica), pero con un perfil más volátil y dependiente de proyectos. De cara a nuestras estimaciones, asumimos una **caída puntual de ingresos en 2026e** asociada a la finalización y menor peso de contratos tradicionales de catastro. No obstante, esta **transición hacia un modelo más recurrente y escalable, basado en soluciones como gemelos digitales, geoportales o gestión del ciclo de vida de activos**, debería mejorar significativamente la calidad, visibilidad y recurrencia de los ingresos en el medio plazo, además de facilitar la internacionalización en mercados con elevada demanda latente de digitalización territorial.

Finalmente, el negocio de **Nómina y RR.HH.** continuará actuando como uno de los pilares más defensivos y estables del grupo, manteniendo un sólido crecimiento (+7,0% TACC). Se trata de una división con **elevadas barreras de entrada**, derivadas de la **complejidad regulatoria** y los **altos costes de cambio** para el cliente, lo que se traduce en una **recurrencia muy elevada y un churn estructuralmente bajo (<2%)**. La tendencia estructural hacia la externalización (outsourcing) de procesos administrativos, junto con el liderazgo de Seresco en España por volumen de nóminas gestionadas y el potencial de crecimiento en mercados donde el outsourcing aún está infra-penetrado, seguirá impulsando un crecimiento orgánico sólido. Adicionalmente, la **integración de ELO-SI refuerza la presencia internacional**, especialmente en **Portugal**, ampliando la base de clientes y las oportunidades de expansión del negocio.

En conjunto, nuestras estimaciones por divisiones reflejan un modelo de crecimiento equilibrado, donde **coexisten negocios de alto crecimiento** (ciberseguridad, software, geoinformación) **con líneas más defensivas y recurrentes** (nómina, gestión empresarial), todas ellas interconectadas a través de un elevado potencial de *cross-selling*, que consideramos uno de los principales motores de creación de valor del grupo a medio y largo plazo.

En línea con lo expuesto en el apartado anterior, **nuestras estimaciones para 2028e recogen un escenario de crecimiento sólido**, aunque con un **enfoque prudente en rentabilidad**. En términos de ingresos, nuestras previsiones se sitúan dentro del rango objetivo del Plan Estratégico 2026–2028, si bien en la parte baja del mismo. Donde sí mantenemos una **visión más cauta es en los márgenes**, de forma que **nuestras estimaciones de EBIT para 2028e se sitúan por debajo de los rangos fijados por el Plan Estratégico** (11,8 mln eur vs 12,6–13,8 mln eur de EBIT), al no asumir una expansión tan intensa de la rentabilidad operativa como la contemplada por la compañía.

Cuadro 4. Estimaciones R4e: cifras consolidadas

Mln Eur	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 25-28e	
<b>Cifra de negocio Plan Estratégico</b>							<b>84 - 92</b>	
<b>Cifra de negocio neta</b>	<b>42,1</b>	<b>53,6</b>	<b>56,3</b>	<b>63,5</b>	<b>75,0</b>	<b>86,6</b>	<b>15,4%</b>	
<i>Var (%)</i>	21,8%	23,9%	5,1%	12,8%	18,1%	15,5%		
Geoinformación	3,9	5,9	6,0	4,8	5,4	6,3	1,4%	
<i>% var</i>	97%	52%	1%	-20%	13%	16%		
Desarrollo de Software	6,9	8,2	9,0	9,9	10,7	11,5	8,4%	
<i>% var</i>	-11%	19%	10%	10%	8%	7%		
Infraestructura, Ciberseguridad y Cumplimiento	14,2	20,0	18,2	20,7	23,4	26,3	13,0%	
<i>% var</i>	32%	41%	-9%	14%	13%	12%		
Nómina y RRHH	15,0	17,3	18,4	19,9	21,2	22,5	7,0%	
<i>% var</i>	29%	15%	6%	8%	7%	6%		
Gestión empresarial	2,2	2,2	4,7	5,7	6,4	6,8	13,3%	
<i>% var</i>	20%	1%	111%	22%	12%	8%		
Ingresos por M&A acumulado	0,0	0,0	0,0	2,5	7,9	13,2	n.a.	
<i>% var</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	214%	68%		
<b>EBITDA Plan Estratégico</b>							<b>13,5 - 16,0</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>4,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>	<b>12,7</b>	<b>14,4</b>	<b>13,2%</b>	
<i>Var (%)</i>	26,0%	86,9%	14,5%	9,6%	16,9%	13,4%		
<i>sobre ingresos (%)</i>	11,0%	16,1%	17,6%	17,1%	16,9%	16,6%		
<b>EBIT Plan Estratégico</b>							<b>12,6 - 13,8</b>	
<b>EBIT</b>	<b>3,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,4</b>	<b>11,8</b>	<b>17,5%</b>	
<i>Var (%)</i>	23,2%	94,1%	13,1%	20,2%	19,7%	12,9%		
<i>sobre ingresos (%)</i>	7,8%	11,9%	12,9%	13,7%	13,9%	13,6%		
<b>Resultados Neto</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>26,1%</b>	
<i>Var (%)</i>	9,9%	115,0%	-9,8%	44,6%	21,9%	13,9%		
<i>sobre ingresos (%)</i>	4,9%	8,2%	7,1%	9,1%	9,4%	9,2%		

Fuente: estimaciones Renta 4

Este **enfoque más prudente en márgenes** responde principalmente a una cuestión de visibilidad, más que a una discrepancia con las palancas operativas identificadas. La reciente **expansión de la rentabilidad** (hasta un mg. EBITDA ajustado récord del 17,8%) **se explica por factores estructurales** como el mayor apalancamiento operativo, la mejora en eficiencia de costes, la integración de CIES y un mix de negocio más orientado a servicios de alto valor añadido. Asimismo, el refuerzo de la estructura operativa realizado en ejercicios anteriores comienza a diluirse con el crecimiento del volumen, permitiendo capturar eficiencias.

**De cara a 2026–2028**, la compañía confía en la **sostenibilidad de estos niveles de rentabilidad**, apoyada en el hecho de que gran parte de las inversiones necesarias para el crecimiento ya han sido acometidas. Esto debería permitir **absorber el incremento de ingresos sin un crecimiento equivalente de la estructura de costes**, reforzando el apalancamiento operativo. Adicionalmente, la mejora continua de procesos, la aplicación de nuevas tecnologías (incluyendo IA) y los incrementos de productividad asociados actuarán como palancas adicionales.

## 4. Valoración y recomendación

Tras actualizar nuestras estimaciones para Seresco, hemos revisado la valoración de la compañía utilizando el método de Descuento de Flujos de Caja (DFC). Para el cálculo hemos empleado una tasa de **coste medio ponderado de capital (WACC) del 9,7%** y una **tasa de crecimiento a perpetuidad (g) del 2,0%**. El resultado de nuestro análisis arroja un Valor Empresa (VE) de 97,6 mln eur. El valor residual obtenido es consistente con un **múltiplo de salida EV/EBITDA en 2028 de 8,1x**, múltiplo que consideramos razonable en el contexto actual del sector. El **valor teórico de los recursos propios** resultante asciende a **84,3 mln eur o 9,50 €/acción** sobre 8,9 millones de títulos efectivos ajustados a la autocartera, lo que implica un **potencial del 51%** sobre la cotización actual. Reiteramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR**.

Cuadro 5. Valoración

	2026e	2027e	2028e	VR
<b>EBIT</b>	<b>8,7</b>	<b>10,4</b>	<b>11,8</b>	<b>12,0</b>
Tasa impositiva	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBIT (1-t)	6,5	7,8	8,8	9,0
Amortización	2,1	2,3	2,6	2,2
Inversión en activo circulante	0,2	1,1	-0,4	0,0
Inversión en inmovilizado	-6,6	-6,9	-7,2	-2,2
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>9,0</b>
<b>VNA flujos explícitos 26-28e</b>	<b>9%</b>	<b>8,6</b>		
<b>VNA residual</b>	<b>91%</b>	<b>89,0</b>		
<b>Valor Empresa (VE)</b>		<b>97,6 M€</b>		
Deuda Financiera Neta dic25e		-11,4		
Participación de socios minoritarios		-1,9		
<b>Valor teórico de los recursos propios</b>		<b>84,3 M€</b>		
Nº de acciones ajustadas (Mn)		8,9		
<b>Precio Objetivo R4e</b>		<b>9,50 €/acc</b>		
Precio actual		6,30		
<b>Potencial de revalorización (%)</b>		<b>50,7%</b>		

Fuente: estimaciones Renta 4

La compañía representa una de las historias de crecimiento más atractivas del BME Growth, al combinar un modelo de negocio rentable y escalable con una valoración que, en nuestra opinión, no refleja su verdadero potencial. **Los múltiplos de cotización actuales reflejan una valoración considerablemente baja** que, en nuestra opinión, no se corresponde con la solidez de sus fundamentales ni con sus perspectivas de crecimiento. A precios actuales, **la compañía cotiza a unos multiplicadores EV/EBITDA 2026e de 6,3x, EV/EBIT de 7,9x y un P/E 2026e de 9,9x**.

Cuadro 6. Múltiplos según cotización actual (6,20 €/acc)

	2026e	2027e	2028e
VE/Ventas	1,1x	0,9x	0,8x
VE/EBITDA	6,3x	5,4x	4,8x
VE/EBIT	7,9x	6,6x	5,8x
P/E	9,9x	8,1x	7,1x

Fuente: estimaciones Renta 4

A precios actuales, Seresco cotiza con un **descuento significativo respecto a sus comparables**. En términos de **EV/EBIT**, la compañía presenta múltiplos de 7,9x para 2026e y 6,6x para 2027e, frente a un promedio total del grupo de comparables de 9,2x y 7,8x respectivamente, lo que implica un **descuento del 14,3% y el 15,6%**. La brecha es aún más pronunciada en términos de PER, donde Seresco cotiza a 9,9x y 8,1x para 2026e y 2027e frente a 13,2x y 10,9x del grupo, representando un **descuento del 24,8% y el 25,4%**.

Este descuento resulta llamativo si se tiene en cuenta que Seresco presenta **márgenes y crecimientos superiores al promedio** del grupo de comparables nacionales (menor rentabilidad y alto crecimiento), y similares con los de los pares internacionales (elevada rentabilidad pero menor crecimiento), lo que refleja una **calidad operativa que el mercado no está reconociendo en precio**.

Cuadro 7. Comparables

Compañía	País	Market Cap. (Mln eur)	Mg. EBIT (%)		Crec. TACC EBIT (%)	VE/EBIT (x)		PER (x)		Recomendación Consenso
			2026e	2027e		2026e	2027e	2026e	2027e	
EPAM Systems	EE.UU.	6.012	15,5%	15,8%	8,8%	6,1x	5,2x	10,3x	9,4x	Sobreponderar
Globant SA	Argentina	1.856	14,5%	14,9%	2,3%	6,2x	5,4x	8,1x	7,5x	Sobreponderar
Reply S.p.A.	Italia	3.634	15,0%	15,2%	4,8%	7,9x	7,4x	13,2x	12,3x	Sobreponderar
Sopra	Francia	2.823	9,6%	9,9%	4,6%	6,3x	6,0x	8,0x	7,3x	Sobreponderar
Nagarro SE	Alemania	633	11,6%	12,2%	12,7%	7,0x	6,4x	9,2x	8,0x	Sobreponderar
Knowmad Mood	España	225	6,7%	8,1%	31,5%	13,7x	11,6x	16,2x	12,8x	Sobreponderar
Izertis SA	España	316	9,6%	10,2%	23,9%	16,8x	12,4x	27,1x	18,8x	Sobreponderar
<b>Promedio</b>			<b>11,8%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,6%</b>	<b>9,2x</b>	<b>7,8x</b>	<b>13,2x</b>	<b>10,9x</b>	
<b>Seresco</b>	<b>España</b>	<b>57</b>	<b>13,6%</b>	<b>13,8%</b>	<b>19,9%</b>	<b>7,9x</b>	<b>6,6x</b>	<b>9,9x</b>	<b>8,1x</b>	
<b>Descuento vs promedio total</b>						<b>-14,3%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>-24,8%</b>	<b>-25,4%</b>	
<b>Seresco (múltiplos implícitos valoración DCF)</b>						<b>11,2x</b>	<b>9,4x</b>	<b>14,6x</b>	<b>12,0x</b>	
<b>Descuento vs promedio total</b>						<b>22,5%</b>	<b>20,6%</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,5%</b>	

Fuente: estimaciones Renta 4

Bajo nuestra valoración DCF, **los múltiplos implícitos del precio objetivo** (11,2x EV/EBIT 2026e y 14,6x PER 2026e) seguirían siendo atractivos en base a los fundamentales, lo que dota a nuestra tesis de un **margen de seguridad adicional**: incluso alcanzando el precio objetivo (+51% de potencial), Seresco no estaría cara en términos relativos, teniendo en cuenta su perfil de crecimiento y rentabilidad.

Cuadro 8. Múltiplos implícitos según valoración R4 (9,50 €/acc)

	2026e	2027e	2028e
VE/Ventas	1,5x	1,3x	1,1x
VE/EBITDA	9,0x	7,7x	6,8x
VE/EBIT	11,2x	9,4x	8,3x
P/E	14,6x	12,0x	10,6x

Fuente: estimaciones Renta 4

En definitiva, Seresco ofrece una combinación poco frecuente en el universo de pequeñas y medianas compañías tecnológicas cotizadas: un modelo de negocio rentable y recurrente, con márgenes operativos por encima de sus comparables, un plan estratégico ambicioso pero creíble, y una valoración que descuenta implícitamente un **escenario excesivamente pesimista**. A precios actuales, el mercado no está poniendo en valor ni la calidad del negocio ni el potencial de crecimiento del nuevo ciclo 2026–2028.

## 5. Conclusión: Calidad a un Precio difícil de justificar

Nuestra visión positiva sobre Seresco se fundamenta en una combinación de tres factores clave: 1) la calidad intrínseca de su modelo de negocio, 2) un posicionamiento estratégico resiliente ante los cambios tecnológicos y 3) una valoración atractiva.

**Un modelo de negocio de alta calidad.** Seresco ha demostrado históricamente una disciplina financiera notable, priorizando la rentabilidad y la generación de caja sobre el crecimiento a cualquier precio. Esta filosofía se traduce en **márgenes superiores a los de sus competidores**, reflejo de un modelo de negocio estructuralmente más eficiente. Esta rentabilidad diferencial no descansa únicamente en una división, sino en un ecosistema de negocio con múltiples fortalezas que se refuerzan mutuamente: **1) Barreras de entrada especialmente sólidas en el negocio de Nómina y RRHH:** con un *churn* inferior al 2%, contratos indexados a la inflación y una **complejidad regulatoria creciente** que eleva los costes de cambio para el cliente, la compañía disfruta de una base de ingresos recurrentes de alta previsibilidad. **2) Un posicionamiento privilegiado en segmentos de alto crecimiento estructural:** la división de Infraestructuras y Ciberseguridad opera en un mercado donde la protección del dato y el cumplimiento normativo son prioridades no discrecionales para las organizaciones, lo que se traduce en una demanda resiliente y con visibilidad a largo plazo y **3) un potente motor de venta cruzada:** las divisiones de Desarrollo de Software y Gestión Empresarial actúan como puertas de entrada al ecosistema Seresco, generando oportunidades de *upselling* hacia servicios de mayor valor añadido sobre una base de más de 3.000 clientes activos, lo que incrementa el ticket medio y refuerza la fidelización.

**La IA como oportunidad, no como amenaza.** En un entorno en el que el mercado penaliza indiscriminadamente a las compañías de software ante el temor a la **disrupción tecnológica derivada de la Inteligencia Artificial**, consideramos que el caso de Seresco es precisamente el contrario: la IA representa una oportunidad, no una amenaza. El modelo de negocio de la compañía, centrado en la **gestión de procesos críticos** como la nómina, la ciberseguridad o la transformación digital, no es susceptible de desintermediación, sino de enriquecimiento. La creciente adopción de herramientas de IA generativa incrementará la demanda de socios tecnológicos de confianza capaces de **integrarlas en entornos regulados y complejos**, precisamente el nicho en el que Seresco opera con ventaja competitiva. Lejos de erosionar su propuesta de valor, la IA refuerza el papel de la compañía como proveedor de servicios de alto valor añadido, mejora su apalancamiento operativo a través de ganancias de eficiencia interna, y amplía el perímetro de soluciones que puede ofrecer a su base clientes.

**Múltiplos deprimidos y un elevado margen de seguridad.** Es importante, no obstante, contextualizar las caídas que está experimentando el sector. La **corrección generalizada** en las valoraciones del software responde en gran medida a un **ajuste tras años de expansión de múltiplos** que, en muchos casos, habían alcanzado **niveles difícilmente justificables**: compañías cotizando a 30x-50x EV/EBITDA sobre la base de expectativas de crecimiento que la irrupción de la IA ha puesto en entredicho. Cuando el mercado revisa estructuralmente a la baja las tasas de crecimiento implícitas de largo plazo de un sector, **la contracción de múltiplos es la consecuencia directa e inevitable**. Sin embargo, este mecanismo no aplica a Seresco: la compañía nunca ha cotizado a múltiplos exigentes (actualmente lo hace a 6,6x EV/EBIT 2027e, con un importante descuento frente a sus comparables), por lo que **no existe una burbuja de valoración que corregir**. La caída del sector arrastra a Seresco por correlación, no por fundamentales, lo que genera, a nuestro juicio, una oportunidad de entrada en un negocio de calidad a un precio que ya era atractivo antes de la corrección.

## Cifras Clave

PYG (mln eur)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 25/28e
<b>Ingresos totales</b>	<b>43,2</b>	<b>54,0</b>	<b>57,2</b>	<b>64,0</b>	<b>75,5</b>	<b>87,1</b>	<b>15,1%</b>
Coste de ventas	-6,7	-8,2	-4,8	-7,7	-9,1	-10,6	30,6%
<b>Margen Bruto</b>	<b>35,9</b>	<b>45,7</b>	<b>52,0</b>	<b>56,0</b>	<b>66,0</b>	<b>76,2</b>	<b>13,6%</b>
Gastos operativos	-30,8	-36,8	-41,7	-45,1	-53,3	-61,8	14,1%
<b>EBITDA</b>	<b>4,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>	<b>12,7</b>	<b>14,4</b>	<b>13,2%</b>
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>4,6</b>	<b>8,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>	<b>12,7</b>	<b>14,4</b>	<b>13,2%</b>
Amortizaciones	-1,3	-2,2	-2,7	-2,1	-2,3	-2,6	-0,5%
<b>EBIT</b>	<b>3,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,4</b>	<b>11,8</b>	<b>17,5%</b>
Resultado financiero	-0,3	-0,5	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	4,2%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
<b>BAI</b>	<b>3,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,7</b>	<b>19,2%</b>
Impuestos sobre beneficios	-0,8	-1,0	-2,3	-1,9	-2,4	-2,7	5,0%
Minoritarios	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	20,8%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
<b>B° Neto</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>26,1%</b>

Márgenes y crecimiento (%)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Crec. Ventas	25,1%	25,0%	5,8%	12,0%	17,9%	15,4%
Margen Bruto	83,1%	84,6%	91,0%	87,5%	87,5%	87,5%
Crec. EBITDA	26,0%	86,9%	14,5%	9,6%	16,9%	13,4%
Margen EBITDA	10,7%	16,0%	17,3%	17,0%	16,8%	16,5%
Crec. EBITDA ajustado	26,0%	86,9%	14,5%	9,6%	16,9%	13,4%
Margen EBITDA ajustado	10,7%	16,0%	17,3%	17,0%	16,8%	16,5%
Crec. EBIT	23,2%	94,1%	13,1%	20,2%	19,7%	12,9%
Margen EBIT	7,6%	11,8%	12,7%	13,6%	13,8%	13,5%
Crec. BPA	9,9%	115,0%	-4,8%	45,7%	21,7%	13,8%

Balance (mln eur)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado material	2,1	1,7	2,1	5,2	8,4	11,6
Inmovilizado inmaterial	8,4	11,5	12,2	12,2	12,2	12,2
Inmovilizado financiero	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Otro activo fijo	0,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Clientes	16,0	19,4	18,4	21,0	20,7	22,0
Otro activo circulante	1,3	1,1	3,5	4,1	4,4	4,7
Tesorería y equivalentes	4,0	5,2	9,7	14,0	20,3	25,5
<b>Total activo</b>	<b>32,3</b>	<b>40,1</b>	<b>46,9</b>	<b>57,7</b>	<b>67,1</b>	<b>77,0</b>
Recursos propios	7,0	10,0	13,0	18,1	24,3	31,2
Minoritarios	0,5	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4
Deuda financiera a largo plazo	4,8	6,8	13,0	12,4	14,6	16,7
Otros pasivos a largo plazo	0,0	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Deuda financiera a corto plazo	6,8	10,7	8,0	10,7	10,7	10,7
Proveedores	9,8	8,7	9,7	13,1	14,2	14,9
Otros pasivos a corto plazo	3,2	3,5	2,2	2,2	2,2	2,2
<b>Total pasivo</b>	<b>32,3</b>	<b>40,1</b>	<b>46,9</b>	<b>57,7</b>	<b>67,1</b>	<b>77,0</b>

Principales ratios	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nº acciones (mln)	9,6	9,6	9,1	9,0	9,0	9,0
Precio (eur)	4,50	4,36	6,65	6,30	6,30	6,30
BPA (eur/acción)	0,21	0,46	0,44	0,64	0,78	0,88
DPA (eur/acción)	0,04	0,06	0,07	0,07	0,10	0,12
Payout (%)	20,1%	29,6%	14,8%	15,1%	15,0%	15,0%
Rentabilidad por dividendo (%)	0,9%	1,5%	1,0%	1,0%	1,5%	1,8%
VE/ Ventas (x)	1,2	0,9	1,2	1,0	0,9	0,7
VE/ EBITDA (x)	11,0	5,7	7,3	6,3	5,5	4,8
VE/ EBIT (x)	15,4	7,7	9,4	7,4	6,2	5,5
PER (x)	21,0	9,5	15,2	9,9	8,1	7,1
ROCE (%)	22,5%	28,7%	29,9%	32,1%	35,7%	35,5%
ROE (%)	29,2%	44,1%	30,7%	31,8%	28,9%	25,6%
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	7,6	12,3	11,3	9,0	4,9	1,9
Deuda neta / EBITDA (x)	1,6	1,4	1,1	0,8	0,4	0,1
Cobertura de intereses (x)	10,2	12,7	8,1	9,5	10,8	11,6
Capex / ventas (%)	14,1%	9,2%	6,5%	8,3%	7,3%	6,6%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
<b>EBIT</b>	<b>3,3</b>	<b>6,4</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>10,4</b>	<b>11,8</b>
Amortización de inmovilizado	1,3	2,2	2,7	2,1	2,3	2,6
Variación fondo de maniobra	-0,8	-4,2	-1,7	0,2	1,1	-0,9
Resultado financiero	-0,3	-0,5	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
Impuestos	-0,8	-1,0	-2,3	-1,9	-2,4	-2,7
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>5,0</b>	<b>8,2</b>	<b>10,5</b>	<b>9,8</b>
Inversiones netas en activo mat e inmat.	-6,1	-5,0	-3,7	-5,3	-5,5	-5,7
Otras inversiones	0,3	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>
Dividendos (sociedad dominante)	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9	-1,1
Otros movimientos de FF.PP.	0,3	-1,8	-0,4	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,3	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cambio en deuda neta</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>1,0</b>	<b>2,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>
<b>Deuda neta (+) / caja neta (-)</b>	<b>7,6</b>	<b>12,3</b>	<b>11,3</b>	<b>9,0</b>	<b>4,9</b>	<b>1,9</b>

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## DISCLAIMER

### 1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

### 2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Felix (Analistas)

El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante "el Grupo") realice o reciba.

### 3. Información importante

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el departamento de Análisis de Renta 4 Banco con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso.

Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Las entidades del Grupo no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores.

De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Los empleados del Grupo pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

### 4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.
- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.
- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés [https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid\\_conflictos.pdf](https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf), ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science

- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ RENTA 4 es comercializador de las siguientes emisiones: CAF, GAM, AMPER, ELECNOR, GREENERGY, IZERTIS, ACCIONA, ENDESA, ECOENER, TUBACEX, FCC, ENCE, TALGO, TÉCNICAS REUNIDAS.
- ✓ RENTA 4 es agente de pagos de las siguientes emisiones: IZERTIS, AMPER
- ✓ Asimismo, tiene contratos de análisis patrocinado con AMPER, AZKOYEN, DIA, EBRO EV MOTORS, GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, GREENING, IFLEX, INDEXA CAPITAL, INMOBILIARIA DEL SUR, NATAC NATURAL INGREDIENTS, NEXTIL, SERESCO y SQUIRREL MEDIA, servicios por los que cobra honorarios.
- ✓ Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con: CLÍNICA BAVIERA, GRUPO ECOENER, CASTELLANA PROPERTIES, ELECNOR, IZERTIS, LLORENTE Y CUENCA, MILLENIUM HOTELS, UNICAJA, SERESCO E INVERSA PRIME SOCIMI.
- ✓ Renta 4 Banco es asesor registrado de: CASTELLANA PROPERTIES, IZERTIS, LLORENTE Y CUENCA, MILLENIUM HOTELS, INVERSA PRIME SOCIMI Y GIGAS HOSTING.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

## 5. Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponderar, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/reanalisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.