

Inicio de Cobertura

21 October 2019

Buy

from

Share price: EUR 17.20

closing price as of 18/10/2019

Target price: EUR 24.00

Upside/Downside Potential 39.5%

Reuters/Bloomberg TR1.MC/TR1 SM

Market capitalisation (EURm) 17

Current N° of shares (m) 1

Free float 39%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 0

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 0.00

Price high/low 12 months 18.30 / 17.10

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) -4.44/0.00/0.58

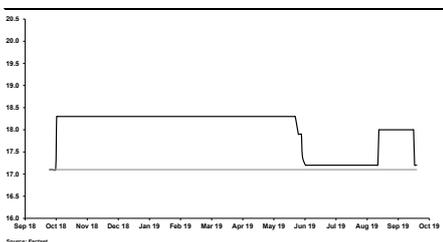
Key financials (EUR)

	12/18	12/19e	12/20e
Sales (m)	11	11	13
EBITDA (m)	1	1	2
EBITDA margin	11.5%	13.7%	15.9%
EBIT (m)	1	1	2
EBIT margin	8.8%	10.8%	13.1%
Net Profit (adj.)(m)	1	1	1
ROCE	23.1%	29.0%	32.9%
Net debt/(cash) (m)	(0)	(0)	(0)
Net Debt Equity	0.0	-0.1	0.0
Net Debt/EBITDA	-0.1	-0.2	0.0
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	42.7	29.1	101.3
EV/Sales	1.7	1.6	1.3
EV/EBITDA	14.6	11.5	8.3
EV/EBITDA (adj.)	15.0	11.5	8.3
EV/EBIT	19.0	14.5	10.1
P/E (adj.)	19.7	19.3	12.8
P/BV	6.2	5.0	4.2
Op/FCF yield	2.1%	5.1%	2.5%
Dividend yield	3.6%	4.0%	3.9%
EPS (adj.)	0.93	0.89	1.34
BVPS	2.97	3.43	4.10
DPS	0.62	0.69	0.67

La rentabilidad está en la adaptación al cliente

Tier1 es un grupo fundado en 2002, con directivos con más de 25 años de experiencia en el sector de las TIC. El Grupo se centra en la prestación de servicios informáticos desarrollando e implantando soluciones propias innovadoras en el ámbito de las TIC que permitan la mejora de los procesos a los clientes, que incluyen una amplia diversidad de empresas. También realiza el despliegue y mantenimiento de infraestructuras informáticas.

- ✓ Actualmente las actividades de la empresa se pueden clasificar en dos categorías: a) un grupo de actividades ya muy consolidadas y con un amplio track record en el área de las TIC y b) una innovadora solución llamada comerzzia, desarrollada in house, diseñada para el desarrollo del comercio unificado on-line y off-line en cualquier tipo de empresa comercial, desde un solo establecimiento a una cadena de distribución.
- ✓ Un papel clave en el reto de la transformación del sector retail desde una actividad off-line a una auténtica combinación digital y física, que es el verdadero éxito de cualquier retailer con vocación de permanencia.
- ✓ La rentabilidad ya es una realidad: El Grupo generó ingresos de casi 11 mEUR, Ebitda de 1,3 mEUR y un beneficio neto de casi 1 millón de euros en 2018. De esos ingresos las actividades consolidadas generaron 8,58 millones de euros.
- ✓ Las actividades consolidadas incluyen: a) Soluciones de Software, con producto propio, licencias de uso y mantenimiento, b) Implantaciones de productos informáticos c) despliegue y mantenimiento de infraestructuras TIC, en proyectos llave en mano y contratos plurianuales y d) otras actividades TIC complementando servicios sobre aplicaciones propias (SAAS, Praas, CAUs).
- ✓ Los productos propios, que llevan funcionando entre 2 y 10 años en el mercado, incluyen Atractor ERP para la planificación y gestión de una entidad, SecurInvoice de facturación electrónica, Lustrum para gestión de incidencias todo ello en Engage, una solución en plataforma web, que incluye entre otras funcionalidades un canal de comunicación e intercambio entre entidades con una ventanilla única para la gestión de proveedores.
- ✓ Los clientes son tanto privados como públicos, sin una concentración de riesgo importante y abarcan grandes nombres en la distribución alimentaria, cooperativas, cadenas de moda, entre otros, sobre todo en Andalucía.
- ✓ Los productos en expansión generaron ingresos de 2,3 mEUR en 2018 con elevados márgenes al tratarse de venta de licencias. La plataforma comerzzia, fue la única solución española para el sector retail, reconocida por los especialistas Gartner en 2016 y en 2018, que en dicho año también colocó el software en el puesto 12 a nivel general. En 2019 crecen a ritmos del 20%.
- ✓ La visibilidad que le proporciona el negocio tradicional y la sólida posición financiera permite a la empresa mantener un Pay Out del 50%.
- ✓ Hemos realizado la valoración del Grupo tecnológico Tier1 por medio del método de descuento de los cash flow libres generados por sus dos grupos de actividades principales: a) las actividades consolidadas y maduras del Grupo y b) el desarrollo comercial de la plataforma de gestión omnicanal Comerzzia.



Source: Factset

— TIER 1 TECHNOLOGY — MAB (Rebased)

Produced by:



For important disclosure information, please refer to the disclaimer page of this report.

All ESN research is available on Bloomberg, "ESNR", Thomson-Reuters, S&P Capital IQ, FactSet

Distributed by the Members of ESN (see last page of this report)

CONTENTS

Investment Case: un operador de IT especializado	3
Tier1: servicios especializados y flexibles de IT	4
Líneas de negocio con diferentes dinámicas	4
Software propio, eficiente, ágil y flexible	5
Infraestructuras TIC	5
comerzzia: la pieza clave para el crecimiento del Grupo	6
Una estrategia focalizada en el crecimiento	7
Una base de clientes amplia y con peso sobre ventas diversificado...	8
...e igualmente diversidad de proveedores	8
En retail no sólo cuenta la digitalización sino la integración multicanal	9
En la distribución, la pequeña y mediana empresa sigue siendo clave	9
La gestión de circulante como clave financiera	10
Estimaciones: dos perfiles de crecimiento diferenciados	12
Principales hipótesis para las estimaciones en la actividad consolidada	13
Principales hipótesis para la actividad de fuerte crecimiento	13
Situación financiera saneada, generando CF y dividendo	14
Valoración: DCF diferenciado en los dos negocios	15
Valoración del Grupo por DCF	15
Valoración del negocio consolidado	17
Valoración del negocio en expansión	19
¿Cuánto valdría el negocio de Tier1 como vendor e implantador de comerzzia?	20
Análisis de comparables y valoración por múltiplos	22

Investment Case: un operador de IT especializado

Si la gran mayoría de los **negocios off-line están afectados por la aceleración del proceso de digitalización, la industria del IT está en medio de ese proceso** tanto por la necesidad de ofrecer los productos necesarios a sus clientes, como porque tiene que adaptar sus procesos propios. Inteligencia Artificial, App's inteligentes, Conversational Platforms, Event-driven Models, Blockchain y la proliferación de SaaS y del uso de Cloud to the Edge, son **tendencias o herramientas digitales que tienen que ya están en uso en el nivel de grandes corporaciones, pero que se deben extender a empresas de medio y pequeño tamaño, el medio natural de Tier1.**

Tier1 ofrece **productos de gestión empresarial y para la estrategia de expansión internacional de las empresas medianas y pequeñas**, aportando soluciones especializadas para la gestión avanzada de la tesorería, la planificación y el reporting fiscal entre otros.

La línea de negocio implantada desde hace dos años alrededor de nuevos productos como comerzzia, se encuadra precisamente es ese nuevo espacio, la digitalización del negocio del retail. Está claro que grandes empresas como Inditex, ya tienen su propia solución de integración de ventas físicas y ventas on-line. Sin embargo, pequeñas y medianas empresas del sector retail que necesitan para subsistir, ampliar el alcance de su estrategia de venta en red y en el mercado internacional, pueden apalancarse en productos especializados pero escalables como comerzzia.

Tier1 es una empresa de IT que pone en valor la proximidad con el cliente, lo que contrasta con otras estrategias del sector que se basan en el coste y utilizan el offshoring, que no es otra cosa que lo contrario que la cercanía al cliente. Es decir en la elección entre servicio o coste, pensamos que Tier1 se focaliza en los clientes que prefieren lo primero.

Esta característica, junto con la expansión de los nuevos productos, que se apalancan en buena parte en la estructura de costes actual, se traduce en unos **márgenes superiores a la media** que seguirán creciendo. En Ebitda y Ebit, el margen sobre ventas de Tier1 se sitúa en 11/12% y 8/10%, ya en la banda alta del sector, pero además esperamos que suban a medida que el peso de las nuevas actividades aumente significativamente, hasta niveles del >20% y >18% respectivamente en dos o tres años, en línea con empresas más focalizadas en implantación de soluciones propias.

Tier1 tiene una sólida situación financiera, con posición de caja neta de tesorería tanto en 2017 como en 2018. Dado el bajo nivel de inversiones al ser una empresa de servicios, esperamos que la situación financiera siga manteniéndose con una baja deuda. Además buena parte de los recursos son sin coste, ya que la I+D está apoyada por programas de financiación pública con coste por debajo del mercado.

Como empresa pura de IT, el balance de Tier1 se caracteriza por el **elevado peso del circulante, y en especial por el saldo de clientes**, y por la importancia de los **activos inmateriales (principalmente programas informáticos)**. Por ello, tanto en las estimaciones como en la valoración, es clave que se mantengan los parámetros de periodo de cobro.

Tier1 se puede apoyar el crecimiento en adquisiciones de empresas con algún producto propio, complementario con los de Tier1 y que cumplan con algunos requisitos de tamaño, rentabilidad y encaje estratégico que analizamos más adelante.

Al ser un grupo con una base de negocio consolidado e importante y una situación financiera muy saneada, la política de dividendo puede convivir con la expansión de los nuevos productos y con una cierta política de adquisiciones. **La empresa mantiene un dividendo equivalente al 50% del beneficio generado** y en principio dicho objetivo sigue vigente.

Tier1: servicios especializados y flexibles de IT

Tier1 es un Grupo empresarial con sede en Sevilla y fundado en 2002, cuya actividad es la prestación de servicios informáticos, principalmente el desarrollo, construcción e implantación de software propio y el despliegue y mantenimiento de infraestructuras de Tecnología de la Información.

La empresa desarrolla su actividad en 15 países, a través de 9 oficinas en España, una en Miami y una en Colombia, con unos 160 empleados, más de 1000 clientes y obtiene una facturación de casi 11 mEUR y capitaliza unos 18 mEUR. De esos ingresos, unos 3 mEUR son actualmente recurrentes.

La cabecera del grupo es Tier1 que desarrolla las actividades consolidadas de desarrollo, implantación y soporte de software y el despliegue y mantenimiento de infraestructuras TI. Tier1 tiene dos filiales al 90%: Tier7 que realiza una actividad similar en Canarias y Comerzzia que se centra en el desarrollo y ventas de licencias de un nuevo software especializado en la gestión integrada de la presencia multicanal de empresas del sector retail. Comerzzia tiene un 10% de Tier7. El restante 10% de Comerzzia está en manos del implantador de software Seidor. Comerzzia tiene un 51% de ASG (Aplicaciones y Sistemas de Gestión, que también desarrolla e implanta software para el sector mayorista y que fue adquirida en 2017.

Al ser una empresa de servicios de IT, el activo principal son los empleados, y de los 160, un 41% son graduados, principalmente ingenieros, un 53% técnicos y un 6% otros. La edad media es de 36,5 años y la antigüedad media de 5,5 años con un 25% con más de 10 años de antigüedad.

La estrategia se basa en los siguientes criterios: a) inversión en producto propio, b) eficiencia, c) focalización sectorial (>60% clientes en el sector retail), d) fuerza de ventas propias y acuerdos con partners, e) crecimiento mixto orgánico y adquisiciones y f) mantenimiento de una sólida solvencia financiera.

Líneas de negocio con diferentes dinámicas

La empresa diferencia su actividad en dos grupos en función del momento de desarrollo en el que se encuentran.

Dentro de las actividades que ya están consolidadas y sólidamente posicionadas en el mercado, incluimos:

- a) Construcción e implantación de software. Tier1 construye soluciones informáticas para procesos empresariales, tales como compras, ventas, finanzas, logística, gestión de activos y otros. Estas soluciones informáticas se programan utilizando los más modernos lenguajes y herramientas tecnológicas. Asimismo, Tier1 implanta, con medios propios, estas soluciones en sus clientes.
- b) Despliegue y mantenimiento de infraestructuras TIC. Tier1 ofrece soluciones llave en mano en Infraestructuras de Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC). Engloba productos de hardware, software, telecomunicaciones, automatización y comunicación de negocios y servicios de TI. Además de desplegar las soluciones las mantiene, tanto de manera remota como in situ, ofertando servicios con cobertura 24 horas los 365 días al año.

La actividad emergente engloba la implantación de productos que aún están en fase de aumentar la penetración en el mercado y por tanto su éxito y expansión comercial, presenta un nivel de incertidumbre mayor que el de las actividades consolidadas.

En este segmento de negocio destaca la plataforma para el comercio “comerzzia”. Comerzzia Tecnologías Específicas para el Comercio, S.L. fue constituida en 2010 y es propietaria del producto denominado “comerzzia”. El software comerzzia es una plataforma unificada y modular para el comercio que permite a los retailers (cadena de tiendas)

optimizar las experiencias de compra de sus clientes a través de los diferentes puntos de venta, físicos y on line, lo que debe posibilitar aumentos de ventas. El posicionamiento estratégico de comerzzia reside en sus avanzadas capacidades para la gestión bajo el concepto de la omnicanalidad, donde la información sobre los clientes, las ventas o el stock es fácilmente accesible desde cualquier punto de la organización donde sea necesario.

El software comerzzia satisface las necesidades de servicios informáticos surgidas del desarrollo de nuevas formas de comercio (internet y dispositivos móviles) y de su precisa integración con las tradicionales formas de comercio en tiendas.

El vehículo de expansión de comerzzia es a través de acuerdos con implantadores de software como IBM, Seidor o la propia Tier1. La empresa tiene un acuerdo preferencial con Seidor, que además se ha reforzado con una participación del 10% de Seidor en comerzzia.

Frente a otras plataformas tecnológicas comparables, comerzzia ha sido identificada por la consultora de referencia en el sector tecnológico, Gartner, como una de las mejores soluciones disponibles en el mercado para satisfacer las necesidades del comercio unificado. Entre 12 a nivel mundial (siete son norteamericanas, dos francesas, una inglesa, una india).

Software propio, eficiente, ágil y flexible

Como constructor de software, Tier1 se centra en desarrollar productos flexibles a las necesidades de los clientes. Entre las soluciones propias, las que más destacan son: Atractor, Engage, Lustrum y Securinvoice.

- **Atractor:** es un software (cliente-servidor) de gestión empresarial centrado en la gestión y control integrado de la empresa. El producto es modulable, por lo que se puede ir implantando en logística, contabilidad, recursos humanos, ventas, márketing, etc.
- **Engage:** Plataforma web, que aporta un canal unificado de comunicación e intercambio de información con los proveedores. Puede incluir el proceso de homologación, licitación, contratación, facturación, incidencias, relaciones laborales, etc.
- **Lustrum:** Solución para el control y mantenimiento de los activos e infraestructuras industriales, comerciales y tecnológicas distribuidas en varios territorios de empresas, con el fin de maximizar la disponibilidad de los mismos, gestionando las incidencias y minimizando el coste de solucionarlas.
- **Securinvoice:** incluye dos soluciones: a) una para la automatización de los procesos de Suministro Inmediato de Información de los impuestos IVA y IGIC y b) generación de facturación electrónica. En el primer caso la aplicación es integrable en cualquier sistema informático en las instalaciones propias del cliente o en la nube.

Además de estos productos de Tier1, la empresa desarrolla soluciones a medida incluyendo programas satélite, soluciones de movilidad o proyectos de integración.

Infraestructuras TIC

Tier1 ofrece soluciones llave en mano para la instalación y el mantenimiento de infraestructuras informáticas, con el objetivo de aumentar la productividad de sus clientes. Dentro de esta actividad se incluye: a) servicio de Datacenter y cloud, b) comunicaciones y redes de datos, videoconferencia, c) seguridad y auditoría informática, d) Movilidad, teletrabajo, consultoría de trabajo y despliegue y mantenimiento de infraestructuras, incluyendo adecuaciones de CPD, seguridad de acceso, centralitas, etc.

comerzzia: la pieza clave para las expectativas de crecimiento del Grupo

comerzzia es una plataforma para la gestión de cadenas de tiendas (sobre todo en el sector terciario (moda, alimentación, bazar y otras), que permite gestionar y optimizar el proceso de compra de los clientes de la cadena que se hacen a través de los diferentes canales posibles (tableta, móvil, página web, etc) de forma unificada con el objetivo de generar una mayor vinculación con la marca. En definitiva es un acelerador de las ventas.

Los clientes objetivo de comerzzia son empresas con cadenas de tiendas de unos 25 y 500 puntos de venta, con facturación hasta 3.000 mEUR, y con políticas omnicanal y de fidelización.

Una de las características de la plataforma es su modularidad:



Los principales módulos de comerzzia son:

- **Backoffice:** Omnichannel Core, que gestiona de forma centralizada los procesos y utiliza toda la información de los clientes, productos, stocks y ventas de forma sincronizada en todos los puntos de venta. Unifica la política de precios, el surtido, actualización de precios, gestión de mercancías entre tiendas y aprovisionamientos.
- **eCommerce-mCommerce.** Es un módulo para la gestión de la venta a través de Internet (web y dispositivos móviles). El módulo dispone de características como diseño personalizable, posicionamiento SEO, pasarela de pagos on-line, cesta de compra y lista de deseos personalizable, showrooming, contenidos, ventas cruzadas, gestión de stock, etc
- **Punto de Venta (POS)** especializado y personalizable para el sector retail, con generación de ticketing digital, vales, tarjetas regalo e integración con pasarelas de pago.
- **CRM comerzzia Involve,** que es el módulo de fidelización y promoción en las redes sociales de las promociones y experiencia digital, basado en el big data aplicado.

comerzzia aporta valor al cliente a través de una sencilla implementación, aumento de la cesta media de la compra (cross-selling, up-selling), bajo coste de propiedad (el TCO más bajo del mercado), rápida puesta en marcha, gestión de campañas, programas de fidelización, analítica de datos y adaptación fiscal a más de 40 países.

comerzzia ofrece una solución integrada unificando la experiencia del cliente, mientras que en el mercado solo se encuentran soluciones parciales con costes de implantación mayores.

Modelo de negocio y comercialización

Comerzzia vende su producto principalmente a través de una red de partners como Birchman y Seidor, además de la propia Tier 1. La empresa mantiene una relación estrecha y continua con los clientes con reuniones y jornadas en las que se analizan cuestiones propias del sector, lo que unido al conocimiento de los procesos y la tecnología del cliente crea una relación diferencial.

Comerzzia se diferencia dentro de un medio en el que predominan: a) competidores globales y generalistas no exclusivos del sector retail con una oferta global de productos o servicios (Cegid, Oracle, Salesforce...), b) competencia especializada en el sector retail pero de ámbito local, con poca presencia en otros mercados, c) players especializados sólo en comercio electrónico (Magento) y d) grandes jugadores (IBM, Oracle, SAP, Microsoft) con una estrategia comercial directa.

Comerzzia ha destacado en el mercado de aplicaciones para POS para empresas de tamaño medio dentro del estudio que hace el líder mundial de análisis de tecnologías, Gartner. Las razones para haber sido nombrada como mejor plataforma POS en 2018. Las funcionalidades que destaca Gartner son la gestión integrada de inventarios, CRM y jornada laboral, integración de comercio electrónico y redes sociales, buena integración con la gestión de pedidos, capacidad analítica de datos y cuadro de mandos y capacidad de crecimiento fuera del mercado de origen, mayor uso de minoristas no retail, capacidad de crecimiento por el aumento esperado en el gasto de IT de las pymes en un 3-4% en los próximos cinco años.

Los principales competidores de comerzzia son: Aptos, Cegid, Manhattan Associates, Retail Pro Internacional, Enactor, Infor, Mi19 Retail, Microsoft, OneView Commerce, Tata Consultancy Services y Wynd. Casi todas ellas son de EEUU.

Una estrategia focalizada en el crecimiento

El grupo Tier1 tiene su sede central en Sevilla y a nivel nacional cuenta con delegaciones situadas en Madrid, Málaga, Alicante, Jaén, Gran Canaria y Tenerife.

A nivel internacional Tier1 Technology, S.A. y sus sociedades dependientes tiene presencia en Ecuador y en Estados Unidos a través de filiales, y en Colombia de forma directa a través de Comerzzia. Adicionalmente, opera en todos aquellos países en los que sus clientes tienen presencia, como Francia, Portugal, México, China, Perú, Argentina y Emiratos Árabes. La estrategia de Tier1 pasa por:

1. **Más expansión internacional** de sus actividades consolidadas y en el refuerzo del crecimiento de comerzzia. Todo ello en un marco de mejora de la rentabilidad y mantenimiento de una estructura financiera saneada. Para ello se reforzará con recursos dedicados al crecimiento orgánico internacional o a alguna operación corporativa que aporte crecimiento inorgánico. Adicionalmente se continuará buscando apoyos en alianzas comerciales con actores tecnológicos de primer nivel como la que mantiene con Seidor e IBM. La expansión internacional será abordada tanto mediante estructuras propias como mediante acuerdos de colaboración con otros grupos tecnológicos.
2. **Consolidación de volumen y márgenes en las líneas de negocio recurrentes:** Fabricación de soluciones informáticas, implantación de esos productos informáticos y el despliegue y mantenimiento de infraestructuras TIC.
3. **Crecimiento y escalabilidad de su filial Comerzzia.** Hasta la fecha básicamente centrada en clientes nacionales y cuyo desarrollo internacional ya se ha iniciado. Tier1 se apoya para este proyecto en destacadas empresas consultoras y tecnológicas que aportan sus capacidades comerciales y de implantación de herramientas informáticas. Tier1 quiere posicionar a comerzzia como un producto líder a nivel nacional e internacional entre 2021 y 2022, fundamentalmente en Europa y EEUU. Para ello la empresa dedicará recursos a captación e impulso de clientes de referencia en nuevos

mercados, asociaciones corporativas con empresas especializadas en el sector retail y desarrollo de canales de distribución e implementación a nivel nacional e internacional.

4. **Posibles operaciones corporativas para desarrollar crecimiento inorgánico.** Los objetivos tienen que tener bajo o nulo endeudamiento, preferiblemente en beneficios, pero no necesariamente, estructura bien dimensionada, cultura común, negocio relevante (ventas entre 0,3 y 3 mEUR), estructura de propiedad sencilla, preferiblemente con soluciones para el sector retail.

Una base de clientes amplia y con peso sobre ventas diversificado...

Tier1 tiene en su actividad consolidada unos 350 clientes y en los dos últimos años han crecido a una media del 2%. En las actividades en expansión la solución Comerzzia ha multiplicado sus clientes por 3x desde 22 a 60 entre 2016 y 2018. Según los últimos datos los 10 primeros clientes generan el 42% de las ventas, por lo tanto los restantes 340 clientes aportan el 58%. El primer y segundo cliente aportan respectivamente el 15% y 10% de las ventas del Grupo. A pesar de que el sector de la distribución ha atravesado momentos complicados con algunas situaciones de fusiones o reestructuraciones, los impagos y provisiones han sido muy bajos, ya que los servicios que presta Tier1 son necesarios para la continuidad de la actividad.

Los principales clientes de Tier1 son los siguientes:

- Agencia Pública Andaluza de Educación
- Comercial Jesuman
- Dinosol Supermercados
- Indushoes (Marypaz)
- Supersol Spain

...e igualmente diversidad de proveedores

En lo referente a proveedores, con los últimos datos, los 10 primeros proveedores aportaron el 56% de los aprovisionamientos del Grupo. Los cinco principales suministradores del Grupo aportaron el 14%, 7%, 7%, 6% y 5%.

Los principales proveedores publicados por Tier1 son:

- Arrow Enterprise Comput Solutions
- GTI Compañía de Distribución de Software
- Pricer
- Tech Data
- Westcon Group European Operations

En retail no sólo cuenta la digitalización sino la integración multicanal

Como suele pasar en muchas facetas, en retail el sensacionalismo de los medios ha llegado a hacer calar el mensaje de que la actividad tradicional de retail está en medio de una suerte de apocalipsis que lo llevará a su desaparición, ya que el consumidor sólo comprará on-line.

Noticias como que en 2018 cerraron casi 9.000 tiendas en EEUU, incluyendo algunas tan conocidas como Toys 'R' Us, Sear o Macy's, crean mucho impacto pero ocultan que por cada cadena que cierra casi 4 las abren y que el número de nuevas tiendas en 2018 se acercó a 13.000, es decir más de un 40% por encima de los cierres.

Además, muchos de los cierres en EEUU se concentraron en cadenas que tuvieron problemas financieros, ya que casi el 70% de los cierre de tiendas se concentraron en solo 16 compañías. Analizando esos cierres, muchos de ellos tuvieron sus raíces en problemas singulares de las compañías como excesiva expansión, excesiva deuda, falta de inversiones físicas y tecnológicas y modelos de negocio desactualizados.

Pero ese proceso, más que cierre indiscriminado del canal tradicional, hay que llamarlo transformación, más o menos radical del sector. Como en muchos otros sectores la adaptación a las necesidades y oportunidades del cliente es esencial para sobrevivir. El customer journey tiene que ser atractivo, si el retailer quiere mantener el tráfico en sus plataformas. Y este proceso de adaptación es lo que facilita a las empresas medianas y pequeñas las soluciones de Tier1 y en concreto la aplicación comerzzia.

Los datos que apuntan algunos consultores especializados, muestran que **pese a las noticias catastrofistas el retail está sano.** Apuntan a que el 90% de las ventas van a seguir pasando por las tiendas físicas en algún punto del proceso (sea compra, recogida, devolución, prueba, etc) y que las ventas puras in-Store aún representan el 50%. Muchas veces no es posible comprar-vender sin tiendas físicas. Algunas cadenas de supermercados que se han especializado en venta on-line, han transformado sus localizaciones físicas en "dark-store" y/o almacenes. El comercio on-line está creciendo de forma importante, el e-commerce on-desk concentra el 23% de las ventas y los Smartphone ya alcanzan el 24%.

En esta coordinación entre el canal físico y el digital, la aplicación comerzzia aporta una solución que contempla todos los canales, mejorando la experiencia del clientes en sector retail y construyendo una fuerte relación entre el cliente y la marca a través del módulo de fidelización, tal como lo hace Amazon, "prime-rizando" al cliente y también integrando e-commerce and m-commerce. La aplicación integra digital con físico, pero pone el foco en el punto de venta (POS), que hoy en día sigue siendo mayoritariamente la tienda física.

Para las cadenas de retail, lograr la ventaja competitiva de servicio integral, eficaz y cómodo al cliente, integrando todos los canales, es la clave y aumentar la eficiencia operativa también. comerzzia aporta esa solución a la cadena de distribución.

En la distribución, la pequeña y mediana empresa sigue siendo clave

Otro de los mitos ampliamente extendido en distribución, es que las grandes cadenas van absorbiendo el mercado de forma progresiva. Sin embargo la fragmentación del sector retail sigue siendo importante y el papel de empresas de segunda y tercera fila en tamaños, sigue siendo determinante y ahí es donde se encuadra el mercado natural de Tier1.

Aunque las seis primeras cadenas de alimentación acumulan una cuota de mercado del 56% en España, hay que ver la otra cara de la moneda que apunta a que el 44% del mercado no está en ellas. Empresas de supermercados regionales como Consum, Covirán, Unide o Ahorramás, acumulan más del 15%. Y lo sorprendente para algunos es que algunas de estas "segundas" cadenas, son líderes en muchas regiones, ya que la cuota de las grandes está distribuida por todo el país. Más importante aún es la dispersión en otros segmentos de retail como moda, zapatería, complementos o juguetería.

La gestión de circulante como clave financiera

Como empresa de servicios de IT, la clave financiera de Tier1 es la gestión del circulante. Las inversiones en activos fijos son bajas proporcionalmente al tamaño de la empresa y se centran sobre todo en las inversiones intangibles formadas por la capitalización de los desarrollos de soluciones y aplicaciones propios.

Sin embargo el 62% del balance está compuesto por la partida de deudores comerciales y otras cuentas a cobrar, que en 2018 ascendieron a casi el 40% de las ventas y equivalieron a más de 144 días de ventas. Si tomamos exclusivamente las partidas deudoras de clientes excluyendo los anticipos facturados y no ejecutados, en media de 2017 y 2018 y excluimos el impacto del IVA repercutido, el peso de dicha partida asciende al 20-22% de las ventas de 2018 y por lo tanto a unos 80-90 días que es el periodo de cobro que reconoce la empresa.

La partida de proveedores ascendió en 2018 (media 2017-2018) a un equivalente del 16% de las ventas y el 33% del coste de ventas. Si hacemos el mismo ajuste de IVA y restamos las partidas que no son proveedores puros, el periodo de pago es equivalente a 20 días de ventas o 40 días de compras.

De esta forma, para nuestra valoración y estimaciones hemos utilizado como referencia un nivel de circulante equivalente al 20% y lo hemos dejado estable a futuro.

Ventajas diferenciadoras principales: proximidad e I+D propio

Su principal ventaja competitiva estaría compuesta por las alianzas estratégicas con fabricantes y empresas tecnológicas de primer nivel, que complementan su know-how, así como otros recursos de valor añadido que garantizan un óptimo servicio.

También podríamos resaltar los aspectos siguientes:

- Departamento de I+D Propio: Construcción y evolución de productos
- Implantación de Producto Propio: Rápida respuesta a las necesidades de los clientes.
- Soporte Integral IT: Infraestructuras, Despliegue y Mantenimiento.
- Disponibilidad & Proximidad. Cobertura nacional. Asistencia 24/7/365.
- Elevada Fidelización de Clientes: Barrera de Entrada.

Competidores: dos mundos muy diferentes

Al igual que hemos hecho para valorar el grupo Tier1 separado por partes y analizarlo, a la hora de encuadrar las actividades de la empresa en el sector, hay que tener en cuenta estas diferencias.

En el negocio de software especializado de comercia, la comparación incluiría Sage, Navision (comprada por Microsoft), SAP y Oracle (todas ellas más comparables con el módulo Atractor): También Prisma, Mantis, Redmine se compararían con Engage/Lustrum y en el módulo de facturación Securinvoice estaría Edicom y Seres.

En el negocio tradicional y principal de Tier1 de despliegue de infraestructuras de IT, los competidores locales serían Ingenia, IECISA (Informática El Corte Inglés), Sermicro y Wellness Telecom y a nivel global serían Fujitsu, Nunsys y Dimension Data.

Consejo y equipo directivo: sólida experiencia en el sector IT

Un resumen de la trayectoria del Consejo de Administración es la siguiente:

Francisco Javier Rubio Gonzalez: Principal accionista y CEO de Tier1 y Comerzzia desde 2002 y 2010 respectivamente. Programador en el Ejército del Aire (Ministerio de Defensa) y Técnico programador de bases de datos y aplicaciones para grandes sistemas y equipos personales en IBM. Francisco Javier cuenta con 30 años de experiencia en el sector de las tecnologías de la información y desarrollo de software.

Eduardo Fuentesal Ñudi: Director Adjunto de Tier1 y accionista de la Sociedad. Ingeniero Industrial con especialización en Organización de Empresas por la Escuela Superior de Ingenieros de Sevilla. En junio de 2005 es nombrado Director de Operaciones y Control Económico de la sociedad Clever Tecnología.

Juan Luis Villanueva Ruiz-Mateos. Accionista y asesor de Tier1 desde 2013. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Sevilla y Licenciado en Derecho por la Universidad CEU. Master en Economía y Dirección de Empresas por el IESE. Con 37 años de experiencia. Ha pasado por Arthur Andersen, COVAP, Fondo de Capital Riesgo Andalucía 21 en Ahorro Corporación Desarrollo, Grupo Luis Caballero, Grupo M. Polanco y Grupo Mac Puar.

Carmen Baena Sánchez: Ingeniera Industrial (especialidad Organización Industrial) y Diplomada en Alta Dirección con diversa experiencia en dirección. Ha pasado por Clever Global, centro tecnológico IAT, la "Asociación Europea para la Gestión del Valor".

Alfonso Vivancos Arigita: Ingeniero Industrial y MBA por el IE de Madrid. Su trayectoria profesional incluye Storagetek, accionista y consejero delegado en Scalpers Fashion, S.L.

Los principales componentes de la alta dirección son:

Francisco Javier Rubio González, Director General.

Eduardo Fuentesal Ñudi, Director General Adjunto.

Antonio Martín Álvarez, Director I+D+i (20 años de experiencia en arquitectura de software)

Cristina González-Caba Peláez, (Pedagogía), Directora Centro de Servicios desde 2015.

Leandro Gayango García, Director Comercial (Informática), 19 años de experiencia.

María Fedriani Parias, Dtora. Financiera desde 2012 (matemática), 30 años de experiencia.

Estimaciones: dos perfiles de crecimiento diferenciados

En los últimos tres años reportados, los ingresos totales de la compañía han mostrado un fuerte crecimiento del 45%, como resultado de un aumento del 23% de los ingresos de la actividad consolidada y las ventas de productos en “expansión”, multiplicando por más de 4 veces, entre los que está comerzcia con un aumento del 70%.

Nuestras estimaciones están realizadas en base a los dos grupos de negocio diferenciados, en base al número de clientes y a la factura media por cliente. Como se ve, el resultado es una tasa media de crecimiento muy diferente para ambas, con un 25% tacc-2017-25 para las actividades en expansión y del 4% para los negocios consolidados.

TIER1: Earnings estimates

mEUR	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 17-25
Rev.Consolidated Act.	7.5	8.1	8.6	8.1	8.8	9.5	10.0	10.3	10.5	10.7	3.5%
Rev.Expanding Act.	0.00	1.32	2.28	2.73	3.62	4.56	5.75	6.64	7.67	8.86	26.8%
Rev. Adquisition	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	1.2	1.9	2.7	3.0	3.1	44.2%
Total Revenues	7.5	9.5	10.9	10.8	12.9	15.3	17.7	19.7	21.2	22.7	11.6%
Ebitda Consolidated Ac	0.7	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9%
Ebitda Expanding Act.	0.0	0.3	0.2	0.5	1.1	1.5	2.9	3.3	3.8	4.4	42.8%
Ebitda. Adquisition	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	
Ebitda	0.7	1.3	1.2	1.5	2.1	2.6	4.1	4.7	5.4	6.1	21.1%
D&A	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	
% o/sales	-0.9%	-2.4%	-2.6%	-2.9%	-2.8%	-2.6%	-2.1%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	
Ebit	0.7	1.1	1.0	1.2	1.7	2.2	3.7	4.4	5.0	5.6	
Net Income	0.5	1.0	0.8	0.9	1.3	1.8	3.0	3.5	4.0	4.5	20.7%

GVC Gaesco Estimates

Siendo los márgenes también muy diferentes. En el negocio maduro estimamos una convergencia de márgenes hacia el 10,5%, mientras que en las actividades en expansión, al estar basadas en venta de licencias, el apalancamiento operativo juega a favor y se produce un ensanchamiento del margen de forma paralela al crecimiento de los ingresos.

TIER1: margins and profitability

mEUR	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ebitda Margin *	9.6%	13.8%	11.5%	13.7%	15.9%	17.2%	23.2%	24.1%	25.4%	26.7%
Ebitda M. Cons.Acti.	9.6%	12.9%	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
Ebitda M. Expand. Act.		19.4%	9.4%	20.0%	30.0%	33.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Ebitda M. Adq.					0.0%	9.8%	8.9%	12.7%	14.6%	16.0%
Ebit Margin	8.7%	11.5%	8.8%	10.8%	13.1%	14.5%	21.1%	22.2%	23.5%	24.7%
Net Income Margin	6.7%	10.7%	7.4%	8.2%	10.4%	11.5%	16.8%	17.8%	18.9%	20.0%
ROE	23.1%	33.2%	24.9%	26.0%	32.7%	35.5%	46.0%	42.6%	39.2%	36.4%
ROIC	23.2%	31.3%	23.6%	28.6%	32.6%	37.8%	51.3%	54.4%	57.3%	60.3%
FCFYield (RRPP)	3%	6%	4%	5%	3%	7%	11%	17%	21%	24%

GVC Gaesco Estimates. * in 2018, the Ebitda margin excluding the costs of listing was 13%

En la siguiente tabla se ve como los nuevos productos van ganando peso progresivamente. Las actividades en expansión han pasado de aportar un 14% de los ingresos del Grupo a un 21% en 2018, y esperamos que lógicamente sigan creciendo.

TIER1: business mix and contribution

mEUR	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Rev.Consolidated Act.	100%	86%	79%	75%	68%	62%	57%	52%	50%	47%
Rev.Expanding Act.	0%	14%	21%	25%	28%	30%	33%	34%	36%	39%
Rev. Adquisition	0%	0%	0%	0%	4%	8%	11%	14%	14%	14%
Ebitda Consolidated Ac	100%	80%	83%	63%	47%	38%	26%	23%	21%	19%
Ebitda Expanding Act.	0%	20%	17%	37%	53%	57%	70%	70%	71%	73%
Ebitda Adqisition	0%	0%	0%	0%	0%	5%	4%	7%	8%	8%

GVC Gaesco Estimates.

Principales hipótesis para las estimaciones en la actividad consolidada

En la rama de negocio denominada como actividad consolidada, las líneas de negocio más significativas son las siguientes:

- Actividad principal de IT que supusieron en 2018 unos 8,6 mEUR con el siguiente desglose:
 - Mantenimiento e instalaciones de infraestructuras, que suponen aproximadamente el 61% de las ventas de las actividades consolidadas.
 - Ingresos relacionados con las soluciones propias, que incluyen la venta de licencias nuevas, la renovación de las licencias ya contratadas, servicios de implantación, desarrollo y soporte y mantenimiento de dichas soluciones. Estos ingresos suponen aproximadamente el 15% de las ventas de las actividades consolidadas.
 - Suministro de software y hardware que aportan un 10% de las ventas de las actividades consolidadas.
- Adicionalmente fuera de la actividad principal de IT (que forman esas líneas de negocio), Tier1 ejecuta una concesión para la logística de material informático y educativo, asignada por la Junta de Andalucía junto con otras actividades que aportaron en 2017 unos de 1,2 mEUR y que esperamos que crezcan alrededor del 6% de tasa media en los próximos cinco años. Este negocio aportó alrededor de un 14% de todas las ventas de las actividades consolidadas en 2017. Este contrato se ha renovado en Junio 2019 por 18 meses + 18 meses.

Para la evolución de ventas y márgenes operativos nos hemos basado en una evolución del número de clientes y el tamaño de la factura media por cliente, en función de lo que esperamos para el sector, las tendencias de los últimos años y nuestras propias previsiones. En el número de clientes hemos considerado un crecimiento de entre el 0% y el 6% en los próximos 15 años y del 1-3% en el tamaño de contrato (con un retraso en 2019). Otras de las principales hipótesis que hemos utilizado en las estimaciones son:

En el margen hemos estimado una estabilidad a medio plazo en 10-11%, que compara de forma conservadora con el 13% normalizado que se ha obtenido en 2018.

La tasa fiscal operativa la hemos situado en el 20% de forma constante sin tener en cuenta deducciones habituales en este sector (en 2017 la tasa fiscal del grupo fue del 13%).

Principales hipótesis para la actividad de fuerte crecimiento

Dado que la mayor parte del coste de desarrollo ya ha sido realizado y que se consiguen operaciones comerciales con el producto de forma recurrente hasta obtener una facturación de 1,3 mEUR en 2018, no se puede considerar una start-up. Pero sí es una línea de expansión novedosa y por ello tiene fuertes expectativas de crecimiento sobre los niveles de venta actuales y también cierto riesgo de ejecución de las fuertes tasas esperadas de crecimiento futuro. La empresa ha tomado medidas para apoyar el desarrollo comercial de la aplicación.

La nueva actividad centrada en la venta, implantación y mantenimiento de la plataforma tecnológica comerzzia se realizará con comercializadores e implantadores de primer nivel además de la propia Tier1. Entre estas empresas está Seidor, IBM, Price Waterhouse. Los comercializadores reciben una comisión de venta de entre el 20% y el 50%.

Dado el estado emergente de la plataforma comerzzia y ASG, la fortaleza de los partners implantadores y el buen posicionamiento en el sector (Gartner) estimamos que el número de clientes puede pasar de 60 en 2018 a 80 en 2020 y 156 en 2025. El ingreso medio por licencia, que incluye el pago por licencia y el mantenimiento, será creciente, ya que estimamos que el tamaño de clientes que vaya adoptando la solución también será mayor y con más módulos contratados.

Situación financiera saneada, generando CF y dividendo

Una de las características de Tier1 es su práctica ausencia de deuda financiera. La actividad de IT es poco intensiva en capex y la generación de caja es suficiente para financiar las actividades corrientes. Las inversiones en I+D+i son financiadas en muchos casos por ayudas reembolsables concedidas por instituciones públicas, en algunos casos sin coste financiero.

TIER1: Balance-sheet selected item

mEUR	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Equity	2.2	3.0	3.2	3.4	4.1	5.0	6.5	8.2	10.2	12.5
Net Debt	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-0.8	-1.9	-3.4	-5.2
Capital Invertido	2.3	2.8	3.2	3.3	4.2	4.7	5.8	6.4	6.9	7.5
Fixed Assets	0.7	1.1	1.2	1.2	1.6	1.6	2.2	2.4	2.5	2.7
o.w. Intangible Assets	0.4	0.4	0.7	0.7	1.1	1.1	1.5	1.7	1.8	2.0
DN/Ebitda	-0.1x	-0.3x	-0.1x	-0.2x	0.0x	-0.1x	-0.2x	-0.4x	-0.6x	-0.9x
Working Capital	1.5	1.6	2.1	2.1	2.5	3.1	3.6	4.1	4.4	4.8
(o/sales)	20.6%	17.4%	19.1%	19.1%	19.7%	20.2%	20.5%	20.7%	20.9%	21.0%
Recivables	2.6	3.6	4.3	4.3	5.1	6.1	7.0	7.8	8.4	9.0
(o/sales)	34.7%	38.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%
Payables	1.0	2.0	1.8	1.8	2.2	2.6	3.0	3.3	3.6	3.8
(o/sales)	13.2%	21.2%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%

GVC Gaesco Estimates

Incluidas en otras deudas, Tier1 tiene 0,95 mEUR de ayudas reembolsables que son préstamos sin tipo de interés o por debajo del nivel de mercado. Los vencimientos de estas deudas son de aproximadamente 0,1 mEUR al año en los próximos 5 años.

En 2018 las deudas con entidades de crédito ascendieron a poco más de 170.000 euros, en un balance de 7 millones de euros y para un ebitda de 1,3 mEUR. Estas deudas son además disposiciones de crédito que tienen límites de 0,4 mEUR. La empresa cerró 2018 y 2017 con una posición de tesorería de 1,2 mEUR y 1,3 mEUR respectivamente, estando 0,3 mEUR asignados a la función de proveedor de liquidez.

Aparte de los clientes (56% del activo), la partida más importante del activo son los intangibles (10%), de los que la mayoría son las aplicaciones informáticas.

El FFO generado cubre las necesidades de inversión tanto inmovilizado intangible como en circulante y permite a la empresa mantener una política de pago de dividendo del 50% del beneficio neto.

TIER1: Cash Flow and investments estimates

mEUR	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR 17-25
FFO before wc	0.6	1.3	1.1	1.2	1.7	2.2	3.3	3.9	4.4	5.0	18.4%
wc needs	0.0	-0.1	-0.4	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.3	-0.4	18.1%
FFO	0.6	1.2	0.7	1.2	1.2	1.6	2.8	3.4	4.1	4.6	18.4%
Capex	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	9.1%
Adquisitions&disposals	0.0	0.1	0.3	0.0	-0.5	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0	
FCF	0.6	1.0	0.7	0.9	0.4	1.2	1.9	2.9	3.5	4.0	
Dividends	0.0	-0.2	-0.6	-0.7	-0.7	-0.9	-1.5	-1.8	-2.0	-2.3	27.7%
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Net Cash/debt change	0.6	0.7	0.0	0.2	-0.2	0.3	0.4	1.1	1.5	1.8	
FCFYield (RRPP)	3%	6%	4%	5%	3%	7%	11%	17%	21%	24%	

GVC Gaesco Estimates.

En nuestras estimaciones hemos incluido como política de crecimiento inorgánico dos adquisiciones una en 2020 y otra en 2022, similares a la de ASG que realizó la empresa en 2017. Hemos estimado un desembolso de 0,5 mEUR por cada adquisición, con un perfil de empresa desarrolladora de una aplicación complementaria a las de Tier1, y en estado de expansión, con lo que aporta un alto crecimiento y unos elevados márgenes.

Valoración: DCF diferenciado en los dos negocios

Fijamos nuestro valor teórico del equity de Tier1 en 24 mEUR (24 EUR/ACC), como resultado de las diferentes aproximaciones que hemos hecho a la valoración. Hemos realizado una valoración del Grupo tecnológico Tier1 a través de un descuento de flujos realizado en tres niveles. Por un lado hemos aplicado el método a la totalidad del negocio y por otro lado a los dos segmentos de actividad.

La razón de valorar los dos negocios independientemente, es el muy diferente grado de madurez y también la visibilidad de ambos negocios, uno totalmente implantado y rentable y el otro en sus inicios de expansión. Esto condiciona las tasas de descuento aplicadas y las expectativas de crecimiento de los negocios a corto y medio plazo.

Por último hemos realizado una valoración por aplicación de múltiplos de empresas de IT, aunque por las muy diferentes estructuras de las compañías (globales, de nicho, de servicios, de soluciones, etc), es una valoración sólo de referencia.

Como resultado hemos obtenido los siguientes valores:

TIER 1: Group Valuation (mEUR)	
Group DCF	24.88
DCF consolidated business	8.42
DCF high-growth business	13.56
Value of Adquisitions	1.17
Other assets/liabilities *	-0.57
SOP DCF Value	22.58
Comp. Multiple Value (2020)	19.44
GVC Gaesco	

* Cash positions and Comerzzia/ASG minorities

Hay que aclarar que nuestra valoración por Suma de Partes (SOP) está basada en los dos tipos de negocio por su diferente naturaleza y estado de desarrollo y por tanto también diferentes dinámicas.

Por ello dentro de la valoración de las actividades en desarrollo está incluida la actividad de Tier1 como distribuidor e implantador de comerzzia, ya que en esta parte del negocio los parámetros de valoración, como wacc, crecimiento a corto y largo plazo y márgenes están más próximos a los de Comerzzia que a los de la actividad ya consolidada de Tier1.

Es por ello por lo que hemos realizado una valoración separada de ese negocio de vendor de comerzzia (distribuidor e implantador), ya que esta porción de valor correspondería a Tier1 y no a Comerzzia. Para ese negocio hemos obtenido un valor de 3,1 mEUR que están incluidos en el valor que damos a las actividades de alto crecimiento.

Por lo tanto, la valoración de Tier1 sería la suma de los 8,4 mEUR de valor de las actividades consolidadas más los 3,1 mEUR, es decir 11,5 mEUR, y el valor de Comerzzia serían los 13,6 mEUR menos esos 3,1 mEUR, es decir 10,5 mEUR.

Por otra parte hemos valorado las nuevas adquisiciones a 9 veces el Ebitda del primer año completo, menos el importe de la adquisición.

Valoración del Grupo por DCF

Por un lado, valoramos el Grupo como una sola unidad de negocio porque pensamos que a largo plazo el crecimiento de los negocios y el desarrollo de nuevos productos, llevará a que la empresa se vea como un todo, al igual que pasa con otras empresas más grandes de IT. Actualmente tiene mucho sentido la valoración diferenciada, porque comerzzia tiene un peso específico importante en el grupo y sus dinámicas son muy distintas.

Los flujos de caja generados a nivel de grupo son los agregados de las dos líneas de negocio, pero también incluyen dos nuevas adquisiciones de empresas medianas en 2020

y 2022, con desembolsos de 0,5 mEUR cada una. Solo mostramos hasta el año 2025, pero hemos extendido nuestras estimaciones 15 años para recoger un periodo de expansión y uno de normalización de crecimiento y para limitar el peso del valor residual.

Tier 1: DCF Group

CASH FLOW (EUR m)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
Net Sales	9.5	10.9	10.8	12.9	15.3	17.7	19.7	21.2	22.7	37.4
% change	25.8%	14.9%	-0.6%	19.7%	18.4%	15.4%	11.3%	7.6%	7.3%	2.0%
EBITDA	1.3	1.2	1.5	2.1	2.6	4.1	4.7	5.4	6.1	11.2
% margin	13.8%	11.5%	13.7%	15.9%	17.2%	23.2%	24.1%	25.4%	26.7%	30.0%
% change	81.1%	-4.7%	18.5%	39.4%	27.8%	55.9%	15.9%	13.2%	12.7%	136.3%
D&A	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8
% sales	2.4%	2.6%	2.9%	2.8%	2.6%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%
EBITA	1.1	1.0	1.2	1.7	2.2	3.7	4.4	5.0	5.6	10.5
% margin	11.5%	8.8%	10.8%	13.1%	14.5%	21.1%	22.2%	23.5%	24.7%	28.0%
% change	65.3%	-11.5%	21.6%	45.6%	31.2%	67.5%	17.3%	13.7%	13.1%	
Taxes	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7	-0.9	-1.0	-1.1	-2.1
Normative tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Actual tax rate	13.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPLAT	0.9	0.8	0.9	1.4	1.8	3.0	3.5	4.0	4.5	8.4
Depreciation & other provisions	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8
Gross Operating Cash Flow	1.2	1.1	1.3	1.7	2.2	3.4	3.9	4.4	4.9	9.1
Capex	-0.3	-0.3	-0.3	-0.8	-0.4	-0.9	-0.5	-0.6	-0.6	-0.9
% sales	3.1%	2.6%	3.1%	6.1%	2.6%	5.3%	2.7%	2.7%	2.6%	2.0%
Change in Net Working C.	-0.1	-0.2	0.0	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
Cash Flow to be discounted	0.8	0.6	1.0	0.6	1.3	2.0	3.0	3.5	4.0	7.9

GVC Gaesco Estimates

Para la valoración del Grupo hemos utilizado unos parámetros que tratan de reflejar la combinación de los dos perfiles de actividad.

WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate (FRR)	3.5%	Cumulated DCF	17.0	- Net Financial Debt	18	0.1
Company Risk Factor or Beta	2.40			- Minorities (estimated value)		(0.7)
Mkt Risk Premium (MRP)	5.0%	Perpetual Growth (g)	2.0%	+ Associates		0.0
Cost of Equity (Ke or COE)	15.50%	Normalised Annual CF	7.9	- Pension underfunding		0.0
Cost of Debt (gross)	4.25%	Terminal Value (TV)	85.1	ff-balance sheet commitments		0.0
Debt tax rate *	25.0%	Disc. Rate of T.V.	0.10	+Capital increase		0.0
Cost of Debt net (Kd or COD)	3.19%	Discounted T.V.	8.5	Equity Market Value (EUR m)		24.9
Target gearing (D/E) or % Kd	0%	PV Fiscal credit	-	Number of shares (mll)		1
% Ke	100.0%	Financial assets	-	Fair Value per share (EUR)		24.9
Normative Tax Rate	20%	Enterprise Value (EUR m)	25.4	Price (EUR)		17
WACC	15.5%			Potential upside (downside)		46.3%

GVC Gaesco Estimates

Hemos realizado un análisis de sensibilidad de dicha valoración del Grupo a las tres variables que consideramos claves: el margen Ebitda a largo plazo, el crecimiento a largo plazo y la wacc.

WACC	Normalised EBITDA Margin						
	15.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%	45.0%
14.0%	23.7	25.4	27.2	29.0	30.8	32.5	34.3
14.5%	22.6	24.2	25.9	27.5	29.2	30.8	32.5
15.0%	21.6	23.1	24.6	26.2	27.7	29.2	30.7
15.5%	20.6	22.0	23.5	24.88	26.3	27.7	29.1
16.0%	19.7	21.1	22.4	23.7	25.0	26.3	27.6
16.5%	18.9	20.1	21.3	22.6	23.8	25.0	26.2
17.0%	18.1	19.2	20.4	21.5	22.6	23.8	24.9

WACC	Perpetual growth rate (g)						
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
14.0%	28.6	28.7	28.9	29.0	29.1	29.2	29.4
14.5%	27.2	27.3	27.4	27.5	27.6	27.7	27.9
15.0%	25.9	26.0	26.1	26.2	26.3	26.4	26.5
15.5%	24.6	24.7	24.8	24.88	25.0	25.1	25.2
16.0%	23.5	23.5	23.6	23.7	23.8	23.8	23.9
16.5%	22.4	22.4	22.5	22.6	22.6	22.7	22.8
17.0%	21.3	21.4	21.4	21.5	21.6	21.6	21.7

GVC Gaesco Estimates

Dado que hemos proyectado 15 años, el valor residual tiene un peso muy limitado y por tanto, en este análisis de sensibilidad tiene más impacto la variación que hacemos del margen y de la wacc que de la “g”, que sólo afecta al valor del flujo terminal.

Además de la valoración de los activos, que hemos alcanzado por la suma de las dos partes en las que hemos dividido el negocio, hemos tenido en cuenta el valor de los minoritarios de comerzzia y el valor de la posición neta de tesorería que tiene la empresa. El peso de estas partidas es poco significativo.

Por último, hemos calculado cuales son los multiplicadores implícitos de esta valoración para la evolución de los resultados según nuestras estimaciones.

TIER1: DCF Valuation Exit Multiples

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/Sales	2.7x	2.3x	2.4x	2.0x	1.7x	1.4x	1.3x	1.2x	1.1x
EV/EBITDA	20.5x	17.3x	12.4x	9.7x	6.2x	5.4x	4.7x	4.2x	3.9x
P/E	21.1x	26.7x	27.9x	18.6x	14.1x	8.4x	7.1x	6.2x	5.5x

GVC Gaesco Estimates

Valoración del negocio consolidado

Por negocio consolidado entendemos todas las líneas de productos y servicios que Tier1 ha estado realizando desde hace bastantes años, con un track record establecido en el mercado y en los clientes.

En el cuadro siguiente, mostramos cual es la estimación de la evolución del cash flow generado por dichas actividades:

Tier 1: DCF Consolidated activities

CASH FLOW (EUR m)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
Net Sales	8.58	8.07	8.81	9.52	10.01	10.31	10.52	10.73	12.83
% change	5.6%	-6.0%	9.2%	8.1%	5.1%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
EBITDA	1.03	0.93	0.97	1.00	1.05	1.08	1.10	1.13	1.35
% margin	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
D&A	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
% sales	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
EBITA	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1
% margin	10.2%	9.6%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
% change	-2.8%	-11.5%	2.4%	2.1%	5.1%	3.0%	2.0%	2.0%	
Taxes	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Normative tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Actual tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPLAT	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9
Depreciation & other provisions	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Gross Operating Cash Flow	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1
Capex	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3
% sales	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.2%
Change in Net Working C.	-0.10	0.11	-0.16	-0.16	-0.11	-0.07	-0.05	-0.05	-0.04
Cash Flow to be discounted	0.6	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8

GVC Gaesco Estimates

En estas estimaciones hemos proyectado un margen operativo similar al del sector a largo plazo que alcanza el 10,5% y lo mantenemos hasta el valor terminal. Las inversiones en activos fijos: al ser una empresa eminentemente de servicios, en esta área las inversiones son reducidas y las hemos fijado en un 2% de las ventas anuales. Estas inversiones también recogerían los costes de desarrollo de programas propios, que aunque se recogen como gastos, también se activan como trabajos para el propio inmovilizado.

Nuestras estimaciones de inversiones en circulante tienen en cuenta que muchos de sus clientes más importantes cualitativamente son cadenas de distribución, en las que la gestión de sistemas es básica y por lo que pagan en plazos razonables. Para calcular la inversión de esta actividad en circulante, hemos establecido la estimación de circulante en el 20% de las ventas (y por tanto el 20% del incremento de las ventas).

Las principales variables que hemos aplicado a la valoración del negocio consolidado son resumidas en el cuadro siguiente. Estas, reflejan el bajo riesgo de estas actividades y un crecimiento a largo plazo moderado pero no bajo (g del 2%), ya que en general la actividad de IT, sigue generando crecimientos atractivos por el proceso de digitalización.

WACC & DCF ANALYSIS			
Free Risk Rate (FRR)	3.5%	Cumulated DCF	6.1
Company Risk Factor or Beta	0.70		
Mkt Risk Premium (MRP)	5.0%	Perpetual Growth (g)	2.0%
Cost of Equity (Ke or COE)	7.00%	Normalised Annual CF	0.8
Cost of Debt (gross)	4.25%	Terminal Value (TV)	6.9
Debt tax rate *	25.0%	Disc. Rate of T.V.	0.34
Cost of Debt net (Kd or COD)	3.19%	Discounted T.V.	2.4
Target gearing (D/E) or % Kd	0%	PV Fiscal credit	-
% Ke	100.0%	Financial assets	-
Normative Tax Rate	20%	Enterprise Value (EUR m)	8.4
WACC	7.0%		

GVC Gaesco Estimates

Nuestra estimación de tasa de descuento ponderada de los flujos operativos es del 7%. Para llegar a ella hemos utilizado un esquema basado en la estructura del método del CAPM. Para nosotros la wacc, es un coste de oportunidad, que refleja la combinación del riesgo que percibimos en esta actividad en un contexto de largo plazo, con las condiciones actuales de mercado, de entorno macroeconómico y en un supuesto de política monetaria del BCE normalizada. El ajuste que hacemos por factor riesgo de la empresa, tiene en cuenta su situación financiera, track record, transparencia, tamaño y previsión sectorial entre otros factores.

Para el crecimiento perpetuidad, que estima los flujos de caja operativa que se producirían en un entorno de madurez del sector y de la empresa, partiendo del último año explícito, hemos utilizado un 2%, y trata de reflejar nuestra visión del negocio tecnológico de IT en el muy largo plazo y es coherente con los niveles que usamos en otros sectores.

Combinando el método del descuento de flujos, con los flujos de caja que hemos expuesto y la tasa de descuento, obtenemos un valor de los activos de la actividad tradicional de Tier1 de 8,4 millones de euros.

También hemos realizado un análisis de sensibilidad de la valoración de la actividad consolidada, al margen, a la wacc y a la "g".

WACC	Normalised EBITDA Margin						
	7.8%	8.8%	9.8%	10.8%	11.8%	12.8%	13.8%
5.5%	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7	10.7
6.0%	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
6.5%	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
7.0%	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
7.5%	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
8.0%	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
8.5%	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0

WACC	Perpetual growth rate (g)						
	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
5.5%	10.1	10.2	10.4	10.7	10.9	11.2	11.5
6.0%	9.3	9.5	9.6	9.8	10.0	10.2	10.4
6.5%	8.7	8.8	8.9	9.0	9.2	9.4	9.5
7.0%	8.1	8.2	8.3	8.4	8.5	8.7	8.8
7.5%	7.6	7.7	7.8	7.9	8.0	8.1	8.2
8.0%	7.2	7.3	7.3	7.4	7.5	7.6	7.7
8.5%	6.8	6.9	6.9	7.0	7.1	7.1	7.2

GVC Gaesco Estimates

Valoración del negocio en expansión

En el negocio en expansión incluimos especialmente el negocio derivado de comerzzia, tanto la venta de licencias de esta compañía, como la que realizan sus socios preferenciales como la propia Tier1 y Seidor. También el mantenimiento de dicha plataforma. También incluimos, para ser homogéneos con la empresa, la actividad de la empresa ASG, adquirida recientemente y los resultados de la actividad de Tier1 como vendedor de comerzzia (eliminando las duplicidades).

Tier 1: DCF High growth activities

CASH FLOW (EUR m)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
Net Sales	2.3	2.7	3.6	4.6	5.7	6.6	7.7	8.9	20.7
% change	72.5%	19.9%	32.5%	26.0%	26.0%	15.5%	15.5%	15.5%	3.0%
EBITDA	0.2	0.5	1.1	1.5	2.9	3.3	3.8	4.4	10.3
% margin	9.4%	20.0%	30.0%	33.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
D&A	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5
% sales	5.9%	5.7%	5.1%	4.6%	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%
EBITA	0.1	0.4	0.9	1.3	2.7	3.2	3.6	4.2	9.8
% margin	3.5%	14.3%	24.9%	28.4%	47.1%	47.5%	47.5%	47.5%	47.6%
Taxes	0.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-2.0
Normative tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Actual tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPLAT	0.1	0.3	0.7	1.0	2.2	2.5	2.9	3.4	7.9
Depreciation & other provisions	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5
Gross Operating Cash Flow	0.2	0.5	0.9	1.2	2.3	2.7	3.1	3.6	8.4
Capex	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4
% sales	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Change in Net Working C.	-0.24	-0.11	-0.22	-0.24	-0.30	-0.22	-0.26	-0.30	-0.29
Cash Flow to be discounted	-0.1	0.2	0.6	0.9	1.9	2.4	2.7	3.1	7.7

GVC Gaesco Estimates

En cuanto a inversiones en activos fijos. Al ser un desarrollo tecnológico propio, el grueso de las inversiones ha sido en I+D y por lo tanto ha sido capitalizado en el balance. El producto se encuentra terminado, como lo evidencia el hecho de que esté implantado en una veintena de empresas. No obstante hemos incorporado en la valoración una inversión de 360.000 EUR en el periodo 2018-2020 y posteriormente una inversión del 2% de las ventas, en línea con otras empresas del sector.

Inversiones en circulante: En el caso de Comerzzia, hemos repetido la misma estimación que hemos realizado para el Grupo, una inversión en circulante equivalente al 20% del incremento de las ventas.

Evolución de ventas y márgenes operativos. También hemos basado nuestras estimaciones en un aumento fuerte de clientes en 2019 y 2020 y con posterioridad reducimos al 10% el crecimiento de clientes a medio plazo Para el tamaño de contrato hemos fijado el crecimiento del 5% a medio plazo. El margen refleja un fuerte apalancamiento operativo, natural en una actividad de licencia. De esta forma llegamos a un 50% de margen a largo plazo. La tasa impositiva operativa la hemos situado en el 20% de forma constante, también de forma conservadora.

Principales parámetros usados en la valoración por DFC de las actividades en expansión:

WACC & DCF ANALYSIS			
Free Risk Rate (FRR)	3.5%	Cumulated DCF	11.7
Company Risk Factor or Beta	4.00		
Mkt Risk Premium (MRP)	3.5%	Perpetual Growth (g)	3.0%
Cost of Equity (Ke or COE)	17.50%	Normalised Annual CF	7.7
Cost of Debt (gross)	4.25%	Terminal Value (TV)	24.0
Debt tax rate *	25.0%	Disc. Rate of T.V.	0.08
Cost of Debt net (Kd or COD)	3.19%	Discounted T.V.	1.8
Target gearing (D/E) or % Kd	0%	PV Fiscal credit	-
% Ke	100.0%	Financial assets	-
Normative Tax Rate	20%	Enterprise Value (EUR m)	13.6
WACC	17.5%		

GVC Gaesco Estimates

En el caso de comerzzia y los flujos relacionados con el producto hemos aplicado una tasa de descuento del 17,5%, que refleja la menor madurez de la nueva actividad y por tanto al riesgo de ejecución. Por el contrario en el crecimiento residual a largo plazo hemos elegido un 3%, y ya que aunque con menos visibilidad, el potencial de crecimiento teórico está por encima de los productos maduros y consolidados.

Con el método descrito, obtenemos un valor de los activos de la nueva actividad 13,6 millones de euros. Al igual que en el caso de las actividades consolidadas, hemos realizado un análisis de sensibilidad a las dos variables que más impacto tienen en la valoración.

WACC	Normalised EBITDA Margin						
	35.0%	40.0%	45.0%	50.0%	55.0%	60.0%	65.0%
16.0%	14.7	15.0	15.3	15.5	15.8	16.1	16.3
16.5%	14.1	14.3	14.6	14.8	15.1	15.3	15.5
17.0%	13.5	13.7	14.0	14.2	14.4	14.6	14.8
17.5%	13.0	13.2	13.4	13.6	13.8	13.9	14.1
18.0%	12.4	12.6	12.8	13.0	13.2	13.3	13.5
18.5%	12.0	12.1	12.3	12.4	12.6	12.8	12.9
19.0%	11.5	11.6	11.8	11.9	12.1	12.2	12.4

WACC	Perpetual growth rate (g)						
	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
16.0%	15.4	15.4	15.5	15.5	15.6	15.6	15.7
16.5%	14.7	14.7	14.8	14.8	14.9	14.9	15.0
17.0%	14.0	14.1	14.1	14.2	14.2	14.3	14.3
17.5%	13.4	13.5	13.5	13.6	13.6	13.6	13.7
18.0%	12.9	12.9	12.9	13.0	13.0	13.1	13.1
18.5%	12.4	12.4	12.4	12.4	12.5	12.5	12.5
19.0%	11.9	11.9	11.9	11.9	12.0	12.0	12.0

GVC Gaesco Estimates

¿Cuánto valdría el negocio de Tier1 como vendedor e implantador de comerzzia?

Actualmente uno de los principales comercializadores e implantador de comerzzia es el propio Tier1. Comerzzia vende a Tier1 cada licencia de comerzzia con un descuento del 50% sobre el precio oficial de venta a terceros. Tier1 puede ofrecer a su vez descuentos a sus clientes, que reducirían su margen, pero no tendría impacto en Comerzzia.

Tier 1: DCF Activity as Comerzzia Vendor

CASH FLOW (EUR m)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal
Net Sales	1.2	2.4	3.0	3.3	3.4	3.6	3.8	4.7
% change		103.1%	24.0%	10.7%	5.0%	5.0%	5.0%	2.5%
EBITDA	0.4	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2
% margin	30.2%	30.2%	31.0%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	25.0%
D&A	0.02	0.05	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.09
% sales	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
EBITA	0.3	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
% margin	28.2%	28.2%	29.0%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	23.0%
Taxes	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Normative tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Actual tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPLAT	0.3	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
Depreciation & other provisions	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Gross Operating Cash Flow	0.3	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
Capex	-0.01	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04	-0.04	-0.05
% sales	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Change in Net Working C.	-0.30	-0.36	-0.17	-0.10	-0.05	-0.05	-0.05	-0.09
Cash Flow to be discounted	0.0	0.2	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8

GVC Gaesco Estimates

Para esta actividad hemos estimado un margen Ebitda de entre el 25% y el 30%, teniendo en cuenta dicho coste de las licencias y los costes propios ligados al mantenimiento, el servicio al cliente final y las comisiones de comercialización. Las inversiones en activos son prácticamente inexistentes al ser una empresa eminentemente de comercialización y de servicios y por ello las hemos fijado en un 1% de las ventas anuales, para incluir el coste de adquisición de clientes.

Dada la dependencia total de esta actividad de la venta de un solo producto sin desarrollos propios, pensamos que en la valoración de la misma, la inversión en circulante es muy relevante y por ello la hemos establecido en el 30% de las ventas.

Las variables que hemos usado en la valoración de esta actividad exclusiva de distribuidor e instalador de comerzzia, están situadas en medio de las que hemos utilizado para la actividad consolidada de Tier1 y la de expansión de comerzzia. La lógica es que en términos de crecimiento, Tier1 como vendedor de comerzzia, tendrá menos crecimiento de esta, ya que se irán uniendo más canales de distribución, pero sin embargo tiene un riesgo parecido, ya que depende de un solo producto y tiene pocas barreras de entrada.

WACC & DCF ANALYSIS			
Free Risk Rate (FRR)	3.5%	Cumulated DCF	2.9
Company Risk Factor or Beta	4.00		
Mkt Risk Premium (MRP)	3.5%	Perpetual Growth (g)	2.5%
Cost of Equity (Ke or COE)	17.50%	Normalised Annual CF	0.8
Cost of Debt (gross)	4.25%	Terminal Value (TV)	2.6
Debt tax rate *	25.0%	Disc. Rate of T.V.	0.08
Cost of Debt net (Kd or COD)	3.19%	Discounted T.V.	0.2
Target gearing (D/E) or % Kd	0%	PV Fiscal credit	-
% Ke	100.0%	Financial assets	-
Normative Tax Rate	20%	Enterprise Value (EUR m)	3.1
WACC	17.5%		

GVC Gaesco Estimates

Con estas hipótesis llegamos a una valoración de la actividad de Tier1 como vendedor de comerzzia de 3,1 mEUR, que es un valor que en nuestros escenarios está incluido en la valoración de las actividades en crecimiento, pero que en términos de entidades jurídicas pertenece a Tier1 y no a Comerzzia.

Análisis de comparables y valoración por múltiplos

Para la comparación con empresas similares hay que tener en cuenta que hay compañías globales que realizan una amplia gama de actividades, englobando el despliegue e implantación de infraestructuras, entre las que están las que ejecuta Tier1 y otras compañías, de construcción de software e implantación de soluciones, a veces con mono-producto altamente escalable, que comparan mejor con la actividad de Comerzzia.

Las empresas que hemos utilizado para calcular la media de comparables puede incluir a algunas que no se ajusten a lo que es Tier1 en la actualidad, pero si a lo que puede ser en unos años con la evolución de su portfolio de productos. Por ello esta valoración puede ser útil para tener una indicación de cuál puede ser la evolución de los multiplicadores a medio plazo. De acuerdo con Bloomberg y con Factset, estas son las medias de los principales multiplicadores del sector:

IT&Software market multiples

	Sector average	
	2019	10 years Avg.
P/E	14.6x	19.1x
P/CF	12.5x	11.8x
EV/Ebitda	9.1x	8.9x
EV/Ebit	11.6x	12.0x
P/BV	3.0x	2.8x
EV/Ventas	1.9x	1.5x
ROE	15.3%	11.6%
EBITDA Marg.	8.8%	10.0%

Bloomberg, Factset, GVC Gaesco

A la hora de aplicar o comparar los multiplicadores del sector, es importante en nuestra opinión, también comparar los niveles de rentabilidad del equity y sobre ventas. El peso de que toman las actividades de Tier1 basadas en venta de licencias, hace que destaque positivamente en esa comparación.

Comparable Group profitability

	2019	10 years Avg.	Tier 1
ROE	15.3%	11.6%	26.0%
EBITDA Marg.	8.8%	10.0%	13.7%

Bloomberg, Factset, GVC Gaesco

Aplicando los múltiplos que nos parecen más representativos para el sector, obtenemos una valoración de unos 19,5 mEUR para la compañía.

La diferencia con las valoraciones que hemos obtenido por DCF, procede del carácter estático de esta valoración frente a la evolución dinámica que se recoge en la primera.

TIER 1: Group valuation by comparable multiples

(reference year: 2020)	Ratio	Reference figure (mEUR)	Value (mEUR)
EV/Ebitda	9.1X	2.06	18.92
EV/Ebit	11.6X	1.70	19.89
EV/Sales	1.9X	12.93	24.44
P/E	14.6X	1.34	19.60
P/CF	12.5X	1.70	21.30
P/BV	3.0X	4.10	12.49
Average			19.44

GVC Gaesco

Tier 1 Technology : Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Sales	9.5	10.9	10.8	12.9	15.3	17.7
Cost of Sales & Operating Costs	-8.2	-9.7	-9.3	-10.9	-12.7	-13.6
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1.3	1.2	1.5	2.1	2.6	4.1
EBITDA (adj.)*	1.3	1.2	1.5	2.1	2.6	4.1
Depreciation	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
EBITA	1.1	1.0	1.2	1.7	2.2	3.7
EBITA (adj)*	1.1	0.9	1.2	1.7	2.2	3.7
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	1.1	1.0	1.2	1.7	2.2	3.7
EBIT (adj.)*	1.1	0.9	1.2	1.7	2.2	3.7
Net Financial Interest	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	1.2	0.9	1.1	1.7	2.2	3.7
Tax	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7
<i>Tax rate</i>	<i>13.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	1.0	0.8	0.9	1.3	1.8	3.0
Net Profit (adj.)	1.2	0.9	0.9	1.3	1.8	3.0
CASH FLOW (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Cash Flow from Operations before change in NWC	1.3	1.1	1.2	1.7	2.2	3.3
Change in Net Working Capital	-0.1	-0.4	0.0	-0.5	-0.5	-0.5
Cash Flow from Operations	1.2	0.7	1.2	1.2	1.6	2.8
Capex	-0.3	-0.3	-0.3	-0.8	-0.4	-0.9
Net Financial Investments	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	1.0	0.7	0.9	0.4	1.2	1.9
Dividends	-0.2	-0.6	-0.7	-0.7	-0.9	-1.5
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Net Debt	0.7	0.0	0.2	-0.2	0.3	0.4
NOPLAT	1	1	1	1	2	3
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Tangible Assets	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	0.7	0.7	0.8	1.1	1.1	1.6
Net Financial Assets & Other	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Total Fixed Assets	1.1	1.2	1.2	1.6	1.6	2.2
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	3.6	4.3	4.3	5.1	6.1	7.0
Other current assets	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Cash (-)	-1.3	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
Total Current Assets	5.3	5.8	5.7	6.6	7.5	8.5
Total Assets	6.4	6.9	6.9	8.2	9.2	10.7
Shareholders Equity	2.8	3.0	3.4	4.1	5.0	6.5
Minority	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	3.0	3.2	3.4	4.1	5.0	6.5
Long term interest bearing debt	0.8	0.8	0.7	0.9	0.6	0.2
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Total Long Term Liabilities	1.0	1.0	0.8	1.0	0.7	0.3
Short term interest bearing debt	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Trade payables	2.0	1.8	1.8	2.2	2.6	3.0
Other current liabilities	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Total Current Liabilities	2.4	2.7	2.7	3.1	3.5	3.9
Total Liabilities and Shareholders' Equity	6.4	6.9	6.9	8.2	9.2	10.7
Net Capital Employed	2.8	3.2	3.3	4.2	4.7	5.8
Net Working Capital	1.6	2.1	2.1	2.5	3.1	3.6
GROWTH & MARGINS	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
<i>Sales growth</i>	<i>25.8%</i>	<i>14.9%</i>	<i>-0.6%</i>	<i>19.7%</i>	<i>18.4%</i>	<i>15.4%</i>
EBITDA (adj.)* growth	124.2%	-5.3%	21.8%	39.4%	27.8%	55.9%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>139.8%</i>	<i>-11.9%</i>	<i>23.1%</i>	<i>45.6%</i>	<i>31.2%</i>	<i>67.5%</i>
<i>EBIT (adj)*growth</i>	<i>109.4%</i>	<i>-12.4%</i>	<i>25.9%</i>	<i>45.6%</i>	<i>31.2%</i>	<i>67.5%</i>

Tier 1 Technology : Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Profit growth	128.8%	-20.9%	-4.4%	50.5%	31.7%	68.5%
EPS adj. growth	128.8%	-20.9%	-4.4%	50.5%	31.7%	68.5%
DPS adj. growth	n.m.	148.4%	11.1%	-2.5%	31.7%	68.4%
EBITDA (adj)* margin	13.5%	11.1%	13.7%	15.9%	17.2%	23.2%
EBITA (adj)* margin	11.4%	8.7%	10.8%	13.1%	14.5%	21.1%
EBIT (adj)* margin	11.2%	8.5%	10.8%	13.1%	14.5%	21.1%
RATIOS	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Debt/Equity	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
Net Debt/EBITDA	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.2
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	52.8	42.7	29.1	n.m.	n.m.	n.m.
Capex/D&A	133.2%	98.4%	108.5%	218.8%	100.7%	254.7%
Capex/Sales	3.1%	2.6%	3.1%	6.1%	2.6%	5.3%
NWC/Sales	17.4%	19.1%	19.1%	19.7%	20.2%	20.5%
ROE (average)	46.9%	32.1%	27.8%	35.6%	38.9%	51.9%
ROCE (adj.)	30.6%	23.1%	29.0%	32.9%	38.1%	51.7%
WACC	15.5%	15.5%	15.0%	14.5%	14.0%	13.5%
ROCE (adj.)/WACC	2.0	1.5	1.9	2.3	2.7	3.8
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Average diluted number of shares	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EPS (reported)	1.01	0.80	0.89	1.34	1.76	2.97
EPS (adj.)	1.18	0.93	0.89	1.34	1.76	2.97
BVPS	2.83	2.97	3.43	4.10	4.98	6.46
DPS	0.25	0.62	0.69	0.67	0.88	1.49
VALUATION	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
EV/Sales		1.7	1.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA		14.6	11.5	8.3	6.4	3.9
EV/EBITDA (adj.)*		15.0	11.5	8.3	6.4	3.9
EV/EBITA		18.6	14.5	10.1	7.6	4.3
EV/EBITA (adj.)*		19.2	14.5	10.1	7.6	4.3
EV/EBIT		19.0	14.5	10.1	7.6	4.3
EV/EBIT (adj.)*		19.7	14.5	10.1	7.6	4.3
P/E (adj.)		19.7	19.3	12.8	9.8	5.8
P/BV		6.2	5.0	4.2	3.5	2.7
Total Yield Ratio		4.0%	3.9%	5.1%	8.6%	10.2%
EV/CE		6.1	5.7	4.4	3.8	2.9
OpFCF yield		2.1%	5.1%	2.5%	7.1%	10.9%
OpFCF/EV		2.2%	5.2%	2.5%	7.3%	11.6%
Payout ratio	24.7%	77.1%	77.1%	50.0%	50.0%	50.0%
Dividend yield (gross)		3.6%	4.0%	3.9%	5.1%	8.6%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019e	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Price** (EUR)		18.30	17.20	17.20	17.20	17.20
Outstanding number of shares for main stock	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Total Market Cap		18	17	17	17	17
Net Debt	0	0	0	0	0	-1
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>0</i>
Other EV components	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value (EV adj.)		18	17	17	17	16

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT -/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

Sector: Technology Hardware & Equipment/Technology Hardware & Equipment

Company Description: IT Provider, with focus on the retail and distribution sector (>60% on renewables). The company obtain 26% of revenues from licences and services based on software owned by the Group.

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Tubacex	GVC	Food & Drug Retailers	Mem(*)	Haulotte Group	CIC
Airbus Se	CIC	Chemicals	Mem(*)	Carrefour	CIC	Ima	BAK
Dassault Aviation	CIC	Air Liquide	CIC	Casino Guichard-Perrachon	CIC	Interpump	BAK
Figeac Aero	CIC	Arkema	CIC	Jeronimo Martins	CBI	Manitou	CIC
Latecoere	CIC	Electronic & Electrical Eq.	Mem(*)	Marr	BAK	Prima Industrie	BAK
Leonardo	BAK	Rexel	CIC	Sonae	CBI	Prysmian	BAK
Lisi	CIC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	General Industrials	Mem(*)	Talgo	GVC
Safran	CIC	Cir	BAK	Cembre	BAK	Zardoya Otis	GVC
Thales	CIC	Digital Magics	BAK	Sergeferrari Group	CIC	Industrial Transportation	Mem(*)
Alternative Energy	Mem(*)	Eurazeo	CIC	General Retailers	Mem(*)	Bollore	CIC
Plc	BAK	Ffp	CIC	Emova Group	CIC	Clasquin	CIC
Siemens Gamesa Re	GVC	Rallye	CIC	Fnac Darty	CIC	Cit	CBI
Voltaia	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Fouris Holdings	IBG	Insurance	Mem(*)
Automobiles & Parts	Mem(*)	Wendel	CIC	Inditex	GVC	Axa	CIC
Brembo	BAK	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Jumbo	IBG	Cattolica Assicurazioni	BAK
Ferrari	BAK	Athex Group	IBG	Maisons Du Monde	CIC	Generali	BAK
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	Dovalue	BAK	Ovs	BAK	Net Insurance	BAK
Gestamp	GVC	Nexi	BAK	Unieuro	BAK	Unipolsai	BAK
Indelb	BAK	Tinexta	BAK	Healthcare	Mem(*)	Materials, Construction	Mem(*)
Landi Renzo	BAK	Financial Services Banks	Mem(*)	Ab Biotics	GVC	Acs	GVC
Piaggio	BAK	Amundi	CIC	Amplifon	BAK	Aena	GVC
Pininfarina	BAK	Anima	BAK	Atrys Health	GVC	Astaldi	BAK
Plastic Omnium	CIC	Azimut	BAK	Biom'Up	CIC	Atlantia	BAK
Sogefi	BAK	Banca Farmafactoring	BAK	Cerenis	CIC	Buzzi Unicem	BAK
Banks	Mem(*)	Banca Generali	BAK	Crossject	CIC	Capelli	CIC
Alpha Bank	IBG	Banca Iis	BAK	Diasorin	BAK	Eiffage	CIC
Banca Carige	BAK	Banca Mediolanum	BAK	El.En.	BAK	Ezentis	GVC
Banca Mps	BAK	Banca Sistema	BAK	Fermentalg	CIC	Fcc	GVC
Bcp	CBI	Finacobank	BAK	Fine Foods	BAK	Ferrovial	GVC
Bnp Paribas	CIC	Poste Italiane	BAK	Genfit	CIC	Groupe Adp	CIC
Bper	BAK	Food & Beverage	Mem(*)	Guerbet	CIC	Groupe Poujoulat	CIC
Credem	BAK	Advini	CIC	Korian	CIC	Groupe Sipi S.A.	CIC
Credit Agricole Sa	CIC	Bonduelle	CIC	Oncodesign	CIC	Herige	CIC
Creval	BAK	Campani	BAK	Orpea	CIC	Imerys	CIC
Eurobank	IBG	Coca Cola Hbc Ag	IBG	Recordati	BAK	Kaufman & Broad	CIC
Intesa Sanpaolo	BAK	Danone	CIC	Household Goods	Mem(*)	Lafargeholcim	CIC
Mediobanca	BAK	Ebro Foods	GVC	Abeo	CIC	Maire Tecnimont	BAK
National Bank Of Greece	IBG	Enervit	BAK	De Longhi	BAK	Maisons France Confort	CIC
Natixis	CIC	Fleury Michon	CIC	Elica	BAK	Mota Engil	CBI
Piraeus Bank	IBG	Italian Wine Brands	BAK	Fila	BAK	Obrascon Huarte Lain	GVC
Rothschild & Co	CIC	La Doria	BAK	Groupe Seb	CIC	Sacyr	GVC
Societe Generale	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Industrial Engineering	Mem(*)	Saint Gobain	CIC
Ubi Banca	BAK	Laurent Perrier	CIC	Alstom	CIC	Salini Impregilo	BAK
Unicredit	BAK	Ldc	CIC	Biesse	BAK	Sias	BAK
Basic Resources	Mem(*)	Massimo Zanetti	BAK	Caf	GVC	Sonae Industria	CBI
Acerinox	GVC	Orsero	BAK	Carraro	BAK	Tarket	CIC
Altri	CBI	Pernod Ricard	CIC	Cnh Industrial	BAK	Thermador Groupe	CIC
Arcelormittal	GVC	Remy Cointreau	CIC	Danieli	BAK	Titan Cement	IBG
Corficeira Amorim	CBI	Tipiak	CIC	Datalogic	BAK	Trevi	BAK
Ence	GVC	Vidrala	GVC	Emak	BAK	Vicat	CIC
Mytilneos	IBG	Vilmorin	CIC	Exel Industries	CIC	Vinci	CIC
Semapa	CBI	Viscofan	GVC	Fincantieri	BAK		
The Navigator Company	CBI	Vranken Pommery Monopole	CIC	Groupe Gorge	CIC		

Media	Mem(*)	Interparfums	CIC	Technology Hardware & Eq.	Mem(*)	Enel	BAK
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Kering	CIC	Adeunis	CIC	Erg	BAK
Atresmedia	GVC	Lvmh	CIC	Evolis	CIC	Eydap	IBG
Cairo Communication	BAK	Moncler	BAK	Hf Company	CIC	Falck Renewables	BAK
Cofina	CBI	Safilo	BAK	Ingenico	CIC	Greenalia	GVC
Digital Bros	BAK	Salvatore Ferragamo	BAK	Memscap	CIC	Hera	BAK
Digitouch	BAK	Sarantis	IBG	Osmozis	CIC	Iberdrola	GVC
Gedi Gruppo Editoriale	BAK	Smcp	CIC	Stmicroelectronics	BAK	Iren	BAK
GI Events	CIC	Swatch Group	CIC	Telecommunications	Mem(*)	Italgas	BAK
Il Sole 24 Ore	BAK	Technogym	BAK	Acotel	BAK	Naturgy	GVC
Impresa	CBI	Tod'S	BAK	Alice Europe	CIC	Public Power Corp	IBG
Iol	BAK	Real Estate	Mem(*)	Bouygues	CIC	Red Electrica Corporacion	GVC
Ipsos	CIC	Grivalia	IBG	Euskaltel	GVC	Ren	CBI
Jodecaux	CIC	Igd	BAK	Iliad	CIC	Snam	BAK
Lagardere	CIC	Lar España	GVC	Masmovil	GVC	Solaria	GVC
M6-Metropole Television	CIC	Merlin Properties	GVC	Nos	CBI	Terna	BAK
Mediaset	BAK	Realia	GVC	Orange	CIC		
Mediaset Espana	GVC	Terreis	CIC	Ote	IBG		
Nrj Group	CIC	Software & Computer Ser.	Mem(*)	Telecom Italia	BAK		
Publicis	CIC	Agile Content	GVC	Telefonica	GVC		
Rcs Mediagroup	BAK	Akka Technologies	CIC	Tiscali	BAK		
Solocal Group	CIC	Alten	CIC	Vodafone	BAK		
Teleperformance	CIC	Altran	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)		
Tffl	CIC	Amadeus	GVC	Accor	CIC		
Ubisoft	CIC	Assystem	CIC	Aegean Airlines	IBG		
Vivendi	CIC	Atos	CIC	Autogrill	BAK		
Vogo	CIC	Axway Software	CIC	Beneteau	CIC		
Oil & Gas Producers	Mem(*)	Capgemini	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC		
Ecoslops	CIC	Cast	CIC	Elior	CIC		
Enauta	CBI	Catenon	GVC	Europcar	CIC		
Eri	BAK	Econocom	CIC	Gamenet	BAK		
Galp Energia	CBI	Esi Group	CIC	Groupe Partouche	CIC		
Gas Plus	BAK	Exprivia	BAK	I Grandi Viaggi	BAK		
Hellenic Petroleum	IBG	Gigas Hosting	GVC	Ibersol	CBI		
Maurel Et Prom	CIC	Gpi	BAK	Intralot	IBG		
Motor Oil	IBG	Groupe Open	CIC	Melia Hotels International	GVC		
Repsol	GVC	Indra Sistemas	GVC	Nh Hotel Group	GVC		
Total	CIC	Neurones	CIC	Opap	IBG		
Oil Services	Mem(*)	Novabase	CBI	Pierre Et Vacances	CIC		
Bourbon	CIC	Reply	BAK	Sg Company	BAK		
Cgg	CIC	Sii	CIC	Sodexo	CIC		
Gaztransport Et Technigaz	CIC	Sopra Steria Group	CIC	Sonae Capital	CBI		
Rubis	CIC	Visiativ	CIC	Trigano	CIC		
Saipem	BAK	Support Services	Mem(*)	Utilities	Mem(*)		
Technipmc Plc	CIC	Bureau Veritas	CIC	A2A	BAK		
Tecnicas Reunidas	GVC	Cellnex Telecom	GVC	Acciona	GVC		
Tenaris	BAK	Edenred	CIC	Acea	BAK		
Vallourec	CIC	Enav	BAK	Albioma	CIC		
Personal Goods	Mem(*)	Fiera Milano	BAK	Derichebourg	CIC		
Basicnet	BAK	Inwit	BAK	Edp	CBI		
Cie Fin. Richemont	CIC	Openjobmetis	BAK	Edp Renováveis	CBI		
Geox	BAK	Rai Way	BAK	Enagas	GVC		
Hermes Intl.	CIC			Endesa	GVC		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CM CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Beksas, SV, SA; IBG: Investment Bank of Greece,;as 1st June 2019

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cmcic.fr
Andrea Bonfa	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cmcic.fr
Giada Cabrino, CIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Nuno Castro	CBI	+351 21 389 68 39	nuno.castro@caixabi.pt
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cmcic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cmcic.fr
Guillermo Kevin Crowley	GVC	91 436 7813	guillermo.crowley@gvcgaesco.es
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cmcic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cmcic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Pietro Gasparri, CIA, CEFA	BAK	+39 02 4344 4238	pietro.gasparri@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cmcic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulénq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulénq@cmcic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cmcic.fr
Emanuele Oggioni	BAK	+39 0243 444 237	emanuele.oggioni@bancaakros.it
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvcgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cmcic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cmcic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvcgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cmcic.fr
Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsviriadi@ibg.gr
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.valores.gvcgaesco.es and our offices

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Valores S.V., S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, GVC Gaesco Valores S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the mentioned companies..

- **As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,**
- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Catenon SA; Clever Global SA, Eurospes, S.A., Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A. Trajano Iberia Socimi, SA; Asgard Investment Hotels (prev: Obsido Socimi SA, Eurona Telecom SA; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles Socimi SA; Neuron Bio SA; Student Properties Spain (SOCIMI); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health, Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR) ; Agile Content; Imaginarium; Noel Bio; Promorent Socimi, SA. ENCE Energía y Celulosa; Plásticos Compuestos SA ;
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Inypsa; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Globasol (Solaria); ADL Bionatur Solutions ; Plásticos Compuestos SA ;
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Indra Sistemas; Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); eDreams, ENCE Energía y Celulosa.
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services and in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports have been or could have been previously shown to the companies: Agile Content, Atrys Health; Gigas Hosting ; Catenon ; Greenalia ; Quabit Inmobiliaria, Tier 1.

Recommendation history for TIER 1 TECHNOLOGY

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
21-Oct-19	Buy	24.00	17.20

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Victor Peiro Pérez (since 21/10/2019)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B)**, **Accumulate (A)**, **Neutral (N)**, **Reduce (R)** and **Sell (S)**.

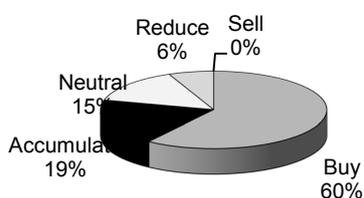
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12 months time horizon
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12 months time horizon
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a change of analyst covering the stock or a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

Certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: (15:50; 21 October 2019) **CET**

First date and time of dissemination: (15:55; 21 October 2019) **CET**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc. (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website

(http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access/insite)

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cmccims.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.optimabank.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.valores.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros S.p.A.
Viale Eginardo, 29
20149 MILANO
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302



GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
C/- Fortuny 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813



Caixa-Banco de Investimento
Avenida João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 73 00
Fax: +351 21 389 68 98



Optima bank S.A.
32 Aigaleias Str & Paradissou,
151 25 Maroussi,
Greece
Phone: +30 210 81 73 383



CM - CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris
Cedex 09
France
Phone: +33 1 53 48 81 93

