

## Full Company Report

Reason: Initiation of coverage

29 November 2021

<b>Buy</b>	
<i>Initiating Coverage</i>	
<b>Share price: EUR</b>	<b>7.20</b>
<i>closing price as of 26/11/2021</i>	
<b>Target price: EUR</b>	<b>9.70</b>

Upside/Downside Potential **34.7%**

Reuters/Bloomberg IZER.MC/IZER.SM

Market capitalisation (EURm) **169**Current N° of shares (m) **23**Free float **23%**Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) **18**Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) **34.69**Price high/low 12 months **9.68 / 6.04**Abs Perfs 1/3/12 mths (%) **-9.77/-9.55/11.80**

Key financials (EUR)	12/20	12/21e	12/22e
Sales (m)	51	63	93
EBITDA (m)	5	7	10
EBITDA margin	10.4%	10.9%	11.0%
EBIT (m)	1	1	3
EBIT margin	2.7%	2.1%	3.6%
Net Profit (adj.)(m)	1	0	1
ROCE			
Net debt/(cash) (m)	10	14	22
Net Debt/Equity	0.4	0.5	0.7
Net Debt/EBITDA	1.8	2.0	2.2
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	3.7	9.9	7.8
EV/Sales	3.3	2.8	2.0
EV/EBITDA	31.7	25.6	18.1
EV/EBITDA (adj.)			
EV/EBIT	nm	nm	55.7
P/E (adj.)	nm	nm	nm
P/BV	6.9	5.9	5.7
OpFCF yield	2.8%	0.9%	3.6%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	0.06	0.01	0.05
BVPS	1.09	1.21	1.27
DPS	0.00	0.00	0.00

## Shareholders

Laren Capital, S.L.U. 59%; Management Team 15%;  
Santander AM 2%;Source: FactSet  
— IZERTIS — IBEX 35 (Rebased)

## Analyst(s)

Juan Peña

juan.pena@gvcgaesco.es

+34 91 436 78 16

## Historia de crecimiento empujado por las macrotendencias

Iniciamos cobertura de Izertis, una consultora tecnológica con 25 años de vida que salió a Bolsa en 2019. La compañía ha escrito una historia de crecimiento sostenido que en los últimos años está acelerando para consolidar el mercado. Opera en un sector de gran crecimiento, apoyado por macrotendencias como la digitalización y la transformación tecnológica de las empresas. Es una compañía en la que la mayoría del capital está en manos del Presidente y fundador y del equipo directivo.

- ✓ La compañía ha logrado una **posición relevante** en el mercado español en los últimos años accediendo a cuentas cada vez más grandes. Su amplio **offering** y su **cultura corporativa** son dos de sus principales ventajas competitivas, que le permiten contar con una organización ágil, rápida y dinámica.
- ✓ Izertis ha llevado a cabo **más de quince operaciones corporativas** en los últimos tres años para acelerar su crecimiento. El **mercado está muy atomizado** con multitud de pequeñas empresas y para sobrevivir es necesario ganar tamaño.
- ✓ Izertis cuenta con **cuatro líneas de negocio**: 1) **Digital Transformation** y **Technological Infrastructures & Services**: cuentan con mayor potencial de crecimiento y pueden generar mayor valor añadido (70% de la cifra de negocios); 2) **Business Operations** y **Business Solutions**: tienen un potencial de crecimiento más en línea con el sector, y presentan menor potencial de generación de valor añadido a largo plazo. La estrategia de crecimiento orgánico e inorgánico del grupo se está centrando en las dos primeras líneas de negocio.
- ✓ La compañía anunció un **Plan Estratégico** en el que indicaba unos objetivos de cifra de negocios y EBITDA normalizado para **2023** que suponían alcanzar EUR125M y EUR12.5M respectivamente. Estimamos que estas cifras se alcanzarán con una combinación de crecimiento orgánico e inorgánico aproximadamente a partes iguales y que en términos de EBITDA normalizado se superará incluso esta previsión (margen EBITDA normalizado del 11.1% vs 10%).
- ✓ A futuro, hemos considerado que la **estrategia de crecimiento inorgánico** se mantiene, ya que pensamos que el mercado es propicio para ello y la demanda de los clientes va a centrarse en compañías grandes con múltiples capacidades para satisfacer un gran abanico de necesidades. Por todo ello pensamos el crecimiento inorgánico como una parte más de la estrategia de la compañía.
- ✓ Adicionalmente, la compañía cuenta con un **equipo interno enfocado en el M&A**, dedicado a la búsqueda de objetivos con unos criterios de inversión muy claros: cultura corporativa complementaria, situación financiera saneada, una media de margen EBITDA del 10% y adquisiciones históricamente a 6-9x EV/EBITDA.
- ✓ Para financiar este crecimiento la compañía cuenta con una **situación financiera saneada** con una **DN/EBITDA21e de 2.2x**. Estimamos que este crecimiento inorgánico se financiará con recursos generados por la compañía y con deuda (unos EUR18M adicionales). El crecimiento del EBITDA asociado hará que el ratio no supere las 2.3x DN/EBITDA en ningún año de nuestras estimaciones.
- ✓ Alcanzamos una valoración de **EUR9.7 por acción**, con un **potencial del 35% sobre precios actuales** e iniciamos cobertura con una recomendación de Comprar. Pensamos que la combinación de crecimiento orgánico e inorgánico es muy razonable y genera valor. Hemos utilizado una g=3% y una WACC del 8.5%.

## CONTENTS

<b>1.</b>	<b>Historia de la compañía</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Modelo de negocio</b>	<b>5</b>
	2.1 Ejemplos reales de crecimiento con clientes	6
<b>3.</b>	<b>El crecimiento inorgánico</b>	<b>8</b>
<b>4.</b>	<b>Ventajas competitivas de Izertis</b>	<b>9</b>
<b>5.</b>	<b>Análisis de Mercado</b>	<b>11</b>
<b>6.</b>	<b>Plan Estratégico 2020-2023</b>	<b>13</b>
<b>7.</b>	<b>Izertis en Bolsa</b>	<b>14</b>
<b>8.</b>	<b>Equipo Directivo y estructura accionarial</b>	<b>15</b>
<b>9.</b>	<b>Eventos corporativos durante 2021</b>	<b>16</b>
<b>10.</b>	<b>Evolución 2018-2020</b>	<b>19</b>
<b>11.</b>	<b>Resultados H1 21</b>	<b>21</b>
<b>12.</b>	<b>Estimaciones GVC Gaesco 2021-2027</b>	<b>23</b>
<b>13.</b>	<b>DCF</b>	<b>26</b>
<b>14.</b>	<b>Comparables</b>	<b>27</b>
<b>15.</b>	<b>ESG Focus</b>	<b>28</b>
	ESG Scorecards	29
	ESG Positioning	30
	Izertis: SDGs	30
<b>16.</b>	<b>Conclusión</b>	<b>31</b>

## 1. Historia de la compañía

La compañía fue fundada por Pablo Martín, actual Presidente y Consejero Delegado, en 1996 en Gijón, Asturias. El 1 de julio de 1998, se constituyó la sociedad Chibip Servicios y Sistemas, S.L, germen de la actual Izertis.

Los primeros años la compañía desarrolló su actividad a nivel local con servicios de baja especialización, pero fue creciendo hasta alcanzar los 12 empleados en 2003.

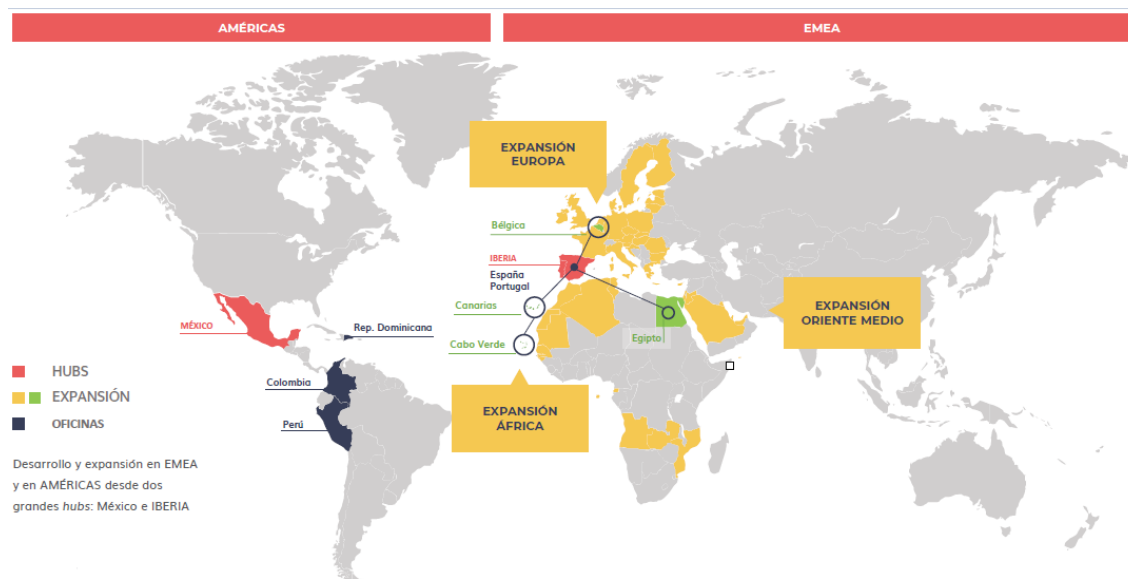
A partir de 2005 comenzó un periodo de crecimiento con foco en las Administraciones Públicas y clientes empresariales de mayor tamaño. Esto permitió aumentar la plantilla en 2009 hasta los 50 empleados, abriendo el ámbito de actuación a Cantabria y País Vasco.

En 2011, la compañía cambia su nombre a Izertis, S.L. y en 2012 se produce la primera adquisición de una empresa fuera de Asturias, concretamente en el País Vasco.

En 2015 se produjo el desembarco en México con la primera adquisición internacional, a su vez se abrieron oficinas en Bogotá y Lima, pasando la facturación internacional a suponer un 20% del total.

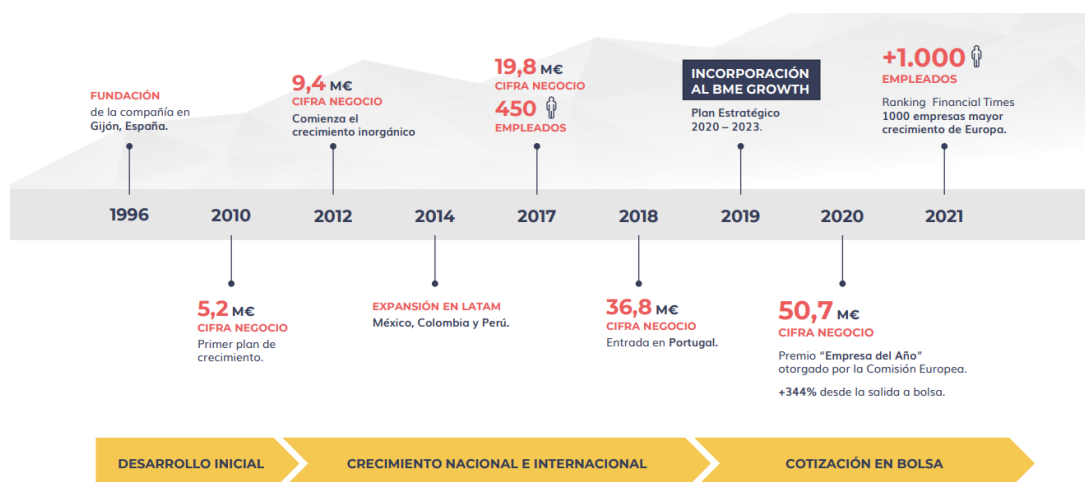
En 2018 se aceleró el proceso de crecimiento internacional con la adquisición de dos empresas en Portugal y en 2019 y 2020 se prosiguió la compra de compañías y unidades de negocio y a día de hoy la compañía sigue combinando crecimiento orgánico e inorgánico.

Actualmente, Izertis tiene presencia en 9 países y más de 1.000 empleados con proyectos y clientes en más de 50 países. La compañía tiene tres grandes Hubs (España, Portugal y Mexico) desde donde nacen todas las operaciones del grupo tal y como se observa en el siguiente gráfico:



Fuente: Izertis

A continuación, se muestra un gráfico resumen de la evolución de la compañía durante los últimos años:



Fuente: Izertis

Fruto de esta estrategia combinada de crecimiento orgánico e inorgánico son las 29 adquisiciones realizadas hasta el día de hoy que se detallan a continuación:

1998	<b>CHIPBP S.A.</b> Asturias. Unidad productiva	2018	<b>SPARKLEGEND CONSULTORIA LTDA</b> Portugal	2020	<b>OSITEL S.L.</b> Canarias
2012	<b>IASO INFORMÁTICA DE VIZCAYA S.A.</b> País Vasco	2018	<b>WHAT ABOUT TECHNOLOGIES S.L.</b> Cataluña	2020	<b>SLA CONSULTING S.L.</b> Madrid
2013	<b>DHARMA INGENIERIA S.L.</b> Madrid. Unidad productiva	2018	<b>PROGRAM MANAGEMENT OFFICE S.L.</b> Madrid	2020	<b>SOLID GEAR PROJECTS S.L.</b> Valladolid
2014	<b>ZESTO DIGITAL S.L.</b> Asturias	2019	<b>COVIRTIA S.L.</b> Madrid	2020	<b>TICMIND CONSULTING S.L.</b> Madrid
2015	<b>IZERTIS MÉDICO</b> México	2019	<b>DILIGENT SOLUTIONS S.L.</b> Santander	2020	<b>QUERES TECNOLOGÍAS S.L.</b> Galicia
2016	<b>ALSYS S.L.</b> Cataluña	2019	<b>ASESORÍA DISTRIBUCIÓN Y COMERCIALIZACIÓN INFORMÁTICA S.L.</b> Madrid	2021	<b>SASIDE CONSULTORS, S.L.</b> Cataluña
2016	<b>DESINOR DATA S.A.</b> País Vasco	2019	<b>IG BUSINESS SOLUTIONS</b> Portugal	2021	<b>REMBIC LDA.</b> Portugal
2017	<b>INTELIGENCIA SISTEMÁTICA 4 S.L.</b> Madrid	2019	<b>NTMK SERVICES S.A.</b> México. Unidad Productiva	2021	<b>GLOBE TESTING S.L.U. &amp; GLOBE TESTING NORTE S.L.</b> Madrid & País Vasco
2018	<b>DAX PRO S.A. DE C.V.</b> México. Unidad productiva	2019	<b>SADCI - DISTRIBUIÇÃO ECOMERCIALIZAÇÃO INFORMÁTICA LIMITADA</b> Portugal. Unidad Productiva	2021	<b>DATA ADVISER S.L.</b> Madrid
2018	<b>ACORDIANT TECHNOLOGIES LTDA.</b> Portugal	2020	<b>BC SISTEMAS DE COMUNICACIÓN S.L.</b> Cataluña		

Fuente: Izertis

## 2. Modelo de negocio

A nivel general, Izertis es una consultora tecnológica que facilita la transformación digital de las organizaciones mediante la innovación, la tecnología, servicios de consultoría y la externalización de soluciones.

La compañía ayuda a transformar los modelos de negocio de sus clientes desde múltiples puntos de vista, ofreciendo soluciones para toda la cadena de valor en multitud de sectores de actividad.

La consultora ha vivido desde su salida a Bolsa en 2019 un período de expansión acelerada y actualmente se encuentra en una fase de crecimiento en la que empieza a optar por grandes contratos en competencia con los grandes del sector.

Izertis trabaja con contratos generalmente de 1-2 años de duración si bien más del 60% actualmente son contratos recurrentes. En la mayoría de los casos la compañía empieza con proyectos pequeños que suelen ir creciendo con el tiempo en la medida que el cliente está satisfecho con el servicio. La compañía cuenta en la actualidad con más de la mitad del Ibex35 como clientes.

La facturación de Izertis se concentra en el mercado nacional, que supone el 81% del total de ingresos a cierre de junio de 2021.

La compañía cuenta con cuatro líneas de negocio principales (dos de las cuales son el principal foco de crecimiento):

- 1) Digital Transformation: en esta área hay tres sublíneas principalmente: i) Smart Software Labs (que ofrece canalizar los proyectos de desarrollo de software de manera eficiente con servicios como la consultoría de proyecto y tecnológica, el desarrollo a medida de software, el mantenimiento de aplicaciones, desarrollo de aplicaciones móviles...), ii) Digital Transformation (DXI, que comprende la innovación corporativa y la prestación de servicios en material de Transformación Digital e Innovación) y iii) Digital Experience (DEX, que abarca servicios de marketing digital especializados en desarrollar experiencias digitales como creatividad y diseño, posicionamiento SEO, online Ads, Diseño UX y web, e-commerce, Social Media...).

Esta línea es la que está teniendo un mayor peso dentro de la compañía, ya que suponía un 24% de los ingresos en 2019, un 31% en 2020 y 38% en H1 21. Este crecimiento viene dado por el crecimiento orgánico y por el impulso del crecimiento inorgánico en esta área.

- 2) Technological Infrastructures & Services: Esta actividad consiste en el diseño, provisión y explotación de infraestructuras tecnológicas bajo las siguientes líneas de servicio: i) Soluciones Data Center, ii) Soluciones de servicios cloud, iii) Puesto de trabajo y movilidad, iv) Soluciones de comunicaciones y v) Ciberseguridad. Además, la sublínea de Consultoría de negocio, Dirección de Proyectos y Servicios abarca los servicios de: Consultoría de negocio: ofrece una cartera de servicios con un enfoque estratégico (Reingeniería y Automatización de Procesos, Diseño Organizativo y Modelos de Negocio Operativos, Análisis Competitivo y Estrategia Comercial); Dirección de Proyectos y Servicios: definición e implantación de oficinas de gestión de programas y proyectos; y Soluciones de Dirección de Proyectos y Gestión de Servicios.

Esta línea tuvo un peso del 28% en 2019 y 2020 sobre el total de la cifra de negocios, subiendo hasta el 32% en H121.

- 3) Business Operations (outsourcing): Corresponde a la externalización de servicios TI y gestión de recursos especializados en la transformación digital, Tecnologías de la Información ("TI") y consultoría.

Esta línea tuvo un peso del 23% en 2019, del 21% en 2020 y del 17% en H1 21, reduciendo su peso dado el menor potencial de crecimiento de esta línea de negocio frente a las dos líneas anteriores, ya que la compañía está poniendo el foco en las

dos primeras divisiones. En 2019 y 2020 esta línea ha caído un -1% sobre el año anterior.

- 4) **Business Solutions:** Comprende la prestación de servicios de consultoría tecnológica dirigida a la mejora continua de los procesos de trabajo de los clientes. Las principales actividades de consultoría desarrolladas por esta área son: i) análisis funcional y técnico de procesos de negocio, ii) diseño, actualización y configuración de soluciones de negocio, iii) dirección y control de calidad de proyectos de implantación de soluciones de negocio, iv) formación y soporte a la implantación de soluciones aplicativas, v) mantenimiento correctivo y evolutivo de soluciones de negocio y vi) soporte continuado y global de soluciones aplicativas.

Esta línea tuvo un peso del 24% en 2019, del 20% en 2020 y del 13% en H1 21, con una caída significativa del -23% en H1 21, debido al mayor foco de la compañía en otras líneas de negocio con mayor potencial de crecimiento y generación de valor añadido.

La compañía está acometiendo un proceso de mejora de la eficiencia y reorganización estratégica en las dos últimas líneas de negocio. Estas líneas presentan un menor potencial de crecimiento y generación de valor añadido que las divisiones *Digital Transformation* y *Technological Infrastructure & Services*, y se está buscando optimizarlas para que sigan aportando y creciendo en el futuro en línea con el sector. Durante 2020 y 2021 se está produciendo dicha reorganización de los proyectos, no renovando aquellos de menor potencial de generación de valor añadido en el futuro, y eso está haciendo caer la facturación en ambas líneas a doble dígito. Se espera que esta reorganización termine en 2021 y para 2022 se pueda volver a crecer de manera moderada en estas líneas.

Mientras tanto, en las dos primeras líneas de negocio la compañía está poniendo el foco tanto en el crecimiento orgánico como el inorgánico, registrando crecimientos muy significativos.

## 2.1 Ejemplos reales de crecimiento con clientes

Para ver con mayor claridad este modelo de negocio a continuación detallaremos dos ejemplos de cómo la compañía está logrando aumentar los servicios prestados a clientes tanto geográficamente como del número de servicio y proyectos contratados.

### Ejemplo 1: Compañía industrial y de servicios

El primero de ellos es de una empresa industrial y de servicios, cliente desde 2014 y que ha tenido una evolución y crecimiento de los servicios prestados a lo largo de los años:

En 2014 se inició la relación con un estudio de implantación del “Puesto de trabajo virtual”, utilizando la tecnología Citrix y con un servicio recurrente de soporte a los servidores y red de comunicaciones en las instalaciones de este cliente en una región de España. Durante 2015 y 2016 estos proyectos continuaron y, tras el estudio inicial, se inicia el desarrollo e implantación del proyecto relativo al “Puesto de trabajo virtual”. Además, se amplía geográficamente el servicio recurrente de soporte a los servidores y red de comunicaciones a toda España. También se acomete la renovación de hardware, la actualización de sistemas operativos y servidores de aplicaciones, utilizando la tecnología Hyper-V y VMWare y por último se inicia el soporte a un nuevo departamento vinculado con la producción industrial.

En 2017 y 2018, la compañía logra ampliar geográficamente el servicio recurrente de soporte a los servidores y red de comunicaciones a varios países del sur de Europa y se inicia un proyecto de renovación de los Data Centers en España.

En 2019 y 2020, Izertis acuerda con el cliente el cambio de modelo en el servicio de soporte, basado principalmente en tareas de mantenimiento, catálogo de peticiones y medición de KPI's. Adicionalmente, se inicia un proyecto de migración a la nube en el sur de Europa y se consigue ampliar geográficamente el servicio recurrente de soporte a los servidores y red de comunicaciones a toda Europa.

Por último, en 2021 se inicia el desarrollo de un nuevo proyecto vinculado con el servicio de monitorización de todos los servicios tecnológicos del cliente a nivel europeo.

#### Ejemplo 2: ThyssenKrupp

Izertis empieza a trabajar con esta multinacional en 2017 para cubrir una necesidad específica: ThyssenKrupp precisa el desarrollo de una aplicación que fuera escalable y flexible, para monitorizar en tiempo real y controlar en remoto sus ascensores. Inicialmente esta aplicación estaba destinada a la planta de Asturias.

Para ello, Izertis desarrolla una solución web en la que la monitorización y ejecución de órdenes se produce en tiempo real y todos estos datos son almacenados por la herramienta para su posterior análisis en *dashboard* o estadísticas.

Desde ese momento hasta hoy, esta aplicación se ha convertido en un sistema de monitorización global a nivel mundial del Grupo ThyssenKrupp para controlar gran parte de sus activos industriales como escaleras y pasillos mecánicos, además de ascensores y elevadores.

Adicionalmente, Izertis ha incorporado diferentes soluciones para ThyssenKrupp en los últimos años como la planificación automática de la planta de Asturias, sistemas de control y gestión de calidad, sistemas de gestión de tiempos, dedicado a proyectos de obras y seguimiento de estas.

Por último, a raíz de la pandemia provocada por el SARS-COV-2 y la recomendación de minimizar los contactos dada su alta capacidad de propagación, Izertis ha desplegado un sistema basado en códigos QR, con el que el usuario pudiese utilizar los ascensores sin tener que entrar en contacto físicamente con los pulsadores.

Tal y como se ha observado anteriormente, la compañía ha conseguido en muchos de los casos ir aumentando el número de servicios que se le provee al cliente y aumentando en algunos casos también la huella geográfica donde esos servicios se proveen.

Actualmente la compañía tiene más de un 60% de los ingresos recurrentes (es decir, con contratos entre 1 y 2 años de duración que se van renovando o que van aumentando) y este porcentaje es creciente año tras año. El peso de la Administración Pública se sitúa en niveles inferiores al 20% y la compañía está consiguiendo adentrarse en concursos de contratos más grandes a los cuales antes no podía acceder. Su tamaño le otorga versatilidad para poder acometer proyectos pequeños u otros de mayor entidad.

### 3. El crecimiento inorgánico

Izertis tiene el crecimiento inorgánico como uno de los pilares estratégicos sobre los que sustenta su desarrollo futuro. La compañía ha sido una de las pocas que ha lanzado un plan estratégico al mercado con objetivos para 2023 (EUR125M de cifra de negocios con un margen EBITDA normalizado del 10%) que incluyen crecimiento orgánico e inorgánico, demostrando su compromiso con sus inversores.

Este compromiso se ha ido confirmando en los últimos años con cinco adquisiciones en 2018, seis en 2019 y la misma cifra en 2020 y cuatro en 2021. Por lo tanto, la compañía muestra credibilidad en esta estrategia de crecimiento.

Adicionalmente, como se ha visto anteriormente el mercado es propicio para este tipo de crecimiento ya que hay un gran número de posibles objetivos que, en muchas ocasiones, se acercan a Izertis para sondear una operación corporativa y poder crecer.

Izertis ofrece en la mayoría de los casos una proyección para el personal de la compañía adquirida e integrar sus servicios para poder dar un servicio global a los clientes. De esta manera, la compañía adquirida puede seguir su crecimiento, que de manera individual le exigía unas inversiones a las que no podían hacer frente, y a la empresa que adquiere le permite obtener recursos, capacidades y know-how de manera rápida y pasar a ofrecer dichos servicios a sus clientes, aumentando su porfolio de servicios.

La compañía tiene fuertemente organizado el proceso de M&A ya que cuenta con un equipo interno formado por seis personas y varios colaboradores externos que están permanentemente analizando oportunidades de crecimiento.

La estrategia de crecimiento inorgánico de Izertis pasa por cumplir tres criterios principalmente: i) una presencia geográfica que sea complementaria a la actual o que sirva para ampliar su actividad en un territorio en el que ya se está, ii) un tipo de producto que no exista o que sea complementario al porfolio actual y iii) una posible complementariedad de los clientes de la compañía adquirida, es decir, que la empresa ya esté ofreciendo algunos servicios a dicho cliente y con la adquisición se pueda complementar el offering, o que se trabaje con determinados clientes en determinadas geografías y que la adquisición permita ampliar este *scope*.

Además, se busca que haya una complementariedad cultural, es decir que la cultura empresarial de ambas compañías se pueda adaptar con facilidad, ya que es un elemento clave en la estrategia de integración de Izertis.

El proceso se divide en cuatro fases: una primera fase de estudio, una fase de LOI (Letter of Intentions) una vez que hay principio de acuerdo, una fase de *due diligence* que confirme la información obtenida y finalmente el SPA (*Share Purchase Agreement*), es decir, el contrato de compraventa final. Izertis mantiene un pipeline continuo de actividad en estos procesos, de tal manera que, en el mismo momento, puede haber una o varias compañías en la misma y/o distintas fases.

A su vez Izertis busca objetivos que estén bien financiados y con un margen EBITDA medio del 10%. El ratio EV/EBITDA habitual suele estar históricamente en torno a 6-9x en las operaciones realizadas y las principales sinergias suelen ser de ingresos.

Por todo ello, incorporaremos crecimiento inorgánico en nuestras estimaciones, ya que lo consideramos una parte más de la estrategia de la compañía y además, hay un compromiso público por parte de Izertis hacia el mercado de alcanzar una cifra de negocios y EBITDA normalizado para 2023 incluyendo crecimiento orgánico e inorgánico.



Fuente: Izertis



## 4. Ventajas competitivas de Izertis

Dentro de la gran diferenciación que existe en el mercado, la compañía cuenta con cuatro ventajas competitivas que son diferenciadoras y que le permiten lograr un desempeño superior al de sus competidores:

- 1) Proveedor táctico dentro de la cadena de valor de sus clientes: La compañía dispone de un tamaño reducido en comparación con los grandes del sector, pero a su vez un equipo especialista con cartera de servicios diferencial y altamente técnica en el segmento de la transformación digital. Esta combinación le permite acometer proyectos de todo tipo que los competidores más grandes no acometen al no ser grandes proyectos estratégicos y los pequeños no tienen capacidad para realizarlos.
- 2) Cartera de clientes diversificada por sector y mercado y elevada calidad crediticia. En cuanto a la concentración de clientes, el Top 10 de clientes aportan un 30% de la facturación aproximadamente y el Top 20 un 40%, por lo que la atomización de clientes es relevante. Tal y como observamos en las siguientes tablas, el número de clientes por cada uno de los sectores es muy grande y está presente en prácticamente todos los ámbitos de actividad. Su gran porfolio de servicios y su flexibilidad le dan amplias posibilidades, cubriendo toda la cadena de valor de los clientes. Adicionalmente, se produce en muchos sectores un “efecto llamada” que supone realizar proyectos similares en compañías del mismo sector que han visto el éxito que ha tenido algún proyecto en un competidor del mercado. En las siguientes tablas se observa el gran número de clientes y la variedad de sectores en los que la compañía presta sus servicios:









Banca	Seguros	Mutuas de Trabajo & Seguros de Salud	Salud	Farma	Admón. Publica	Turismo & Hoteles									

Fuente: Izertis

Telco & Media	Energía & Utilities	Tecnología	Industria	Servicios	Retail, Logística & Distribución	Real Estate									

Fuente: Izertis

- 3) Amplio *offering* sin dependencia de sectores ni líneas de negocio: Su amplia cartera de servicios permite ofrecer múltiples soluciones a sus clientes en muchos ámbitos de su operativa.

 <p><b>EXPERIENCIAS DIGITALES</b> Genera experiencias digitales que enganchen a tus clientes y construyan relaciones duraderas y de confianza.</p>	 <p><b>DATOS &amp; INTELIGENCIA ARTIFICIAL</b> Toma el control de tus datos y aplica IA para para obtener información que te permita tomar decisiones de negocio Data-Driven.</p>
 <p><b>SOLUCIONES DE SOFTWARE</b> Pon la tecnología al servicio de tu organización con soluciones de software adaptadas a tus necesidades.</p>	 <p><b>INFRAESTRUCTURAS TECNOLÓGICAS</b> Construye una infraestructura tecnológica que te permita disponer de tus servicios internos y externos en cualquier lugar y dispositivo.</p>
 <p><b>HYPER AUTOMATIZACIÓN</b> Obtén el máximo rendimiento de tu organización automatizando tareas y replanteando tus procesos internos para minimizar la burocracia.</p>	 <p><b>TRANSFORMACIÓN DE NEGOCIO</b> Transforma tu negocio reinventando tus procesos y convirtiendo a las personas en el motor del cambio.</p>
 <p><b>GESTIÓN DE PROYECTOS</b> Gestiona tus proyectos de forma eficiente con modelos <i>agile</i> y prioriza aquellos que tienen más impacto en tu negocio.</p>	 <p><b>CIBER SEGURIDAD</b> Asegura tu organización contra ataques externos mediante herramientas y procesos que garanticen la seguridad de la información y la continuidad del negocio.</p>

Fuente: Izertis

- 4) Vientos de cola sectoriales: Los procesos de digitalización de las empresas se han visto acelerados por el impacto del Covid-19 y van a vivir un impulso con los fondos Next Generation que recibirá España en el marco del Plan de Recuperación de la UE. Este tipo de fondos podrán ser utilizados por las empresas para mejorar su digitalización y compañías como Izertis se beneficiarán de ese incremento de presupuestos en esta área.

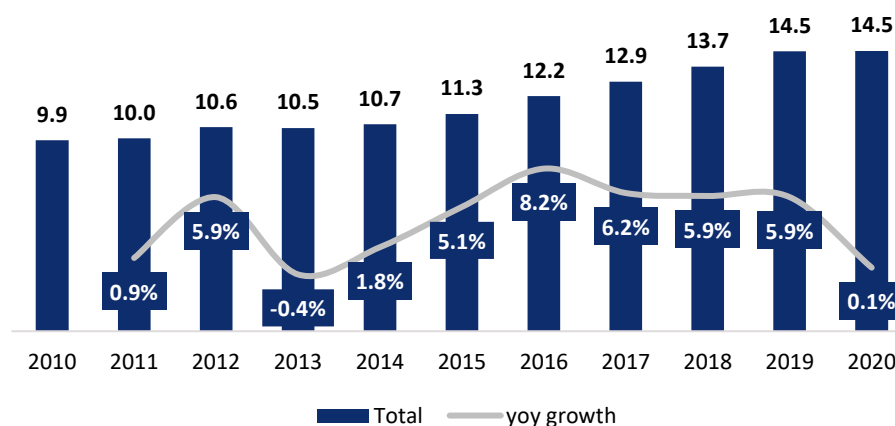
Los cuatro puntos anteriores se enmarcan dentro de una compañía con un fuerte enfoque hacia el I+D+i, con una continua proyección hacia servicios caracterizados por estar a la vanguardia de la tecnología.

## 5. Análisis de Mercado

La compañía opera en el mercado de la consultoría, particularmente en el de la consultoría tecnológica.

La Asociación Española de Empresas de Consultoría (AEC) publica todos los años un informe sobre la situación del sector. El último disponible con datos de 2020 muestra un crecimiento del 0.1% de la actividad, afectado por el impacto del Covid-19 aunque con una evolución significativamente mejor que el PIB nacional (-10.8%). Para 2021 el organismo estima un crecimiento del 6.2% recuperando la senda vista en los últimos años.

Ingresos del sector de consultoría España  
2010-2020 (kM€)



Fuente: AEC

Por lo tanto, las perspectivas a nivel sectorial para la compañía son muy positivas ya que consideramos que el sector de la consultoría tendrá una rápida recuperación y más aún todo lo relacionado con entornos digitales, ya que muchas empresas están transformando sus actividades hacia un entorno más digital y entra de lleno en la especialización que tiene Izertis.

El sector de la consultoría es, además, un sector muy ligado al PIB y todos los organismos internacionales coinciden en marcar un crecimiento del PIB español para los próximos años, más acusado en 2021, 2022 y 2023 y que se irá estabilizando en los años siguientes en torno a un 2% anual.

Adentrándonos en un mayor detalle en el sector específico en el que opera Izertis, es importante entender la configuración del mercado de la consultoría tecnológica en España y Portugal (principales mercados de Izertis) para entender posteriormente el investment case de la compañía.

El mercado se encuentra muy atomizado con una multitud de compañías pequeñas (con facturaciones menores a EUR1M) con servicios especializados de nicho y con tecnología avanzada, pero sin posibilidades económicas de crecer y ganar tamaño. Por otro lado, existen apenas unas 15 grandes empresas en España con facturaciones superiores a los EUR200M.

Esto hace imprescindible el crecimiento inorgánico para sobrevivir en el mercado, ya que el aumento de demanda de capacidades y servicios por parte de los clientes no puede ser cubierto únicamente con crecimiento orgánico. Diversos estudios indican que en España hay unas 650 empresas en el sector, de las cuales únicamente unas 100 facturan más de EUR10M al año. Por lo tanto, la atomización del mercado es un elemento clave para entender el futuro del mismo.

En el cuadro siguiente se observa un resumen de la configuración del mercado, con datos estimados de 2020, previamente explicada:

<p><b>&gt; € 1.000 M</b></p> <p>Minsait (Indra) Everis Accenture</p>	<p><b>&gt; € 500 M &lt; € 1.000 M</b></p> <p>Capgemini Inetum Seidor</p>	<p><b>&gt; € 50 M / &lt; € 100 M</b></p> <p>Vector      Axpe Entelgy      Babel Alten      UST Getronics      AT Sistemas Cibernos      Satec Avanade      Plexus CMC      Stratesys Atmira      Izertis Neoris      Abast Omega Peripherals</p>
<p><b>&gt; € 200 M / &lt; € 500 M</b></p> <p>Atos      Oesia      T- Systems Sopra Steria      DXC      Ibermática Ricoh</p>		
<p><b>&gt; € 100 M / &lt; € 200 M</b></p> <p>Vass      GFT      Altia</p>		

Fuente: Izertis & GVC Gaesco

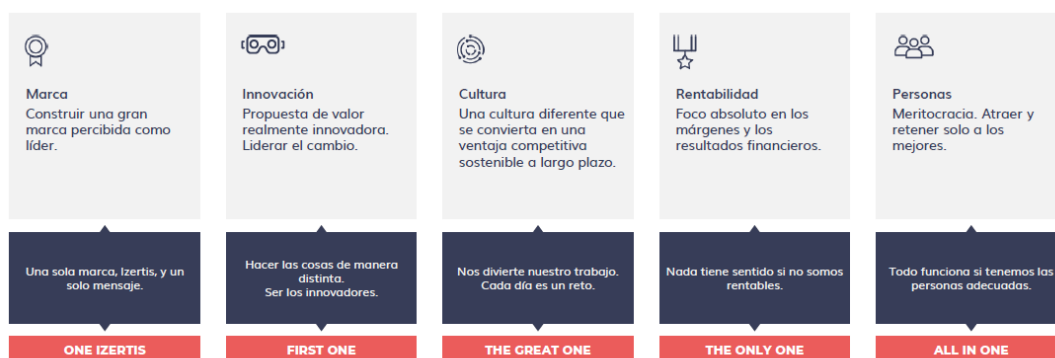
A esto hay que sumarle la escasez de perfiles tecnológicos que actualmente hay en España y la alta tasa de rotación de este tipo de empleados que existe. El desbloqueo de presupuestos millonarios para la digitalización de muchas empresas ha acarreado una aceleración en la demanda de perfiles que ha chocado contra una oferta que no logra cubrir esta gran demanda. Ante esto, fenómenos como el teletrabajo han ayudado a lograr captar talento de manera deslocalizada pero sigue haciendo falta una gran masa de mano de obra especializada.

Esto provoca que la manera más eficiente y rápida de poder crecer y adquirir capacidades sea mediante el crecimiento inorgánico, ya que la formación de perfiles en materias técnicas y específicas es larga y laboriosa.

## 6. Plan Estratégico 2020-2023

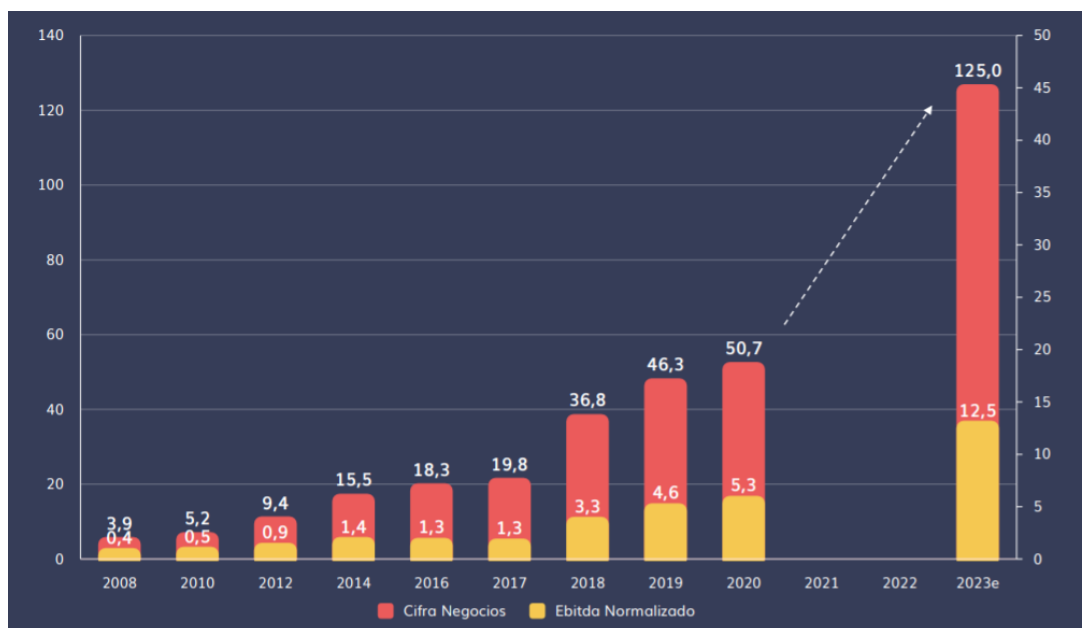
El 31 de enero de 2020, apenas dos meses después de la salida a bolsa, la compañía anunció mediante Hecho Relevante su objetivo para 2023: lograr EUR125M de cifra de negocios con un margen EBITDA normalizado del 10%.

Como se ha comentado con anterioridad, este plan recoge tanto crecimiento orgánico como inorgánico como parte inherente a la progresión de la compañía. La estrategia se basa en los cinco pilares estratégicos que se resumen a continuación:



Fuente: Izertis

Es reseñable destacar que pese al fuerte impacto que ha tenido la pandemia del Covid-19 en el sector (como se ha observado en el análisis de mercado), la compañía no ha variado este objetivo, que sigue reiterando en sus diversas comunicaciones al mercado:



Fuente: Izertis

Como se puede observar, la compañía tiene una probada credibilidad en cuanto a crecimiento. El CAGR de cifra de negocios y EBITDA 2010-2020 estuvo en torno al 25% en ambos casos. En el período 2017-2020 el CAGR de la cifra de negocios fue del 37% y del EBITDA del 60%. Por último, el CAGR estimado para 2020-2023 es del 35% para la cifra de negocios y del 33% para el EBITDA, cifras que consideramos razonables visto el histórico.

La compañía reafirma su vocación de generación de valor a largo plazo con la fijación de objetivos para 2023, sin estimaciones en el corto plazo, debido a la alta dinamicidad del

sector. De esta manera la compañía busca una base accionarial comprometida con esta generación de valor a largo plazo.

Teniendo en cuenta lo mencionado en los puntos anteriores (crecimiento orgánico por encima del sector y exitoso historial de adquisiciones), consideramos que Izertis alcanzará los objetivos marcados en su plan estratégico para 2023, estimando incluso un comportamiento del margen EBITDA normalizado superior al anunciado por la compañía (11.1% vs 10%) debido a los resultados de 2020 y las estimaciones para 2021.

## 7. Izertis en Bolsa

Izertis sale a cotizar al BME Growth el 25 de noviembre de 2019 a EUR1.7 por acción tras una ampliación de capital por importe de EUR3.4M. El valor compañía en el momento de la salida fue de EUR33M.

La compañía ha vivido un crecimiento muy significativo en los dos años que lleva en BME Growth, tanto en la cotización como en el volumen negociado. La evolución bursátil de la compañía y sus principales hitos han sido los siguientes:



Fuente: Tradingview y GVC Gaesco Valores

Actualmente la cotización se sitúa en EUR7.2 por acción (x4.2 frente a la salida a bolsa) y la capitalización de la compañía es de EUR168M.

En términos de volumen negociado la acción también ha tenido un muy buen comportamiento desde noviembre de 2019 según datos del BME Growth. Destacamos principalmente un interés creciente de la comunidad inversora en la acción de Izertis, que se manifiesta también del volumen negociado en euros, que pasó de EUR11.6M en 2020 a EUR31.8 hasta noviembre de 2021.

Volumen negociado	miles de acciones	Var %	miles de euros	Var %
2019	702		1,941	
2020	2,188	212%	11,640	500%
2021 (hasta 26/11)	3,892	78%	31,774	173%

Fuente: BME Growth

## 8. Equipo Directivo y estructura accionarial

El Consejo de Administración de la sociedad está compuesto por 8 miembros:

- Pablo Martín: Fundador, Presidente y Consejero Delegado de la compañía, a través de Laren Capital, S.L.U.
- Sheila Méndez Núñez: Consejera Dominical, Directora del Área Digital Transformation
- Lourdes Argüelles García: Consejera Dominical, Directora Financiera de Izertis
- Manuel Rodríguez Pasarín: Consejero Dominical, Director del Área Technological Infrastructures & Services de Izertis
- Diego Cabezudo Fernández de la Vega: Consejero Independiente, y actual Consejero Delegado de Gigas Hosting, S.A.
- Arturo Díaz Dapena: Consejero Dominical. Socio de la Oficina de Kreston Iberaudit Asturias y Vicepresidente Ejecutivo de Kreston Iberaudit. Presidente de la Agrupación Territorial 9ª del Instituto de Censores Jurados de Cuentas (ICJCE).
- Carlos Sartorius Witte: Consejero Independiente
- Jaime Echegoyen Enríquez de la Orden: Consejero Independiente

La compañía ha reforzado el perfil de los órganos corporativos en los últimos meses tanto en el Consejo de Administración como en el Equipo Directivo, con la incorporación de varios directivos de primer nivel. Izertis está incorporando talento externo para reforzar la estructura de la compañía y dotarla de una mayor robustez y experiencia.

Al Consejo de Administración se han incorporado Carlos Sartorius que fue Vicepresidente Ejecutivo de Ventas y Servicios de Citrix Global, Vicepresidente y General Manager de HP Networking de HP, COO Global de Orange, Vicepresidente de Avaya en EMEA y Vicepresidente y General Manager de Motorola para EMEA, así como Jaime Echegoyen, exconsejero Delegado de Bankinter y de Barclays España y Presidente del fondo Trade & Working Capital (TWC).

En relación al equipo directivo, en febrero se incorporó Rafael Cavanillas, que lidera la Dirección de Relación con Inversores y Desarrollo Corporativo con experiencia previa en Ahorro Corporación, Azkar y Vueling. En el mes de mayo se unió a la compañía Segor Teclesmayer como Director de People & Culture, con una larga experiencia en consultoras, particularmente en los últimos años en Everis y KPMG; en el mes de junio se incorporó Irene Sáenz de Santa María, que lidera el departamento jurídico como Legal Counsel y Secretaria del Consejo de Administración, y cuenta con larga experiencia en diversos despachos españoles de reconocido prestigio en el asesoramiento a sociedades cotizadas y sometidas al control de la CNMV. Por su parte, en septiembre se incorporó Pablo Morales para liderar la Dirección Comercial y de Marketing, con experiencia previa en Ricoh España y Oracle.

La estructura accionarial está controlada por el equipo directivo (incluyendo al Presidente de la compañía que posee un 59.2% a través de Laren Capital, S.L.U.), que cuenta con la mayoría del capital según se observa en la siguiente tabla

Estructura accionarial Noviembre 2021	
Accionistas	% participación
Laren Capital, S.L.U.	59.2%
Management Team	15.3%
Santander AM	2.0%
Others	23.5%

Fuente: BME Growth

Se observa la alineación de intereses entre el equipo directivo y los accionistas, lo que refrenda el compromiso a largo plazo de los directivos.

## 9. Eventos corporativos durante 2021

### Adquisiciones realizadas en 2021

- El 13 de Abril de 2021, la compañía anunció la compra del 100% de la sociedad 3Aside Consultors, S.L, una consultora de Barcelona especializada en el desarrollo de aplicaciones tecnológicas llave en mano.

La sociedad facturó en 2020 más de EUR4M, con un EBITDA de EUR0.34M, así como una caja neta de EUR857k.

La operación se cerró a un precio de EUR3.75M con un variable máximo de EUR0.6M ligado a los resultados de 2021. El pago se realizó en efectivo y en acciones.

3Aside Consultors, S.L., cuenta con importantes clientes en sectores como banca, seguros, industria farmacéutica, energía o administración pública, y aporta un gran equipo técnico con una larga experiencia en proyectos de desarrollo de software, donde destaca su portfolio de soluciones específicas para recursos humanos y mejora de procesos.

- El 30 de Abril de 2021 la compañía anunció la adquisición del 100% de la sociedad portuguesa Rembic LDA (Rebis Consulting), especializada en Data & Intelligence.

La sociedad facturó en 2020 EUR.1.4M, con un EBITDA de EUR15k y una deuda financiera neta de EUR154k.

La operación se cerró a un precio de EUR0.7M con un variable máximo de EUR1.3 ligado a resultados de 2021. La operación se ha desembolsado con acciones de autocartera y efectivo.

Actualmente, Rembic, Lda., es uno de los partners SAP de referencia en Portugal, posicionándose como un player estratégico en especialidades como SAP Analytics Cloud, SAP Hana, Business Intelligence o Data Services, entre importantes clientes de sectores como banca, energía, seguros, retail, alimentación, o telecomunicaciones.

- El 1 de julio de 2021 la compañía anunció la adquisición del 100% de dos compañías: Data Adviser, S.L.y Globetesting, con las que se incrementa el portfolio de servicios en las especialidades de testing, consultoría, desarrollos en la nube, gestión de instalaciones e infraestructuras, y virtualización de servidores y aplicaciones.

Data Adviser, S.L., centra su actividad en el desarrollo de software mediante procesos DevOps para grandes corporaciones. Asimismo, dispone de una gran experiencia en la implantación de soluciones de virtualización, desarrollos en la nube, gestión de instalaciones e infraestructuras y gobierno del dato. Entre sus clientes se encuentran conocidas firmas de banca, seguros, logística o construcción.

En 2020 facturó EUR1.7M, con un EBITDA de EUR0.1M y una deuda financiera neta de EUR0.35M.

La transacción se ha cerrado a un importe de EUR0.3M con un variable máximo de EUR0.6M ligado a resultados de 2021 pagaderos en acciones y efectivo.

Mientras tanto bajo Globetesting se engloban dos compañías especializadas en desarrollos en la nube, gestión de instalaciones e infraestructuras y virtualización de servidores y aplicaciones, que llevan a cabo pruebas de software, tanto funcionales como de rendimiento y seguridad. Entre sus clientes se encuentran compañías de los sectores de telecomunicaciones, banca, seguros, aerolíneas y constructoras, principalmente en España, Suiza y Alemania.

En 2020 facturó EUR2.9M, tuvo un EBITDA de EUR0.264M y tenía una posición neta de caja de EUR0.46M.



La transacción se ha cerrado a un precio de EUR3.2M con un variable máximo de EUR6.8M en función de los resultados de 2021 y 2022. El pago se ha dividido en acciones y efectivo.

El resumen de las distintas combinaciones de negocios y su registro contable es el siguiente:

	30/06/2021
<b>Coste de la combinación de negocios</b>	
Importe pagado	3.630.621
Efectivo	1.791.794
Instrumentos de patrimonio emitidos	1.838.827
Instrumentos de patrimonio pendientes de emitir	1.200.002
Subrogación de deuda	172.807
Importe pendiente	4.787.378
<b>Activos Adquiridos</b>	
Inmovilizado intangible	219.642
Inmovilizado material	137.770
Inversiones financieras a largo plazo	238.039
Activos por impuesto diferido	129.400
Existencias	547
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	1.691.501
Otros activos financieros a corto plazo	114.267
Periodificaciones a corto plazo	3.041
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2.301.603
<b>Pasivos Asumidos</b>	
Provisión para retribuciones y otras prestaciones	90.000
Deudas a largo plazo	1.091.466
Impuesto diferido	239
Deudas a corto plazo	181.027
Periodificaciones a corto plazo	66.931
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.356.085
Valor razonable de los activos adquiridos y los pasivos asumidos en los negocios adquiridos	2.050.062
<b>Fondo de comercio</b>	<b>7.740.746</b>

Fuente: Izertis

### Hechos relevantes ocurridos durante 2021

A continuación, resumimos una serie de hechos acontecidos durante 2021 que tienen relevancia para entender la situación actual de la compañía:

- En enero se cerró la primera emisión de pagarés por importe de EUR5M con vencimiento a 4 meses con un interés del 1% anual. Esta emisión se enmarca en un programa de pagarés por un importe total máximo de EUR30M y con vigencia hasta el 30 de diciembre de 2021.
- A finales del mismo mes de enero se anunció la firma de un acuerdo de financiación de EUR4M con Inveready mediante la emisión de obligaciones convertibles. El tipo de interés efectivo es del 3.5% con un PIK del 3.5% y un vencimiento en diciembre de 2026. La conversión se realizará a un precio de EUR7.65 por acción en un plazo mínimo de 18 meses desde la emisión. Tras esta emisión, Inveready podrá nombrar un representante con voz pero sin voto en el Consejo de Administración de Izertis.

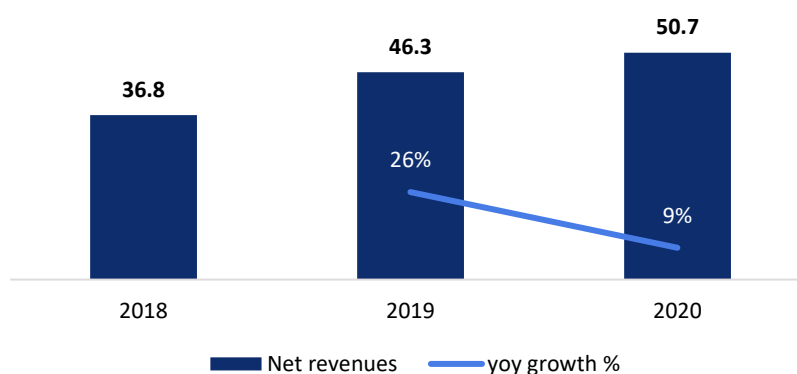
- En febrero se cerró la ampliación de capital anunciada en noviembre de 2020 por importe de EUR5M a un precio de EUR4.88 por acción con la incorporación de 1.024 millones de acciones al capital de Izertis.
- En el mes de marzo, el grupo industrial asturiano Melca adquiere el 1.2% de la sociedad a un precio de EUR7 por acción.
- En el mes de abril, Santander Asset Management adquirió el 2% de la sociedad a un precio de EUR8 por acción.
- En el mes de abril se realizó la segunda emisión de pagarés por importe de EUR7M con vencimiento entre 3 y 12 meses con un interés entre el 0.9% y el 1.1%, tras el vencimiento de la primera emisión.
- En el mes de julio se anunció una ampliación de capital sin derechos de suscripción preferente por importe de EUR3.8M para dar entrada a nuevos inversores institucionales. El precio de la ampliación fue de EUR7.67 por acción.
- A finales de julio se realizó la tercera emisión de pagarés por importe de EUR3M, con vencimiento a tres meses y un interés del 0.82%.
- Obtención de financiación por parte del Banco Santander a través del Fondo Smart por importe de EUR10M en el mes de septiembre. Este importe se desembolsará en dos tramos de EUR5M uno a finales de 2021 y otro durante 2022. El principal tendrá como fecha de vencimiento julio de 2027.
- En el mes de octubre se realizó la cuarta emisión de pagarés por importe de EUR7.3M con vencimiento a 90 días y un interés del 0.702%

## 10. Evolución 2018-2020

Izertis ha tenido durante los tres últimos años desde su salida a Bolsa en noviembre de 2019 un crecimiento sobresaliente combinando el efecto orgánico e inorgánico.

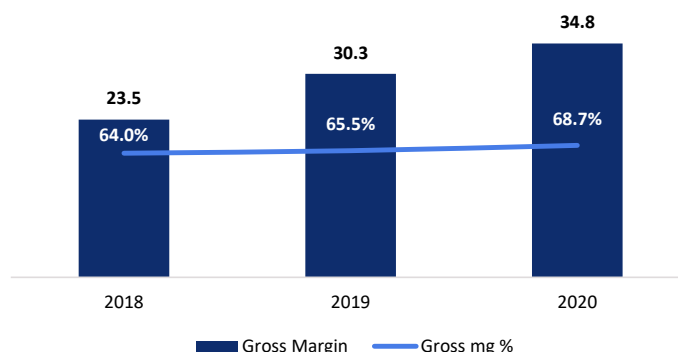
Como se ha detallado anteriormente, la compañía realizó en 2018 5 adquisiciones, en 2019 realizó 6 operaciones de M&A y en 2020 adquirió otras 6 compañías, lo que le han permitido tener un crecimiento muy significativo. Hay que tener en cuenta que sobre todo desde 2019 la compañía está realizando un ajuste de los proyectos a realizar en las líneas de negocio de Business Operations y Business Solutions para centrarse en actividades de mayor margen y valor añadido y este efecto está lastrando el crecimiento del Grupo. Este efecto, más el efecto del Covid en algunos proyectos ha provocado que el crecimiento en 2020 haya sido inferior al reportado en años anteriores (+9%).

Net revenues (M€) & yoy growth (%)



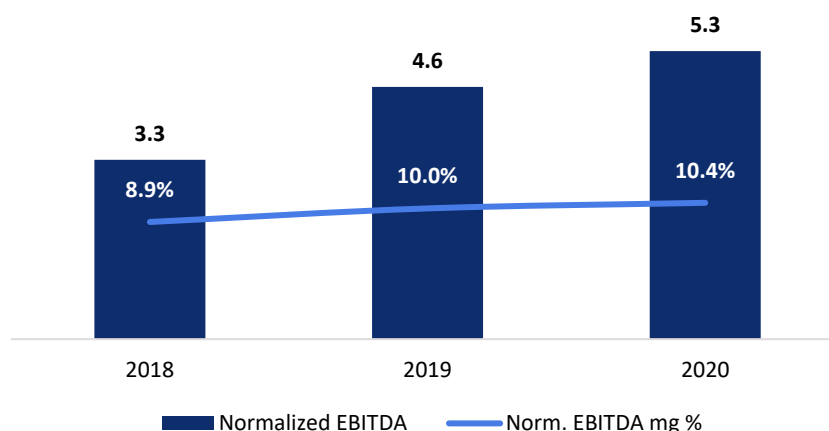
Más allá del efecto de las operaciones de M&A, la mejora de la operativa y de la eficiencia de la compañía se está observando en el aumento del margen bruto de la misma, que ha tenido un crecimiento notable en los últimos años. Esto implica que las adquisiciones están materializando sinergias tanto de ingresos como de costes y que la compañía no está “engordando” únicamente, sino que cada vez acomete proyectos de mayor valor añadido y los realiza con una mayor eficiencia operativa.

Gross margin (M€) & Mg (%)



En relación al EBITDA, la compañía reporta el llamado EBITDA normalizado, que excluye del cálculo aquellas partidas no recurrentes o extraordinarias. La mejora de márgenes que se observaba anteriormente también se está llevando a cabo a nivel EBITDA y cada año se está consiguiendo unos ratios superiores, mejorando incluso el objetivo del plan estratégico 2020-2023 de la compañía que es alcanzar el 10%.

### Normalized EBITDA (M€) & Mg (%)



Por lo tanto, se observa un crecimiento notable desde la salida a bolsa de la compañía que se ha visto reflejado en una estrategia de crecimiento inorgánico que ha acompañado al crecimiento orgánico de Izertis con un mayor número de clientes y de servicios prestados a los mismos, como se ha observado en los dos casos de éxito presentados.

En cuanto a la gestión del circulante, la compañía tiene un negocio que tradicionalmente no exige grandes variaciones en este sentido. Su periodo medio de cobro es de c.60 días, y el periodo medio de pago se sitúa en c.50 días. Adicionalmente, como se ha comentado anteriormente, la consultora ha iniciado durante este ejercicio un programa de pagarés para ayudar la gestión del circulante en ejercicios de alta actividad de M&A como este, por ejemplo. Cotizar en el BME Growth y disponer de un rating de Axesor (BB) le permiten tener esta vía de financiación por un máximo de EUR30M. A fecha de hoy Izertis tiene emitidos pagarés por un importe total de EUR8.3M.

Para la financiación a corto plazo la compañía también utiliza factoring sin recurso, que alcanza los c.EUR3M a cierre de junio de 2021.

Es relevante destacar que Izertis utiliza un criterio de contabilidad prudente por el cual registra en balance los pagos variables acordados en sus operaciones de M&A como obligaciones de pago. De esta manera, si no se cumplen los objetivos, estas provisiones son revertidas.

## 11. Resultados H1 21

Izertis presentó resultados del primer semestre de 2021 en los cuales se observa el fuerte crecimiento que ha tenido durante los seis primeros meses del año, siendo la vía inorgánica una parte importante de este crecimiento, ya que las adquisiciones realizadas han empezado a consolidar en el mes de abril.

A efectos informativos se incluye también los datos de H1'19 para tener una mejor perspectiva preCovid:

### IZERTIS. POST-H1'21 RESULTS.

EURm	H1'19	H1'20	H1'21	Δ% y/y
<b>Total income</b>	<b>22.66</b>	<b>25.18</b>	<b>31.71</b>	<b>26.0%</b>
Digital Transformation	4.58	6.47	11.63	79.9%
Technological Infrastructures & Services	6.17	7.53	9.60	27.4%
Business Operations	5.60	5.42	5.11	-5.8%
Business Solutions	5.31	5.00	3.86	-22.7%
Others	0.11	0.00	0.07	1921.9%
Other income (non operative)	0.90	0.76	1.44	88.8%
<b>Supplies</b>	<b>-8.24</b>	<b>-7.92</b>	<b>-8.61</b>	<b>8.7%</b>
<b>Gross margin</b>	<b>14.42</b>	<b>17.26</b>	<b>23.10</b>	<b>33.9%</b>
% gross margin	63.6%	68.5%	72.8%	4.3pp
Personnel costs	-10.44	-14.11	-18.41	30.5%
Other general costs	-2.23	-1.72	-2.00	16.5%
Other results	-0.03	0.22	0.05	-76.6%
Impairment & Results of sale of assets	0.00	0.00	0.00	n.a
<b>EBITDA</b>	<b>1.71</b>	<b>1.65</b>	<b>2.75</b>	<b>67.0%</b>
other non recurrent costs	0.00	0.25	0.31	24.4%
<b>Normalized EBITDA</b>	<b>1.71</b>	<b>1.90</b>	<b>3.06</b>	<b>61.3%</b>
<b>Normalized EBITDA mg (%)</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>10.1%</b>	<b>2.3pp</b>
<b>EBIT</b>	<b>0.19</b>	<b>0.04</b>	<b>0.52</b>	<b>1080.5%</b>

Source: Izertis & GVC Gaesco Valores

La compañía incluye como gastos no recurrentes los relativos a una reestructuración de personal (EUR239k) y gastos derivados de operaciones de M&A (EUR74k).

Uno de los aspectos más relevantes es el progresivo aumento del peso de los ingresos de Digital Transformation sobre el total de la compañía, alcanzando casi el 40% gracias al crecimiento orgánico e inorgánico en esta línea de negocio.

En el aspecto de costes destaca el incremento del margen bruto gracias a las sinergias generadas tras las adquisiciones realizadas. El coste de personal se incrementa de manera significativa debido a las adquisiciones y contrataciones de perfiles cualificados. Sin embargo los otros costes operativos crecen de manera inferior a los ingresos debido a los esfuerzos de optimización de costes.

Las amortizaciones siguen siendo elevadas debido a la amortización del fondo de comercio y de la partida "relaciones con clientes" fruto de la intensa actividad de M&A de la compañía. Si bien estos gastos no suponen salida de caja si afectan al EBIT y al beneficio neto.

La deuda financiera neta se sitúa en EUR16.5M, lo que supone 2.6x DN/EBITDA normalizado LTM.

### Análisis crecimiento orgánico/inorgánico por líneas de negocio

#### Digital Transformation:

En 2020 se adquirieron tres compañías vinculadas a este área que fueron: TicMind, Solid Gear Projects y Queres. Las tres entran en el perímetro de consolidación el 1 de julio de 2020 por lo que tienen un impacto positivo en inorgánico en H1 21. La facturación combinada

de las tres compañías según lo reportado en el momento de las adquisiciones fue de EUR4.4M en 2019, por lo que estimamos un impacto en 2021 de EUR2.2M.

En 2021 se han adquirido cuatro compañías en diferentes fechas pero que entran dentro del perímetro de consolidación del grupo el 1 de abril. Las compañías 3Aside, Globe Testing y Rebis Consulting entran al 100% en Digital, mientras que Data Adviser entra al 50%.

La facturación total de las cuatro compañías es de EUR10.1M anual, por lo que el impacto inorgánico en H121 es de un trimestre (con una compañía al 50%) y asciende a EUR2.3M.

En total en H121, estimamos que hay un impacto de EUR4.5M que proviene del crecimiento inorgánico, mientras que la variación total de la línea de negocio ha sido de EUR5.2M. Esto nos hace prever que la variación orgánica ha sido de EUR0.7M, es decir, un +10.3%.

#### Technological Infrastructures & Services:

En esta línea de negocio, el único impacto inorgánico que afecta a H1 21 es el 50% de Data Adviser, que es de EUR0.2M en el semestre. Teniendo en cuenta que la variación total ha sido de EUR2.1M en el primer semestre, estimamos que el crecimiento orgánico (EUR1.9M) ha sido de c.25%.

#### Business Operations:

En 2020 se adquiere la compañía SLA Consulting, que aporta EUR0.94M de facturación anuales y que entró en el perímetro de consolidación el 1 de abril.

Por lo tanto, estimamos que en H121 tiene un impacto inorgánico de EUR0.235M.

Teniendo en cuenta que la variación semestral de la línea de negocio ha sido de EUR-0.3M, el impacto orgánico es de EUR-0.5M, c.-10%.

#### Business Solutions:

Sin impactos inorgánicos en el semestre.

#### **IZERTIS. POST-H1'21 RESULTS. Organic & Inorganic**

EURm	H1'20	H1'21	Δ% y/y	Inorganic H1 21	H1'21 organic	Δ% y/y org.
<b>Net income</b>	<b>24.41</b>	<b>30.20</b>	<b>23.7%</b>	<b>4.93</b>	<b>25.27</b>	<b>3.5%</b>
Digital Transformation	6.47	11.63	79.9%	4.50	7.13	10.3%
Technological Infrastructures & Services	7.53	9.60	27.4%	0.20	9.40	24.7%
Business Operations	5.42	5.11	-5.8%	0.23	4.88	-10.0%
Business Solutions	5.00	3.86	-22.7%	0.00	3.86	-22.7%

Source: GVC Gaesco estimates

## 12. Estimaciones GVC Gaesco 2021-2027

Tal y como se ha realizado en el apartado de Resultados H1 21, hay que analizar el impacto inorgánico de las adquisiciones realizadas durante los dos últimos años para poder estimar los resultados a finales de 2021.

En la línea de Digital Transformation el impacto de las adquisiciones en los resultados anuales, según lo analizado en el apartado anterior, alcanzaría los EUR9.1M.

En cuanto al crecimiento orgánico, en H1 21 se alcanzó un +10%. Nuestras estimaciones son superiores para H2 ya que las adquisiciones realizadas han permitido realizar ventas incrementales de servicios a clientes que provenían de las compañías adquiridas y durante la segunda mitad del año se han firmado varios contratos significativos. Por lo tanto, estimamos unos ingresos para FY 21 en torno a los EUR27M, lo que supone c.+15% de crecimiento orgánico en el año.

En la línea de Technological Infrastructures & Services, el impacto inorgánico estimado para el FY es de EUR0.6M. En relación al crecimiento orgánico se ha registrado un c.25% en el primer semestre y estimamos un crecimiento similar para el segundo semestre por lo que se alcanzaría una facturación anual de EUR18.1M y un crecimiento orgánico del c.24%.

En la línea de Business Operations, el impacto es de EUR0.2M. En relación al crecimiento orgánico, tras el -10% registrado en H1, esperamos un -5% en H2, para cerrar el año con EUR10M de facturación.

En la línea de Business Solutions, estimamos una caída del -20% en el segundo semestre.

### IZERTIS. POST-FY'21 RESULTS. Organic & Inorganic

EURm	Organic H2 21e	FY'21e inorganic	FY'20	FY'21e	Δ% y/y	Δ% y/y org.
<b>Net income</b>		<b>9.90</b>	<b>50.50</b>	<b>63.64</b>	<b>26.0%</b>	<b>6.4%</b>
Digital Transformation	15-20%	9.10	15.61	27.16	74.0%	15.7%
Technological Infrastructures & Services	c.25%	0.60	14.16	18.27	29.0%	24.8%
Business Operations	c.-5%	0.20	10.54	10.06	-4.5%	-6.4%
Business Solutions	c.-20%	0.00	10.19	8.15	-20.0%	-20.0%

Para 2022 estimamos que haya un impacto de EUR2.3M de crecimiento inorgánico en Digital Transformation y de EUR0.2M en Technological Infrastructures & Services, fruto de la entrada en el perímetro de consolidación de las adquisiciones el 1 de abril de 2021.

Como se ha comentado anteriormente, la compañía ha anunciado al mercado un guidance de alcanzar EUR125M de cifra de negocios con un margen EBITDA normalizado del 10% para 2023.

Nos basaremos en esta cifra como base de nuestras estimaciones combinando, como se ha indicado anteriormente un crecimiento orgánico e inorgánico.

En relación al crecimiento orgánico, hemos estimado un crecimiento medio del 10% para los próximos años con un mayor peso de las actividades de Digital Transformation y Technological Infrastructures & Services que son las que aportan mayor valor añadido a la compañía. Para estas dos líneas de negocio estimamos un CAGR 21-27e del 12% orgánico.

En nuestras estimaciones a futuro hemos considerado que la reorganización estratégica que la compañía está llevando a cabo en las áreas de Business Operations y Business Solutions para centrarse en actividades con mayor margen ya ha finalizado. En estas dos áreas de negocio estimamos un crecimiento en línea con el del mercado de la consultoría, ya que son actividades que van a seguir el ritmo del mismo. Estimamos un CAGR21-27e de c.4-5% para ambas líneas de negocio.

Consideramos que la compañía se beneficiará del fuerte crecimiento que va a experimentar el sector en los próximos años y que gracias a su estrategia de crecimiento inorgánico se potenciará el crecimiento orgánico ya que habrá mayores servicios para ofrecer a los clientes con una cobertura geográfica mayor.

En relación al crecimiento inorgánico hemos estimado unas adquisiciones que supondrán a la compañía c.EUR40M en los próximos dos años para poder alcanzar los EUR125M de

ingresos en 2023. A futuro, hemos mantenido un crecimiento inorgánico de EUR12.5M de ingresos adicionales anuales hasta 2027, ya que pensamos que la compañía mantendrá su estrategia de crecimiento combinando orgánico e inorgánico. Según la estrategia de la compañía, estas adquisiciones contarán con un EBITDA medio del 10% y estimamos que se realizarán a unos ratios en torno a 8-9x EV/EBITDA para ser conservadores, por lo que el desembolso total hasta 2023 alcanzaría los EUR40M.

Hay que tener en cuenta que estimamos que el desembolso de las operaciones de M&A a partir de 2022 sea del 60% en el año de adquisición y el resto del pago repartido a 3 años. Este modelo es el que hemos utilizado en nuestros cálculos de caja.

La compañía tiene durante 2022 y 2023 EUR5.6M de pagos pendientes de adquisiciones realizadas en años anteriores que estimamos que se repartirán en ambos años.

En la siguiente tabla se explica el desglose de los pagos a realizar por la compañía en los próximos años:

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos M&A	19,000,000	20,500,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000	15,000,000
Capex M&A	18,810,000	20,295,000	14,850,000	14,850,000	14,850,000	14,850,000
Salida de caja	14,086,000	17,484,373	14,320,647	15,574,334	15,574,334	14,848,515
Pago inicial 60%	11,286,000	12,177,000	8,910,000	8,910,000	8,910,000	8,910,000
13% diferido año 1		2,507,373	2,705,324	1,979,505		
13% diferido año 2			2,705,324	2,705,324	2,705,324	
13% diferido año 3				1,979,505	1,979,505	1,979,505
Otros pagos M&A 2021 y anteriores	2,800,000	2,800,000			1,979,505	1,979,505

Fuente: GVC Gaesco Valores estimates

En base a esto estimamos un FCF que será negativo durante los próximos 3 años debido a la intensa actividad de M&A que llevará a cabo la compañía. A partir de 2025 se debería lograr cierta estabilidad gracias a que el EBITDA alcanzará c.EUR20M y a futuro la compañía es generadora neta de caja creciendo de manera rápida a medida que la actividad de M&A se estabiliza y el EBITDA crece.

#### IZERTIS. CF BREAKDOWN (EURm)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>EBITDA</b>	<b>6.5</b>	<b>9.9</b>	<b>13.5</b>	<b>16.4</b>	<b>19.5</b>	<b>22.9</b>	<b>26.5</b>
<b>Organic Capex</b>	-1.6	-1.7	-1.9	-1.8	-1.7	-1.8	-2.0
<b>M&amp;A Capex (cash)</b>	-1.8	-14.1	-17.8	-13.0	-13.5	-13.5	-12.4
<b>Finance + Taxes</b>	-0.8	-1.7	-2.4	-3.0	-3.6	-4.3	-5.0
<b>WC</b>	-2.7	-0.5	-0.4	-0.1	0.0	0.2	0.3
<b>FCF</b>	-0.3	-8.1	-8.9	-1.5	0.7	3.5	7.4
<b>/ Sales</b>	<b>0%</b>	<b>-9%</b>	<b>-7%</b>	<b>-1%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>

Source: Izertis & GVC Gaesco Valores Estimates

Para financiar este crecimiento la compañía cuenta con una fuerte tesorería que estimamos alcance los EUR35M a finales de 2021e gracias a la entrada de efectivo fruto de la ampliación de capital, el bono convertible firmado con Inveready y la financiación Smart obtenida por el Santander tal y como se ha comentado anteriormente.

Estimamos que las necesidades de caja harán que la compañía se mantenga en un ratio de DN/EBITDA en torno a 2x en los próximos cuatro años y que comenzará a bajar a partir de 2024 cuando se alcance una estabilidad en el FCF como se ha observado.

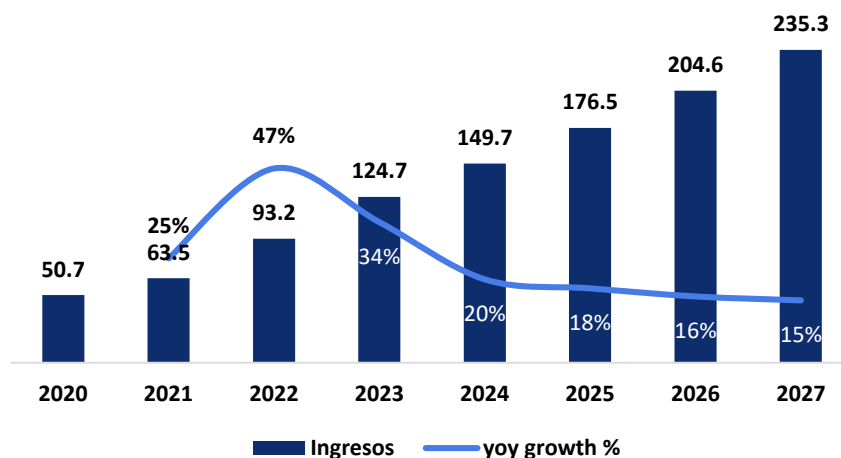
<b>DEBT NET CALCULATION</b>	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
<b>Debt net at closing</b>	14.2	22.3	31.3	33.0	32.4	29.1	21.5
<b>EBITDA</b>	6.5	9.9	13.5	16.4	19.5	22.9	26.5
<b>DN/EBITDA</b>	2.2x	2.2x	2.3x	2.0x	1.7x	1.3x	0.8x

Source: Izertis & GVC Gaesco Valores Estimates

Como consecuencia de esta combinación de crecimiento orgánico (con un CAGR 21-27e del 10%) y crecimiento inorgánico (tal y como se ha detallado anteriormente) la compañía presenta una foto de ingresos a futuro como sigue:



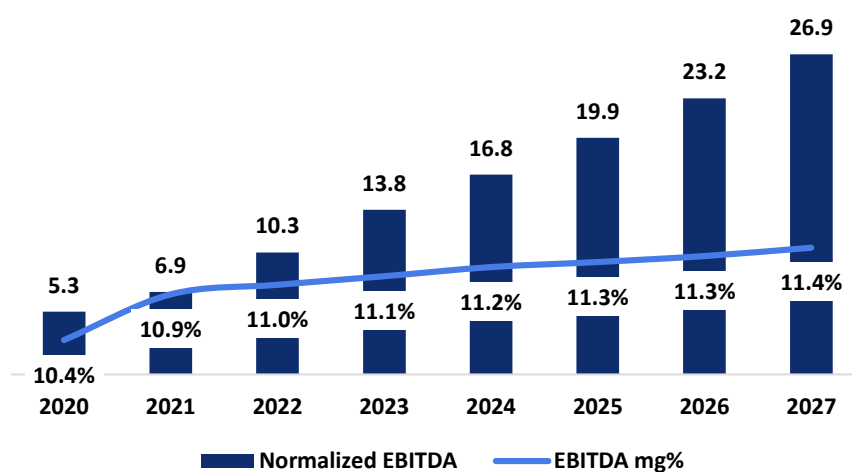
## Revenues (M€) & yoy growth (%)



Mientras tanto a nivel EBITDA normalizado (al que extraemos c.EUR0.3M anualmente por gastos de M&A) la compañía se sitúa ligeramente por debajo del 11% en 2021e y estimamos un crecimiento secuencial año tras año de este margen gracias al incremento de servicios de mayor valor añadido y a una mejora de los procesos de la compañía. Si bien es cierto que la propia operativa del negocio no permite crecer de manera más significativa los márgenes ya que suelen ser proyectos con una importante carga de mano de obra, una mano de obra cualificada y, como se ha descrito anteriormente, escasa, lo que provoca que la remuneración de la misma suele ser elevada.

A pesar de ello, como se ha comentado anteriormente, estimamos que Izertis será capaz de mejorar de forma progresiva su margen EBITDA normalizado en los próximos años. Nuestra estimación para 2023 arroja un 11.1%, mejorando en 110pb el objetivo del plan estratégico de la compañía que se sitúa en un margen del 10%. Esto se traduce en un EBITDA normalizado de EUR13.8M en 2023, por encima de los EUR12.5M presentados por la compañía en su plan estratégico.

## Normalized EBITDA (M€) & EBITDA Normalized mg (%)



Por lo tanto, nuestras estimaciones hasta 2027 arrojan un grupo de c.EUR235M de ingresos y c.EUR27M de EBITDA normalizado, lo que le situaría en el tercer grupo de compañías del sector que se vio en el análisis de mercado. Consideramos que estas estimaciones son

razonables y alcanzables dado el perfil de crecimiento de Izertis, el aumento de la demanda de sus servicios y las macrotendencias que actuarán como vientos de cola para la compañía.

### 13. DCF

En base a todo lo anterior alcanzamos una valoración de EUR9.7 por acción, con un potencial del 35% sobre precios actuales. Para esta valoración hemos utilizado una WACC del 8.5% y una  $g=3\%$ . El peso del valor terminal en la valoración es del 87.9% y el EV/EBITDA terminal es de 11.31x.

En nuestra valoración hemos incluido como mayor número de acciones el total de las obligaciones convertibles suscritas durante 2021 con Inveready por importe de EUR4M. De esta manera hemos incluido 0.5M de acciones adicionales a las 23.4M que actualmente tiene la compañía en circulación.

IZERTIS. DCF VALUATION														
CASH FLOW (EURm)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	VR
Sales	36.759	46.349	50.741	63.489	93.173	124.683	149.692	176.481	204.623	235.307	266.257	299.968	336.683	346.783
EBITDA	3.277	3.975	7.656	<b>6.531</b>	<b>9.929</b>	<b>13.515</b>	<b>16.445</b>	<b>19.545</b>	<b>22.850</b>	<b>26.544</b>	<b>30.425</b>	<b>35.051</b>	<b>39.872</b>	<b>42.377</b>
EBITDA M.	8.9%	8.6%	15.1%	10.3%	10.7%	10.8%	11.0%	11.1%	11.2%	11.3%	11.4%	11.7%	11.8%	12.2%
DDA	-2.012	-3.012	-3.879	-5.587	-6.919	-8.391	-9.267	-10.143	-11.020	-11.896	-12.597	-13.298	-13.999	-14.912
EBIT	1.265	0.963	3.777	<b>0.944</b>	<b>3.010</b>	<b>5.124</b>	<b>7.177</b>	<b>9.402</b>	<b>11.831</b>	<b>14.648</b>	<b>17.828</b>	<b>21.753</b>	<b>25.873</b>	<b>27.465</b>
Effective tax rate	-35.2%	-29.6%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPLAT	1.711	1.248	2.833	0.708	2.257	3.843	5.383	7.051	8.873	10.986	13.371	16.315	19.405	20.599
Depreciation&other provisions	2.012	3.012	3.879	5.587	6.919	8.391	9.267	10.143	11.020	11.896	12.597	13.298	13.999	14.912
Gross Operating Cash Flow	3.723	4.260	6.712	<b>6.295</b>	<b>9.176</b>	<b>12.234</b>	<b>14.650</b>	<b>17.195</b>	<b>19.893</b>	<b>22.882</b>	<b>25.968</b>	<b>29.613</b>	<b>33.404</b>	<b>35.511</b>
Capex	-1.603	-2.456	-1.641	-3.372	-15.756	-19.681	-14.792	-15.216	-15.291	-14.418	-13.179	-13.113	-13.067	-10.646
Capex/sales	4.4%	5.3%	3.2%	5.3%	16.9%	15.8%	9.9%	8.6%	7.5%	6.1%	4.9%	4.4%	3.9%	3.1%
Change in Net Working Capital	0.000	0.162	0.497	-2.664	-0.519	-0.351	-0.140	-0.014	0.178	0.257	0.347	0.451	0.569	0.500
Cash Flow to be discounted	2.120	1.966	5.568	<b>0.258</b>	<b>-7.099</b>	<b>-7.798</b>	<b>-0.282</b>	<b>1.964</b>	<b>4.779</b>	<b>8.720</b>	<b>13.136</b>	<b>16.950</b>	<b>20.905</b>	<b>25.364</b>
DCF VALUATION (EUR m)														
WACC				8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Discount Rate factor				1.00	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.61	0.57	0.52	0.48	0.44
Discounted Cash Flow				0.258	-6.546	-6.630	-0.221	1.420	3.185	5.358	7.442	8.854	10.069	
Cumulated DCF				0.258	-6.287	-12.917	-13.138	-11.719	-8.534	-3.176	4.266	13.120	23.188	
WACC & DCF ANALYSIS														
Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	3.5%			Cumulated DCF			23.19			- Net Financial Debt (20e) **			9.7	
Company Risk Factor or Beta	1.3			Perpetual Growth Rate (g)			3.0%			- Minorities (estimated value)			0.2	
Mkt Risk Premium	5.0%			Normalised Annual CF			25.36			+ Associates			0.0	
Cost of Equity (Ke or COE)	9.9%			Terminal Value at Nominal Year			478.81			- Pension underfunding			0.0	
Cost of Debt (gross)	5.5%			Disc. Rate of Terminal Value			0.44			- Off-balance sheet commitm.			0.0	
Debt Tax Rate	25.0%			Discounted Terminal Value			212.63							
Cost of Debt net (kd or COD)	4.1%			Financial assets			6.2			Equity Market Value (EUR m)			232.0	
Target Gearing (D/E) or % Kd	25%			Enterprise Value (EURm)			<b>242.0</b>			Number of shares (m)			23.9	
% Ke	75%									<b>Fair Value per share (EUR)</b>			<b>9.70</b>	
Normative Tax Rate	25%									Price (EUR)			7.2	
WACC	8.5%									Potential upside (downside)			35%	

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

Los múltiplos implícitos en la valoración son los siguientes:

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EV/Sales	3.8x	2.6x	1.9x	1.6x	1.4x	1.2x	1.0x	0.9x	0.8x	0.7x
EV/EBITDA	37.0x	24.4x	17.9x	14.7x	12.4x	10.6x	9.1x	8.0x	6.9x	6.1x
P/E	1265.8x	182.3x	86.2x	56.0x	40.3x	30.6x	23.9x	18.9x	15.0x	12.3x

Mientras que el análisis de sensibilidad de la valoración presenta las siguientes hipótesis:

#### DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. g

W.A.C.C.	Perpetuity growth rate					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
8.0%		9.23	10.08	11.11	12.37	13.95
8.2%		8.68	9.45	10.37	11.48	12.86
<b>8.5%</b>		8.18	8.87	<b>9.7</b>	10.69	11.90
8.7%		7.71	8.34	9.09	9.97	11.05
9.0%		7.29	7.86	8.53	9.33	10.28

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

**DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. Adj. EBITDA M.**

WACC	Residual Adj. EBITDA M.					
		11.2%	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%
	8.0%	10.06	10.58	11.11	11.64	12.16
	8.2%	9.39	9.88	10.37	10.86	11.34
	<b>8.5%</b>	8.78	9.24	<b>9.7</b>	10.15	10.61
	8.7%	8.24	8.66	9.09	9.51	9.94
	9.0%	7.73	8.13	8.53	8.93	9.33

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

## 14. Comparables

Aunque en España existen compañías cotizadas en el sector tecnológico (Indra, Altia, Cuatrocienta, Making Science...) no las consideramos como comparables de Izertis, ya que sus negocios no tienen tanto peso en servicios de alto valor añadido.

A nivel internacional sí que encontramos compañías más comparables como Nagarro en Alemania, Reply en Italia, NNIT AS y NetCompany en Dinamarca o Epam Systems, Globant y Endava en EEUU.

A continuación, reproducimos una tabla de comparables con las principales métricas de las compañías comparables:

Company	Mkt Cap (22/11/2021)	Price change yr	1	Revenues FY20	EBITDA FY20	EV/EBITDA 20	EV/EBITDA 21e	Market Cap/Sales 20	Market Cap/Sales 21
IZERTIS	173	11.1%		51	5	32.7	25.1	3.4	2.7
Nagarro	2,597	126.2%		430	71	15.1	38.3	6.0	4.9
Reply	6,506	86.7%		1,250	208	16.5	24.6	5.2	4.4
NNIT AS	373	-8.1%		380	37	9.7	12.4	1.0	1.0
NetCompany	5,077	41.9%		381	46	38.0	43.0	13.3	10.3
Epam Systems	33,269	97.8%		2,333	452	35.1	49.7	15.1	10.1
Globant	11,239	62.0%		714	132	55.2	48.6	16.7	10.0
Endava	7,658	152.3%		504	98	37.8	56.0	20.1	14.8
Market average	9,531	80%				29.6	38.9	11.1	7.9
IZER discount vs peers						-10%	36%	69%	66%

Fuente: Facset

Tal y como se observa en la tabla, los comparables han tenido una evolución bursátil sobresaliente en el último año gracias a fuertes crecimientos a doble dígito de sus cifras de negocio.

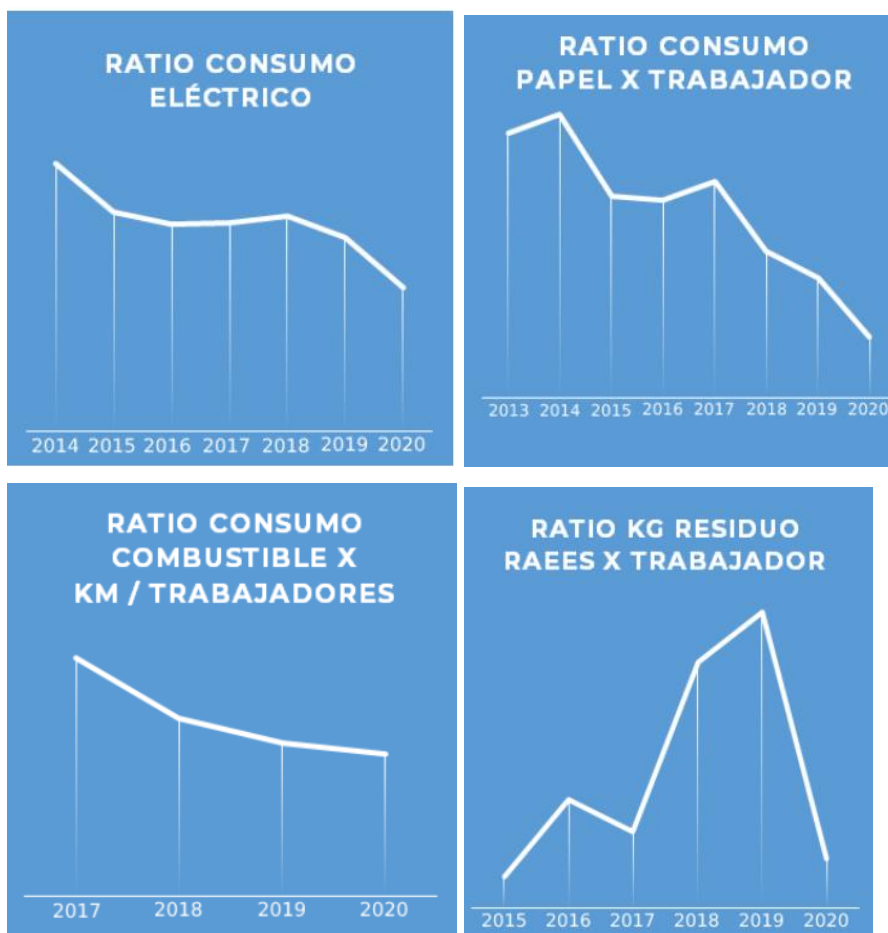
En cuanto a múltiplos se observa una divergencia de múltiplos muy elevada, principalmente en las compañías americanas. La compañía está cotizando con un 36% de descuento, en cuanto a EV/EBITDA 21e y con más de un 60% de descuento en cuanto a Market Cap/Sales frente a sus comparables, lo que muestra el gran potencial de crecimiento que tiene la compañía, principalmente ligado a un aumento de tamaño, ya que sus comparables son compañías de un tamaño muy superior. Consideramos que en la medida en la que Izertis aumente su tamaño y gane reconocimiento, los múltiplos que el mercado le asignará podrán ser más altos.

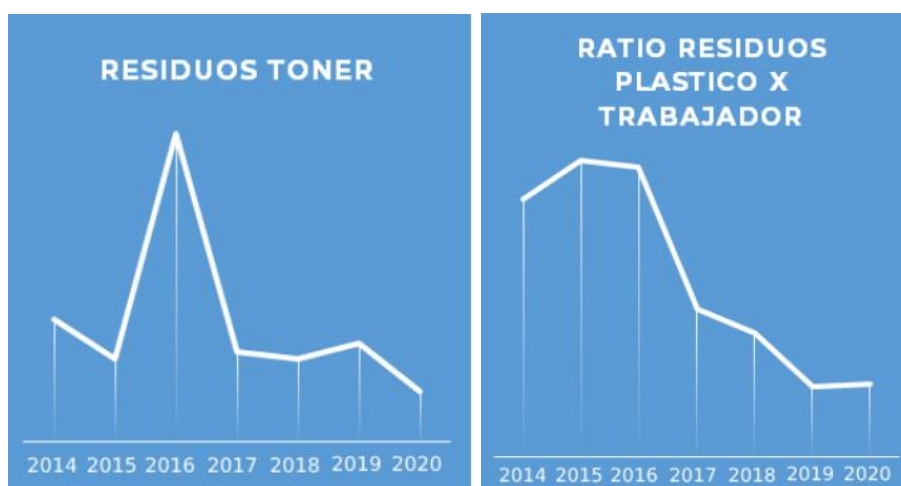
## 15. ESG Focus

Las actividades desarrolladas por el Grupo no son potencialmente generadoras de contaminación por emisiones de carbono, por niveles de ruido ambiental o contaminación lumínica. Tampoco son relevantes en cuanto a consumo de agua u otras materias primas, ni tienen, aparentemente, efectos en la Biodiversidad. A pesar de ello, la compañía cuenta un reporte en materia de ESG muy desarrollado teniendo en cuenta el tamaño de la compañía. Izertis cuenta con una Política Ambiental, cuyo cumplimiento se basa en cuatro grandes Objetivos Ambientales:

- Reducción del Consumo Eléctrico: KPI a analizar: Kw. consumido por trabajador.
- Reducción del Consumo de Papel: KPI a analizar: unidades de papel consumido por trabajador.
- Reducción de Producción de Residuo tipo Toner: KPI a analizar: Kg. producido de residuo por trabajador
- Reducción de Producción de Residuo tipo RAEEs (Residuos de Aparatos Eléctricos y Electrónicos): KPI a analizar: Kg. producido tipo RAEEs por trabajador.

Estos objetivos son auditados anualmente por una empresa certificadora externa (AENOR) y los resultados son los siguientes:





Fuente: Izertis

Para 2021, en concreto para la consecución del Objetivo Ambiental de “Ahorro Consumo Eléctrico” (3-5% de ahorro de consumo del ratio de Kw/h consumidos por trabajador del área del alcance del certificado), se establecen las siguientes medidas que podrán ser complementadas con las conclusiones de un informe de Auditoría Energética que la compañía ha puesto en marcha:

- Instalación de Pantallas y Fluorescentes tipo Led.
- Sensibilización continua del personal acerca del consumo eléctrico.
- Revisión periódica de las potencias contratadas en las oficinas.
- Actividad mixta de servidores (presencial y en la nube).

Adicionalmente, desde 2020 la compañía opera sus actividades con energía 100% renovable en todas sus oficinas. El Grupo cuenta con un sistema de gestión ambiental implantando en su sede principal basado en la norma internacional ISO 14001 certificado por un proveedor independiente de reconocido prestigio.

La compañía cuenta a su vez con una Política de Calidad que también incluye temas medioambientales, sociales y de seguridad.

Como consultora tecnológica, muchos de los procesos que la compañía lleva a cabo sirven para reducir consumos energéticos, facilitar la vida de los trabajadores o implantar tecnologías que ayudan a ser a los clientes más sostenibles y a tener un menor impacto negativo en el Medio Ambiente.

El Grupo mantiene una política social y medioambiental activa en la selección de sus proveedores y subcontratistas en la cual se les exige cumplir con ciertos requisitos medioambientales para cumplir la ejecución de sus servicios y estar certificados bajo un estándar medioambiental reconocido.

### ESG Scorecards

Izertis	NO	WIP	OK	Comments/Descriptions
ESG projects/activities/certifications				ISO 14001
Materiality Matrix (GRI or Others)				Yes
Sustainability Report (CSR)				Non financial report
Sustainability Plan / Defined ESG Goals				Four "E" targets described
ESG Ratings				n.a.

Source: GVC Gaesco Valores

## ESG Positioning

Izertis	Below	In line	Above	Comments/Descriptions
<b>Environment</b>				
GHG emission cut (CO <sub>2</sub> reduction)				n.a.
Water consumption				n.a.
Electricity & Power consumption				-3/5% reduction per year
Waste reduction				kg per employee
<b>Social</b>				
Social engagement				Corporative culture
Accident index				Low figures
Gender Equality				Equality Plan. 0.89 salary index W/M. 33% Directors, 25% in Board
Training / Employees satisfaction				
<b>Governance</b>				
BoD composition				50% Board non executive
Top management ESG Involvement.				ESG Policy

Source: GVC Gaesco Valores

## Izertis: SDGs

La ONU ha fijado 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS – SDG en inglés) para instar a las compañías y gobiernos a actuar sobre ellos.

Dado el tamaño de la compañía, no tiene fijados objetivos concretos en relación con estos términos.

## SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



Teniendo en cuenta el tamaño de la compañía y dado que no hemos detectado ninguna controversia significativa en el análisis realizado, consideramos que el impacto de los aspectos ESG en la valoración de la compañía es Neutral, por lo que no varía nuestro análisis financiero.

## 16. Conclusión

Izertis se presenta como una compañía con una excelente historia de crecimiento por detrás y con un porvenir de grandes oportunidades de crecimiento en el horizonte.

La compañía cuenta con 25 años de vida en los que no ha dejado de crecer. En los últimos años este crecimiento, que había sido en su gran mayoría orgánico, se ha visto complementado por una estrategia de crecimiento inorgánico que le ha hecho acelerar su desarrollo.

La consultora cuenta con capacidad y medios para acometer este crecimiento, con socios e inversores apostando por ella y un *track record* de integraciones exitosas y operaciones que aportan valor. Además, ha demostrado capacidad para satisfacer las necesidades de sus clientes de manera exitosa, aumentando cada año el número de servicios a prestar a los mismos y ganando cada vez cuentas de mayor tamaño.

En los próximos años la compañía tiene que dar un salto en cuanto al tamaño de sus adquisiciones que le permita acelerar este crecimiento. El plan de negocio anunciado al mercado de EUR125M supone aproximadamente duplicar los ingresos que se van a presentar en 2021.

Izertis se va a beneficiar de macrotendencias sectoriales que van a empujar a las empresas a acelerar sus procesos de transformación digital. Si a ello le sumamos los fondos europeos que van a primar este tipo de inversiones, el panorama que se avecina es muy favorable para la compañía.

El mercado en el que opera la compañía presenta una composición muy atomizada que favorece la consolidación, ya que muchas empresas no disponen de la capacidad suficiente para crecer y se ven limitadas. Además, en la actualidad hay una falta de talento especializado en el sector que agudiza los problemas para crecer de manera orgánica, sobre todo para las pequeñas empresas. Por eso una combinación de ambos tipos de crecimiento aporta una mayor velocidad y se consigue incorporar talento y capacidades que si se desarrollaran de manera interna llevarían mucho más tiempo.

Otro de los factores relevantes en el mercado es la velocidad. Como se ha comentado este sector está en plena efervescencia debido a las macrotendencias que le empujan. Y este ciclo tendrá un fin en el cual quedarán un menor número de empresas y de un mayor tamaño. Crecer de manera rápida y ordenada es clave para poder tener una posición relevante en el mercado. Nuestras estimaciones sitúan a Izertis en el Top 15 de empresas del sector en 2027.

Por todo ello, estimamos que Izertis alcanzará no sólo el objetivo de EUR125 de la cifra de negocios en 2023, sino que superará el objetivo de margen EBITDA normalizado del 10%. Nuestra previsión es del 11.1% hasta EUR13.8M vs EUR12.5M previstos por la compañía. Adicionalmente, nuestras estimaciones contemplan una cifra de negocios de EUR235M en 2027 y un margen EBITDA normalizado del 11.4%, hasta EUR26.9M.

La situación financiera de la compañía es saneada y cuenta con un management que se ha reforzado de manera notable en los últimos meses, con perfiles con experiencia en grandes empresas. La compañía tiene una política contable conservadora que le permite estar cubierta ante riesgos imprevistos.

Es importante destacar que, a pesar del fuerte programa de M&A que prevemos para la compañía en los próximos años, estimamos que el punto máximo del ratio DFN/EBITDA sea de 2.3x en 2023e, reduciéndose de forma progresiva a partir de 2024, hasta 0.8x en 2027e.

En conclusión, consideramos que el potencial de la compañía es muy elevado gracias a una situación macro favorable con varios años de fuerte crecimiento tras la caída derivada del Covid-19, a nivel mercado el sector presenta unas perspectivas muy positivas debido al fuerte aumento de los procesos de transformación que van a llevar a cabo muchas compañías. A nivel empresa, consideramos que Izertis se encuentra en un gran momento con un crecimiento muy significativo (muy por encima del sector, al estar centrada en servicios de alto valor añadido), una buena estructura de capital y un porfolio de servicios que dan solución a las necesidades de multitud de clientes en muchos sectores.

## Izertis: Summary tables

<b>PROFIT &amp; LOSS (EURm)</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
<b>Sales</b>	<b>36.8</b>	<b>46.3</b>	<b>50.7</b>	<b>63.5</b>	<b>93.2</b>	<b>125</b>
Cost of Sales & Operating Costs	-33.5	-41.7	-45.5	-56.6	-82.9	-110.8
<b>EBITDA</b>	<b>3.3</b>	<b>4.6</b>	<b>5.3</b>	<b>6.9</b>	<b>10.3</b>	<b>13.8</b>
Depreciation	-2.0	-3.0	-3.9	-5.6	-6.9	-8.4
<b>EBITA</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>3.3</b>	<b>5.4</b>
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>3.3</b>	<b>5.4</b>
Net Financial Interest	-0.2	-0.4	-1.4	-0.7	-1.3	-1.5
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	-0.1	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	-0.6	2.4	-0.4	-0.3	-0.3
<b>Earnings Before Tax (EBT)</b>	<b>1.0</b>	<b>0.5</b>	<b>1.9</b>	<b>0.2</b>	<b>1.7</b>	<b>3.6</b>
Tax	-0.4	-0.2	-0.5	-0.1	-0.4	-0.9
<i>Tax rate</i>	<i>42.3%</i>	<i>46.3%</i>	<i>27.9%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</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
<b>Net Profit (reported)</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	<b>1.4</b>	<b>0.2</b>	<b>1.3</b>	<b>2.7</b>
<b>Net Profit (adj.)</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	<b>1.4</b>	<b>0.2</b>	<b>1.3</b>	<b>2.7</b>
<b>CASH FLOW (EURm)</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
Cash Flow from Operations before change in NWC	2.7	3.4	5.7	5.8	8.2	11.1
Change in Net Working Capital	0.0	0.2	0.5	-2.7	-0.5	-0.4
<b>Cash Flow from Operations</b>	<b>2.7</b>	<b>3.5</b>	<b>6.2</b>	<b>3.1</b>	<b>7.7</b>	<b>10.7</b>
Capex	-1.6	-2.5	-1.6	-1.6	-1.7	-1.9
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	-1.8	-14.1	-17.8
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>4.5</b>	<b>-0.3</b>	<b>-8.1</b>	<b>-8.9</b>
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	0.0	-2.4	0.1	-4.2	-0.1	-0.0
<b>Change in Net Financial Debt</b>	<b>1.1</b>	<b>-1.4</b>	<b>4.7</b>	<b>-4.5</b>	<b>-8.2</b>	<b>-9.0</b>
<b>BALANCE SHEET &amp; OTHER ITEMS (EURm)</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
Net Tangible Assets	1.5	1.9	1.8	1.8	1.8	1.9
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	12.5	20.2	26.7	32.8	45.9	59.7
Right-of-Use Assets (Lease Assets)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Financial Assets & Other	2.6	3.1	5.5	5.6	5.3	5.0
<b>Total Fixed Assets</b>	<b>16.6</b>	<b>25.2</b>	<b>33.9</b>	<b>40.2</b>	<b>52.9</b>	<b>66.5</b>
Inventories	0.0	0.0	0.4	0.4	0.5	0.5
Trade receivables	11.2	12.9	12.3	15.4	16.7	17.8
Other current assets	1.0	2.1	0.7	0.8	0.8	0.9
Cash (-)	-0.8	-4.2	-15.0	-35.5	-35.1	-35.8
<b>Total Current Assets</b>	<b>13.1</b>	<b>19.2</b>	<b>28.5</b>	<b>52.1</b>	<b>53.1</b>	<b>55.0</b>
<b>Total Assets</b>	<b>29.7</b>	<b>44.4</b>	<b>62.4</b>	<b>92.3</b>	<b>106.0</b>	<b>121.5</b>
Shareholders Equity	8.3	15.6	23.6	28.4	29.7	32.3
Minority	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Total Equity</b>	<b>8.3</b>	<b>15.7</b>	<b>23.8</b>	<b>28.7</b>	<b>29.9</b>	<b>32.6</b>
Long term interest bearing debt	9.1	9.1	16.8	31.7	39.0	48.1
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Lease Liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	1.3	1.7	3.8	3.2	3.1	2.9
<b>Total Long Term Liabilities</b>	<b>10.5</b>	<b>10.8</b>	<b>20.6</b>	<b>35.0</b>	<b>42.2</b>	<b>51.1</b>
Short term interest bearing debt	4.7	9.4	7.9	18.0	18.4	19.0
Trade payables	3.5	5.4	5.7	6.2	6.9	7.7
Other current liabilities	2.7	3.1	4.3	4.5	8.6	11.1
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>10.9</b>	<b>17.9</b>	<b>17.9</b>	<b>28.6</b>	<b>33.9</b>	<b>37.8</b>
<b>Total Liabilities and Shareholders' Equity</b>	<b>29.7</b>	<b>44.4</b>	<b>62.4</b>	<b>92.3</b>	<b>106.0</b>	<b>121.5</b>
<b>Net Capital Employed</b>	<b>22.7</b>	<b>31.8</b>	<b>37.4</b>	<b>46.2</b>	<b>55.4</b>	<b>66.9</b>
<b>Net Working Capital</b>	<b>7.7</b>	<b>7.5</b>	<b>7.0</b>	<b>9.7</b>	<b>10.2</b>	<b>10.6</b>
<b>GROWTH &amp; MARGINS</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
<i>Sales growth</i>		<i>26.1%</i>	<i>9.5%</i>	<i>25.1%</i>	<i>46.8%</i>	<i>33.8%</i>



## Izertis: Summary tables

<b>GROWTH &amp; MARGINS</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
Net Profit growth		-55.3%	447.6%	-86.7%	594.5%	111.5%
EPS adj. growth		-55.3%	440.4%	-87.7%	594.5%	111.5%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin						
EBITA (adj)* margin						
EBIT (adj)* margin						
<b>RATIOS</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
Net Debt/Equity	1.6	0.9	0.4	0.5	0.7	1.0
Net Debt/EBITDA	4.0	3.1	1.8	2.0	2.2	2.3
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	17.7	11.8	3.7	9.9	7.8	9.0
Capex/D&A	79.7%	81.6%	42.3%	28.3%	24.1%	22.6%
Capex/Sales	4.4%	5.3%	3.2%	2.5%	1.8%	1.5%
NWC/Sales	21.0%	16.3%	13.9%	15.3%	11.0%	8.5%
ROE (average)		2.1%	7.0%	0.7%	4.4%	8.7%
ROCE (adj.)						
WACC	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
ROCE (adj.)/WACC						
<b>PER SHARE DATA (EUR)***</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
Average diluted number of shares	21.3	21.3	21.6	23.4	23.4	23.4
EPS (reported)	0.03	0.01	0.06	0.01	0.05	0.12
EPS (adj.)	0.03	0.01	0.06	0.01	0.05	0.12
BVPS	0.39	0.73	1.09	1.21	1.27	1.38
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>VALUATION</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
EV/Sales		2.0	3.3	2.8	2.0	1.6
EV/EBITDA		20.5	31.7	25.6	18.1	14.1
<b>EV/EBITDA (adj.)*</b>						
EV/EBITA		59.1	120.0	133.0	55.7	35.8
<b>EV/EBITA (adj.)*</b>						
EV/EBIT		59.1	n.m.	n.m.	55.7	35.8
<b>EV/EBIT (adj.)*</b>						
<b>P/E (adj.)</b>		<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>
P/BV		5.4	6.9	5.9	5.7	5.2
Total Yield Ratio		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE		3.2	4.7	4.0	3.2	2.7
OpFCF yield		1.3%	2.8%	0.9%	3.6%	5.2%
OpFCF/EV		1.1%	2.7%	0.9%	3.2%	4.5%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>EV AND MKT CAP (EURm)</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021e</b>	<b>12/2022e</b>	<b>12/2023e</b>
Price** (EUR)		3.92	7.54	7.20	7.20	7.20
Outstanding number of shares for main stock	21.3	21.3	21.6	23.4	23.4	23.4
<b>Total Market Cap</b>		<b>83.5</b>	<b>162.8</b>	<b>168.5</b>	<b>168.5</b>	<b>168.5</b>
Gross Financial Debt (+)	13.8	18.5	24.7	49.6	57.4	67.1
Cash & Marketable Securities (-)	-0.8	-4.2	-15.0	-35.5	-35.1	-35.8
<b>Net Financial Debt</b>	<b>13.0</b>	<b>14.4</b>	<b>9.7</b>	<b>14.2</b>	<b>22.3</b>	<b>31.3</b>
Lease Liabilities (+)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Debt</b>	<b>13.0</b>	<b>14.4</b>	<b>9.7</b>	<b>14.2</b>	<b>22.3</b>	<b>31.3</b>
<b>Other EV components</b>	<b>-2.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-5.5</b>	<b>-5.6</b>	<b>-5.3</b>	<b>-5.0</b>
<b>Enterprise Value (EV adj.)</b>		<b>94.7</b>	<b>167.0</b>	<b>177.1</b>	<b>185.6</b>	<b>194.9</b>

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

\*\*\*EPS (adj.) diluted= Net Profit (adj.)/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs.

Sector: Technology/Computer Services

Company Description: Izertis is a technological consulting company that helps customers through its digital transformation with a broad portfolio of services. The company has founded in 1996 by its Presidente and CEO and its growth has been constant since then. Now the company is in a growth momentum both organically and inorganically to consolidate the market.

## European Coverage of the Members of ESN

<b>Automobiles &amp; Parts</b>	<b>Mem(*)</b>	Kering	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Biesse	BAK
Brembo	BAK	L'Oreal	CIC	Banca Sistema	BAK	Bollore	CIC
Faurecia	CIC	Lvmh	CIC	Bff Bank	BAK	Bureau Veritas	CIC
Ferrari	BAK	Maisons Du Monde	CIC	Dea Capital	BAK	Caf	GVC
Gestamp	GVC	Moncler	BAK	Finacobank	BAK	Catenon	GVC
Indelb	BAK	Monnalisa	BAK	Illimity Bank	BAK	Cellnex Telecom	GVC
Michelin	CIC	Ovs	BAK	Mediobanca	BAK	Cembre	BAK
Pirelli & C.	BAK	Piaggio	BAK	Poste Italiane	BAK	Clasquin	IAC
Plastic Omnium	CIC	Richemont	CIC	Rothschild & Co	CIC	Cnh Industrial	BAK
Sogefi	BAK	Safilo	BAK	<b>Food &amp; Beverage</b>	<b>Mem(*)</b>	Corticeira Amorim	CBI
Stellantis	BAK	Salvatore Ferragamo	BAK	Advini	CIC	Ctt	CBI
Valeo	CIC	Smcp	CIC	Bonduelle	CIC	Danieli	BAK
<b>Banks</b>	<b>Mem(*)</b>	Swatch Group	CIC	Campari	BAK	Datalogic	BAK
Banca Mps	BAK	Technogym	BAK	Danone	CIC	Enav	BAK
Banco Sabadell	GVC	Tod'S	BAK	Diageo	CIC	Enogia	CIC
Banco Santander	GVC	Trigano	CIC	Ebro Foods	GVC	Exel Industries	CIC
Bankinter	GVC	Ubisoft	CIC	Enervit	BAK	Fiera Milano	BAK
Bbva	GVC	<b>Energy</b>	<b>Mem(*)</b>	Fleury Michon	CIC	Fincantieri	BAK
Bnp Paribas	CIC	Cgg	CIC	Italian Wine Brands	BAK	Getlink	CIC
Bper	BAK	Ecoslops	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Global Dominion	GVC
Caixabank	GVC	Eni	BAK	Laurent Perrier	CIC	Haulotte Group	CIC
Credem	BAK	Galp Energia	CBI	Ldc	CIC	Interpump	BAK
Credit Agricole Sa	CIC	Gas Plus	BAK	Lindt & Sprüngli	CIC	Inwit	BAK
Intesa Sanpaolo	BAK	Gtt	CIC	Nestle	CIC	Leonardo	BAK
Societe Generale	CIC	Maurel Et Prom	CIC	Orsero	BAK	Logista	GVC
Unicaja Banco	GVC	Plc	BAK	Pernod Ricard	CIC	Manitou	CIC
Unicredit	BAK	Repsol	GVC	Remy Cointreau	CIC	Nicolas Correa	GVC
<b>Basic Resources</b>	<b>Mem(*)</b>	Rubis	CIC	Tipiak	CIC	Openjobmetis	BAK
Acerinox	GVC	Saipem	BAK	Vilmorin	CIC	Osai	BAK
Altri	CBI	Technip Energies	CIC	Viscofan	GVC	Prima Industrie	BAK
Arcelormittal	GVC	Technipfmc Plc	CIC	Vranken	CIC	Prosegur	GVC
Ence	GVC	Tecnicas Reunidas	GVC	<b>Healthcare</b>	<b>Mem(*)</b>	Prosegur Cash	GVC
Imerys	CIC	Tenaris	BAK	Abionyx Pharma	CIC	Prysmian	BAK
Neodecortech	BAK	Totalenergies	CIC	Amplifon	BAK	Rai Way	BAK
Semapa	CBI	Vallourec	CIC	Atrys Health	GVC	Rexel	CIC
The Navigator Company	CBI	<b>Fin. Serv. Holdings</b>	<b>Mem(*)</b>	Biomerieux	CIC	Saes	BAK
Tubacex	GVC	Cir	BAK	Crossject	CIC	Salcef	BAK
<b>Chemicals</b>	<b>Mem(*)</b>	Corp. Financiera Alba	GVC	Diasorin	BAK	Talgo	GVC
Air Liquide	CIC	Digital Magics	BAK	Ei.En.	BAK	Teleperformance	CIC
Arkema	CIC	Eurazeo	CIC	Fermentalg	CIC	Verallia	CIC
Plasticos Compuestos	GVC	Gbl	CIC	Fine Foods	BAK	Vidrala	GVC
<b>Consumer Products &amp; Services</b>	<b>Mem(*)</b>	Peugeot Invest	CIC	Genfit	CIC	Zardoya Otis	GVC
Abeo	CIC	Rallye	CIC	Gpi	BAK	<b>Insurance</b>	<b>Mem(*)</b>
Beneteau	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Guerbet	CIC	Axa	CIC
Brunello Cucinelli	BAK	Wendel	CIC	Korian	CIC	Catalana Occidente	GVC
Capelli	CIC	<b>Fin. Serv. Industrials</b>	<b>Mem(*)</b>	Oncodesign	CIC	Cattolica Assicurazioni	BAK
De Longhi	BAK	Abitare In	BAK	Orpea	CIC	Generali	BAK
Europcar	CIC	Dovalue	BAK	Prim Sa	GVC	Linea Directa Aseguradora	GVC
Fila	BAK	Nexi	BAK	Recordati	BAK	Mapfre	GVC
Geox	BAK	Tinexta	BAK	Shedir Pharma	BAK	Net Insurance	BAK
Givaudan	CIC	<b>Financial Services Banks</b>	<b>Mem(*)</b>	Theraclion	CIC	Unipolsai	BAK
Groupe Seb	CIC	Amundi	CIC	Vetoquinol	CIC	<b>Materials, Construction</b>	<b>Mem(*)</b>
Hermes Intl.	CIC	Anima	BAK	Virbac	CIC	Acs	GVC
Hexaom	CIC	Azimut	BAK	<b>Industrial Goods &amp; Services</b>	<b>Mem(*)</b>	Aena	GVC
Interparfums	CIC	Banca Generali	BAK	Applus	GVC	Atlantia	BAK
Kaufman & Broad	IAC	Banca Ifis	BAK	Avio	BAK	Buzzi Unicem	BAK

		<b>Retail</b>	<b>Mem(*)</b>	<b>Utilities</b>	<b>Mem(*)</b>
Cementir	BAK				
Cementos Molins	GVC	Burberry	CIC	A2A	BAK
Clerhp Estructuras	GVC	Fnac Darty	CIC	Acciona	GVC
Eiffage	CIC	Inditex	GVC	Acea	BAK
Fcc	GVC	Unieuro	BAK	Albioma	CIC
Ferrovial	GVC	<b>Technology</b>	<b>Mem(*)</b>	Alerion Clean Power	BAK
Groupe Adp	CIC	Agile Content	GVC	Audax	GVC
Groupe Poujoulat	CIC	Akka Technologies	CIC	Derichebourg	CIC
Groupe Sfpj S.A.	CIC	Almawave	BAK	Edp	CBI
Herige	CIC	Alten	CIC	Edp Renováveis	CBI
Holcim	CIC	Amadeus	GVC	Enagas	GVC
Maire Tecnimont	BAK	Atos	CIC	Encavis Ag	CIC
Mota Engil	CBI	Axway Software	CIC	Endesa	GVC
Obrascon Huarte Lain	GVC	Capgemini	CIC	Enel	BAK
Sacyr	GVC	Cast	CIC	E-Pango	CIC
Saint Gobain	CIC	Esi Group	CIC	Erg	BAK
Sergeferrari Group	CIC	Exprivia	BAK	Falck Renewables	BAK
Spie	CIC	Gigas Hosting	GVC	Greenalia	GVC
Tarkett	CIC	Indra Sistemas	GVC	Greenvolt	CBI
Thermador Groupe	CIC	Lleida.Net	GVC	Hera	BAK
Vicat	CIC	Memscap	IAC	Holaluz	GVC
Vinci	CIC	Neurones	CIC	Iberdrola	GVC
Webuild	BAK	Reply	BAK	Iren	BAK
<b>Media</b>	<b>Mem(*)</b>	Sii	CIC	Italgas	BAK
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Sopra Steria Group	CIC	Naturgy	GVC
Atresmedia	GVC	Stmicroelectronics	BAK	Red Electrica Corporacion	GVC
Cairo Communication	BAK	Tier 1 Technology	GVC	Ren	CBI
Digital Bros	BAK	Visiativ	CIC	Snam	BAK
GI Events	CIC	Vogo	CIC	Solaria	GVC
Il Sole 24 Ore	BAK	<b>Telecommunications</b>	<b>Mem(*)</b>	Terna	BAK
Ipsos	CIC	Bouygues	CIC	Volitalia	CIC
Jcdecaux	CIC	Ekinops	CIC		
Lagardere	CIC	Ezèntis	GVC		
M6	CIC	Iliad	CIC		
Mediaset	BAK	Nos	CBI		
Mediaset Espana	GVC	Orange	CIC		
Nrj Group	CIC	Telecom Italia	BAK		
Publicis	CIC	Telefonica	GVC		
Rcs Mediagroup	BAK	Tiscali	BAK		
Tf1	CIC	Unidata	BAK		
Universal Music Group	CIC	Vodafone	BAK		
Vivendi	CIC	<b>Travel &amp; Leisure</b>	<b>Mem(*)</b>		
<b>Personal Care, Drug &amp; Grocery S</b>	<b>Mem(*)</b>	Accor	CIC		
Carrefour	CIC	Autogrill	BAK		
Casino	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC		
Jeronimo Martins	CBI	Edreams Odigeo	GVC		
Marr	BAK	Elior	CIC		
Sonae	CBI	Fdj	CIC		
Unilever	CIC	Groupe Partouche	IAC		
Winfarm	CIC	I Grandi Viaggi	BAK		
<b>Real Estate</b>	<b>Mem(*)</b>	Ibersol	CBI		
Almagro Capital	GVC	Int. Airlines Group	GVC		
Igd	BAK	Melia Hotels International	GVC		
Lar España	GVC	Nh Hotel Group	GVC		
Merlin Properties	GVC	Pierre Et Vacances	CIC		
Realia	GVC	Sodexo	CIC		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Valores, SV, SA

as at 11 October 2021

## List of ESN Analysts (\*\*)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvgaesco.es
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Beatriz Rodriguez Fernandez	GVC	+34 914 367 871	beatriz.rodriguez@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère	CIC	+33 1 53 48 76 52	Virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
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.gvcgaesco.es](http://www.gvcgaesco.es). GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

All the information contained in this report has been compiled and prepared in good faith by GVC Gaesco Valores S.V., S.A. from sources we believe to be reliable (including public accounts and audits). The opinions expressed in this report are those of our research department at the time of publication and may be changed at any time without notice and without communication. There is no scheduled frequency for updating the recommendations. The recommendation contained in this document has not been communicated in advance to the issuer. This document does not constitute an invitation to buy or sell securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. accepts no responsibility for the use of this report. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. has no proprietary investment positions in the securities mentioned in this report. There may be a business relationship between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the issuer on which this report is issued, and if so, this is detailed in the following section. This and other documents are only one source of information, among others, which is not intended in itself to constitute an investment decision tool. In no way can this or any other analysis documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not been distributed in a generic form. Any use of this document implies an understanding and explicit acceptance of these warnings.

#### 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: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA.; Griñó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; Asgard Investment Hotels (antes Obsido Socimi SA); Eurona Telecom SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); 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, SA. ENCE Energia y Celulosa; Plásticos Compuestos SA; Clerhp Infraestructuras, S.A., Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimisation SA, Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Futbol Intercity, S.A.D (CITY);
- has participated and/or participates as **lead or co-lead manager** in corporate operations with the following companies: Lleidanetworks Serveis Telematics SA; ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Almagro Capital Socimi SA;
- has a **liquidity contract** as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); eDreams ODIGEO; ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins, Deoleo;
- has signed a **Corporate Brokerage agreement** that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports may/could have been previously shown to the companies: Agile Content; Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit Inmobiliaria; TIER1 Technology; ADL Bionatur Solutions; Codere SA. Dichos servicios incluyen informes que han podido ser vistos previamente por las empresas citadas.

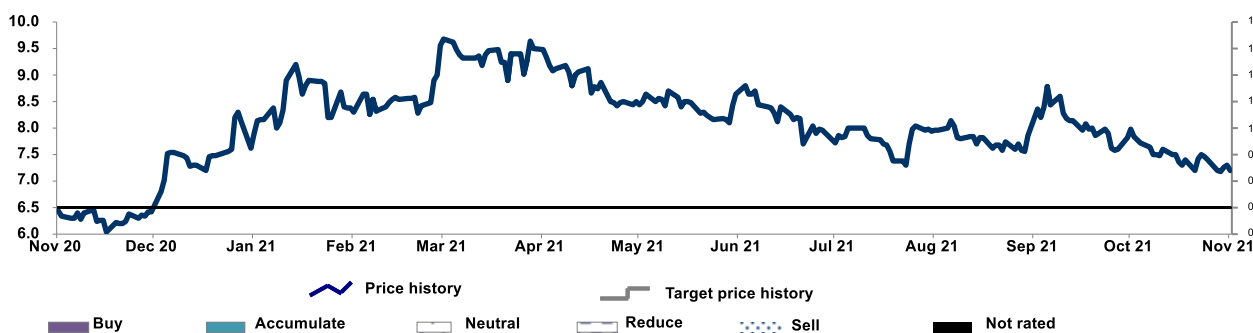
#### Recommendation history for IZERTIS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
29-Nov-21	Buy	9.70	7.20

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: Juan Peña (since 24/11/2021)



## ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.



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

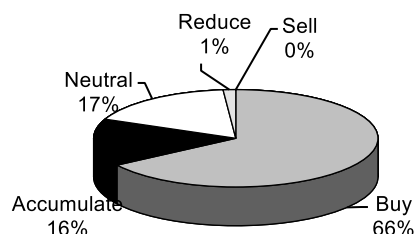
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

### Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12-month
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12-month
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12-month
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12-month
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12-month
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated:** there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets.

### GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. 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: **29<sup>th</sup> of November 2021 12:15 CET**

First date and time of dissemination: **29<sup>th</sup> of November 2021 12:30 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 professional 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 and/or ESN Members 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](http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access) or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

[www.bancaakros.it](http://www.bancaakros.it) regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

[www.caixabi.pt](http://www.caixabi.pt) regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

[www.cic-marketsolutions.eu](http://www.cic-marketsolutions.eu) regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

[www.gvcgaesco.es](http://www.gvcgaesco.es) regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Members of ESN (European Securities Network LLP)



**CIC Market Solutions**  
6, avenue de Provence  
75441 Paris - Cedex 09  
France  
Phone: +33 1 5348 8193



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

