

solventis

Nota de Actualización

Noviembre 2023

***“Medio siglo liderando
el futuro digital”***

seresco

Analista

Raquel Rodríguez Martínez
rrodriguez@solventis.com

+34 986 225 659

Analista

Oriol Sanromà Parés
osanroma@solventis.com

+34 917 932 970



Resumen Ejecutivo



Cifras Clave

800 Empleados	+50 Años Experiencia	11 Países
+19M€ Ingresos	+2M€ EBITDA	5M€ DFN

Información Bursátil

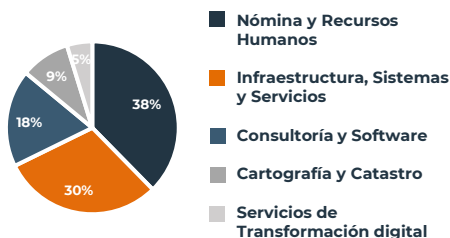
Ticker	SCO
Sector	Software
Número de acciones	9.604.012
Capitalización	40.913.000 €
Free Float	25%
Cotización	4,26
Target Price	5,38
Upside	+26,3%

5 Líneas de Negocio

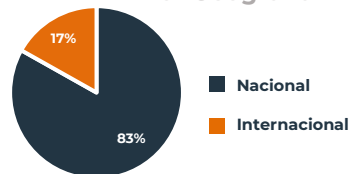
- Nómina y Recursos Humanos**
- Infraestructuras, Sistemas y Servicios**
- Consultoría y Software**
- Cartografía y Catastro**
- Servicios de Transformación digital**

Desglose de Ingresos

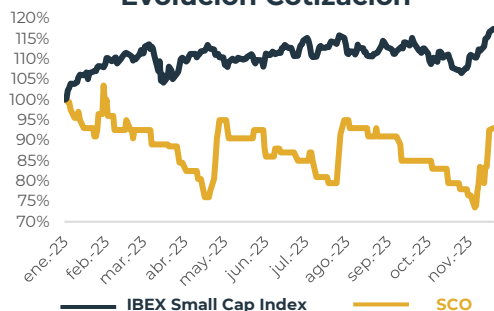
Por Línea de Negocio



Por Geografía



Evolución Cotización



- Tras la publicación de los resultados del 1S2023, se ha procedido a emitir una nota de seguimiento de la Compañía, reflejando las novedades que se han producido durante este último semestre, cuyas ventas se incrementaron un +19% respecto al mismo periodo del 2022.
- La línea de “Nómina y Recursos Humanos”, cuyas ventas se encuentran en torno a unos 7,3Mn€, se ha incrementado durante este semestre en un +29%. Actualmente esta línea representa casi un 40% sobre el total de los ingresos. Por otro lado, destacamos el crecimiento de la línea “Cartografía”, durante este primer semestre del 2023, ya que sus ventas se han incrementado en un +90%.
- La actividad de Grupo se ha visto incrementada, además de por vías orgánicas, por vías inorgánicas, debido a la adquisición del 76,87% de la sociedad portuguesa ELO-SI febrero del 2023, que ha generado un impacto positivo en los resultados de este primer semestre. También consideramos oportuno mencionar, aunque no haya sido actividad de este 1S2023, pero que tendremos en cuenta de cara a nuestras estimaciones futuras, la adquisición en octubre del 2023 del 75,008% de la compañía CIES (Ciencia Ingeniería Económica y Social).
- Durante este primer semestre se ha experimentado un aumento generalizado de los costes debido al mayor perímetro de empresas y a la mayor actividad de la Compañía. Los gastos de personal se han visto incrementados en un +17% a causa de la actualización del Convenio Colectivo sectorial y a un mayor número de empleados. Además, los aprovisionamientos se han incrementado en un +44% debido al Mix de ventas, principalmente, al incluir SPW (seguridad perimetral). El margen EBITDA sobre ventas se ha visto ligeramente reducido pasando del 12,4% al 11,4%, es decir, un -1% inferior con respecto al 1S2022, mientras que el EBITDA ajustado se ha situado por encima de los +2,2Mn€. El entorno macroeconómico caracterizado por la subida de los tipos de interés ha afectado negativamente el resultado financiero.
- La Deuda Financiera Neta (DFN) de la Compañía ha experimentado un crecimiento durante el semestre de entorno al +24%, situándose en 5,5Mn€ a cierre de 2023, con respecto a los 4,4Mn€ obtenidos a cierre del ejercicio 2022.

Métricas	2022H	1H2023	2023E	2024E	2025E	2026E
Ingresos ('000€)	34.577	19.358	41.087	57.693	67.619	73.145
EBITDA ('000€)	3.706	2.044	4.503	6.705	8.239	9.280
ROIC	20,4%	-	19,7%	25,2%	26,0%	24,5%
ROE	37,5%	-	29,8%	34,0%	31,5%	27,5%
Net Debt/EBITDA	1,2x	1,4x	0,8x	0,6x	0,4x	0,2x
EV/EBITDA	14,8x	13,4x	12,7x	8,5x	6,9x	6,2x

- Tras realizar nuestro análisis, hemos obtenido un precio objetivo de **5,38€/acción**, un +26,3% por encima de su precio actual, (frente a los 5,50€/acción a 12 meses vista en el informe realizado en Abril 2023 - “Inicio de Cobertura Seresco por Solventis”, lo que equivale a un ligero ajuste en el valor de las estimaciones en los márgenes EBITDA).
- Consideramos que Seresco se presenta como una inversión atractiva, respaldada por su historia, su plan de expansión y sus sólidas cualidades intrínsecas, como veremos en el presente documento.

DISCLAIMER

Este documento (en adelante el Informe) así como los datos, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en él, han sido elaborados por Solventis, S.V., S.A. (en adelante, Solventis) a petición de Seresco, S.A. (en adelante, Seresco o la Compañía) que encomienda a Solventis realizar el presente documento de manera remunerada, siendo por tanto un *sponsor research*.

El Informe será entregado por Solventis a Seresco para que pueda ser publicado en su web, así como facilitado a inversores interesados con efectos únicamente informativos.

El contenido del Informe representa el fruto del estudio, trabajo y experiencia de Solventis en los temas comentados. Ninguna de sus partes puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio, (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de Solventis.

El Informe ha sido emitido conforme a la legislación española y, por lo tanto, su uso, alcance e interpretación deberán someterse a dicha legislación. La distribución del Informe en otras jurisdicciones o para los residentes de otras jurisdicciones también puede estar restringido por la ley, por lo que las personas en posesión de este documento deberán informarse acerca de ello, y observar, dichas restricciones. El incumplimiento de estas restricciones puede infringir las leyes de la jurisdicción pertinente.

La información aquí contenida procede de fuentes públicas fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que dicha información resulte correcta, Solventis no manifiesta que sea exacta y completa, y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Solventis no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Dicha información está sujeta a cambios sin previo aviso. Solventis no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Todas las opiniones, estimaciones, proyecciones pronósticos y objetivos de precios incluidos en el Informe constituyen la visión técnica personal del analista/s sobre la Compañía en la fecha de su emisión, y ninguna parte de su remuneración está o estará referida directa ni indirectamente a las recomendaciones u opiniones expresadas en el Informe. El acierto por parte del analista/s en estimaciones pasadas no asegura el éxito de las futuras. Para conocer la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, puede contactarse con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este Informe.

El Informe y los datos, opiniones y recomendaciones contenidos en él se proporcionan solo con fines informativos y han sido elaborados con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Por consiguiente, no constituyen asesoramiento financiero personalizado. El inversor que tenga acceso al presente Informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para su elaboración.

El presente documento no constituye, bajo ningún concepto, una oferta, invitación o solicitud de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Cualquier decisión de compra o venta debería adoptarse teniendo en cuenta la totalidad de la información pública disponible sobre la Compañía y sus valores y, cuando corresponda, el contenido del folleto disponible en la CNMV, y no fundamentarse, exclusivamente, en el presente Informe. Asimismo, cualquier decisión de inversión sobre los mismos deberá adoptarse de acuerdo al propio criterio del inversor y/o de los asesores designados por él.

Solventis no asume responsabilidad alguna derivada de cualquier posible pérdida, directa o indirecta, que pudiera derivarse del uso de la información contenida en este documento. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros.

Solventis S.V., S.A. es una empresa de servicios de inversión que presta el servicio auxiliar de asesoramiento a empresas sobre estructuras de capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas. Así, en relación con este servicio, Solventis S.V., ha mantenido, mantiene y podrá seguir manteniendo en el futuro relaciones comerciales remuneradas con la Compañía, bien como (i) proveedor de servicios de corporate broking, (ii) proveedor de liquidez, (iii) entidad encargada de programas de recompra de acciones para la entrega de *stock options* a empleados o (iv) agente, colocador o coordinador global en emisiones de instrumentos financieros, entre otros posibles servicios ofrecidos.

Adicionalmente, algunos de los consejeros, directores o empleados de Solventis o de sus clientes con un contrato de gestión discrecional de carteras, así como las IIC gestionadas por Solventis SGIIC, sociedad participada por Solventis S.V., mantienen o podrían mantener vínculos e intereses en la Compañía así como una posición directa neta o larga en acciones de la misma que en su conjunto supere el 0,5% de su capital, calculada ésta de conformidad con el artículo 3 del Reglamento (UE) no 236/2012 del Parlamento europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012. Solventis S.V., está bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y consta inscrita en el Registro de Empresas de Servicios de Inversión con el número 244.

Los empleados del departamento de ventas o de otros departamentos de Solventis pueden proporcionar comentarios de mercado, de forma verbal o escrita, o estrategias de inversión a los clientes, en función de sus características y objetivos de inversión, que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Índice

- 1. Resumen del Primer Semestre 2023**
- 2. Información Financiera a 30/06/2023**
 1. Cuenta de Pérdidas y Ganancias
 2. Balance de Situación
- 3. Valoración a 30/06/2023**
 1. Principales Hipótesis de Valoración
 2. Valoración por Descuento de Flujos de Caja
 3. Valoración por Metodología de Múltiplos Comparables
 4. Cálculo Precio Objetivo
 5. Conclusiones
- 4. Anexos**
 1. Cuenta de Pérdidas y Ganancias
 2. Cash Flow
 3. Balance de Situación

1. Resumen del Primer Semestre 2023

Durante el primer semestre de 2023, la Compañía ha seguido trabajando para lograr los objetivos de crecimiento definidos en su estrategia a través de vías orgánicas e inorgánicas.

La consecución de este objetivo se ha materializado principalmente a través de la compra en febrero de este año del 76,87% (con opción a compra del capital restante) de la compañía portuguesa del mismo sector ELO-SI, lo que supone una participación valorada en 1,4 millones de euros.



Fuente: Seresco & ELO-SI

ELO-SI fue fundada en Oporto en 1994 con el objetivo de dedicarse a la gestión de los tiempos y las personas, y ha mantenido un crecimiento sostenido desde entonces gracias a un equipo de 28 profesionales, que le han permitido obtener en 2022 una facturación superior a los +2 millones de euros.

Esta acción se encuadra dentro de la estrategia de crecimiento inorgánico de Seresco, y le permite también reforzar y ampliar su expansión internacional, ya que ELO-SI cuenta con presencia en Portugal, España, Mozambique, Nigeria, Marruecos, Sudáfrica, Angola o Cabo Verde, donde atiende a clientes multidisciplinares del sector público, hotelero, farmacéutico, industria o IT, entre otros con sus soluciones propias para la gestión de presencia, el control de accesos o para recopilación de datos en campo.

Así, Seresco se posiciona como una de las empresas líderes del sector, operando en más de 5 mercados, con más de 2.200 clientes y con expectativas de incrementar sus operaciones a corto plazo en el mercado de Perú y Colombia, entre otros.



Fuente: Seresco & Solventis

Por otro lado, Seresco también ha propulsado su crecimiento a través de la puesta en marcha de colaboraciones para desarrollar proyectos de diversos sectores, entre los que podemos destacar:

- 'BeanBot', un proyecto de IA para optimizar el cultivo de la faba con la colaboración del Serida e Idonial.
- Acuerdo estratégico con Payflow para llevar salario en tiempo real a +1.500 empresas en España.
- Acuerdo estratégico con Wagestream, plataforma de bienestar financiero puntera en Europa, para el acceso al salario flexible. De este modo se pretende facilitar y aliviar la situación actual que muchas familias están viviendo con la inflación, la subida de tipos de interés y, por extensión, el encarecimiento de las hipotecas.

Como resultado, en este primer semestre de 2023 la empresa ha registrado un crecimiento de la facturación de entorno al 20% con respecto al mismo semestre del año anterior. El EBITDA ajustado, se sitúa por encima de los +2,2Mn€, lo que implica un incremento del 10% sobre el mismo periodo del ejercicio anterior, y una ligera reducción en el margen pasando del 12,4% al 11,4% sobre las ventas.

Este crecimiento de facturación se debe principalmente a la apuesta de la Compañía por la internacionalización, tanto dentro de la Unión Europea como a través de operaciones extracomunitarias, las cuales han experimentado un crecimiento superior al +300% en el período (frente a un crecimiento de las operaciones intracomunitarias del +126%). En concreto, la Compañía apuesta por la internacionalización de sus servicios de Cartografía y Catastro, que ha sido la línea de negocio que ha experimentado un mayor crecimiento, siendo este del +90%. No obstante, todas las líneas de negocio (a excepción de Consultoría y Software) han experimentado crecimientos superiores al +15%.

Por otro lado, destacar que la Compañía mantiene un compromiso sólido con sus grupos de interés, caracterizado por una comunicación activa con los mismos, que se materializa a través de la elaboración de informes financieros y planes estratégicos para los accionistas, la realización de encuestas de satisfacción a los clientes o la inversión en desarrollo profesional y capacitación de sus empleados.

Durante este primer semestre, la Compañía ha dado un paso más a través de la implantación de un Canal Ético, que supone una red de comunicación segura y confidencial para que los empleados u otras partes interesadas puedan denunciar conductas indebidas, éticamente cuestionables o cualquier forma de irregularidad en la empresa. Esto tiene como principal objetivo prevenir y solucionar incidencias, así como fortalecer la confianza entre los miembros de la organización.

Seresco demuestra así su compromiso con la ética empresarial y la transparencia, algo que también evidencian las numerosas acciones que ha llevado a cabo como parte de su política ESG, que tienen como objetivo apoyar el compromiso de la Compañía con los Objetivos de Desarrollo Sostenible, entre las que podemos destacar:



- | | | | |
|---|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Recogidas solidarias de medicamentos, juguetes y productos textiles • Fomento del voluntariado • Desarrollo del programa “Nóminas Solidarias” | <ul style="list-style-type: none"> • Evaluación de los riesgos psicosociales de la organización y difusión de información sobre gestión del estrés • Revisiones y pruebas diagnósticas gratuitas de cáncer de mama para las empleadas de entre 40 - 49 años • Campaña de donación de sangre | <ul style="list-style-type: none"> • Definición de una estricta política de desconexión digital • Diseño e implementación de planes de conciliación acordes a las condiciones del empleado • Mantenimiento de las opciones de retribución flexible | <ul style="list-style-type: none"> • Inclusión de la tarjeta de transporte como retribución flexible para fomentar movilidad sostenible • Establecimiento de una política de teletrabajo estable |
|---|--|---|--|

Con todas estas acciones, Seresco busca lograr los objetivos de facturación para el año 2025 de llegar a los 70 millones fijados a finales de 2021, lo que supondría duplicar su volumen de negocio actual, objetivo que podrá llegar a lograrse si mantiene las cifras que está obteniendo hasta este momento.

Por último, cabe destacar la adquisición del 75,008% de la Sociedad Ciencia e Ingeniería Económica y Social (CIES), que se realizó a final del mes de Octubre, y que consideramos oportuno mencionar y tener en cuenta en nuestras estimaciones futuras, ya que de cara a cierre del ejercicio se repercutirá en su resultado. CIES ha sido adquirida por 3,375Mn€, cuenta con un equipo de 32 profesionales y una cartera de más de 250 clientes. Sus ventas a cierre del 2022 han sido de 3,3Mn€ y un EBITDA de 0,99Mn€, por lo que su margen EBITDA sobre ventas se encuentra en torno al 30%.

2. Información Financiera a 30/06/2023

2.1. Cuenta de Pérdidas y Ganancias

A continuación, se analiza la cuenta de pérdidas y ganancias de la Compañía a cierre del primer semestre de 2023, comparándolo con el mismo semestre de 2022:

Cuenta de pérdidas y ganancias	30/06/2023	30/06/2022	Var. (%)
Ingresos ordinarios	19.357.511	16.236.845	19%
Otros ingresos	61.875	11.559	435%
Trabajos realizados por la empresa para su activo	485.867	46.989	934%
Ingresos Totales	19.905.253	16.295.393	22%
Aprovisionamientos	(2.921.925)	(2.023.987)	44%
Gastos de personal	(13.271.875)	(11.295.558)	17%
Otros gastos de explotación recurrentes	(1.667.638)	(1.158.875)	44%
Resultado Bruto de Explotación (EBITDA)	2.043.815	1.816.973	12%
SBC	161.601	195.261	(17%)
EBITDA Ajustado	2.205.416	2.012.234	10%
Otros ingresos no recurrentes	-	1.570	(100%)
Otros gastos no recurrentes	(93.919)	-	100%
Amortización del inmovilizado	(576.373)	(509.031)	13%
Resultado de Explotación	1.373.523	1.309.512	5%
Resultado Financiero	(105.952)	(40.934)	159%
Impuesto sobre beneficios	(262.618)	(350.814)	(25%)
Resultado del ejercicio	1.004.953	917.764	10%
Resultado atribuido a la Sociedad Dominante	986.164	918.264	-
Resultado atribuido a Socios Externos	18.789	-	-

Durante este primer semestre del 2023, los ingresos se situaron por encima de los 19,3Mn€, lo que supone un crecimiento en términos globales del +19% con respecto al mismo semestre del año anterior. Esto se debe, principalmente, al incremento generalizado de la actividad de todas las líneas de negocio, a excepción de “**Consultoría y Software**”, que ha disminuido en un -10%. La línea de negocio “**Nómina y Recursos Humanos**”, que representa en torno al 40% de la facturación total, se ha incrementado en un +19%, la línea de “**Infraestructuras, Sistemas y Servicios**”, se ha incrementado en un +18%, por otro lado, “**Cartografía y Catastro**” ha crecido un +90% y, la línea más pequeña de facturación “**Servicios de Transformación Digital**”, también ha crecido en un +32% con respecto al primer semestre del año 2022.

Líneas de Negocio	1S2023	Peso (%)	1S2022	Peso (%)	Var (%)
Nómina y RR.HH. (NHR)	7.287.781	38%	5.657.664	35%	29%
Infraestructuras, Sistemas y Servicios (ISS)	5.825.609	30%	4.956.503	31%	18%
Consultoría y Software (CYS)	3.532.544	18%	3.940.945	24%	-10%
Cartografía y Catastro (CYC)	1.790.452	9%	944.207	6%	90%
Servicios de Transformación digital (STD)	921.125	5%	699.920	4%	32%

Cabe destacar el incremento de la presencia internacional de la Compañía, tanto dentro como fuera de la Unión Europea, gracias principalmente a operaciones llevadas a cabo en Latinoamérica. La facturación a nivel nacional sigue representando la gran mayoría de los ingresos, en torno al 83%, a pesar de que las ventas internacionales continúen creciendo con mucha fuerza, especialmente en áreas como Cartografía y Catastro.

Zona Geográfica	1S2023	Peso (%)	1S2022	Peso (%)	Var (%)
España (Nacional)	16.096.018	83%	15.149.158	93%	6%
Unión Europea (Internacional)	1.596.344	8%	703.434	4%	127%
Extracomunitario (Internacional)	1.665.149	9%	384.253	3%	333%

Por otro lado el EBITDA ajustado se sitúa por encima de los +2,2Mn€, aunque su margen sobre las ventas ha disminuido en casi un -1%. Cabe destacar el crecimiento del +17% de los gastos de Personal a 12,3Mn€, debido a un mayor número de trabajadores y a la actualización del Convenio Colectivo sectorial, así como el incremento de un +44% de los Aprovisionamientos con un importe de 2,9Mn€, debido al propio crecimiento de la actividad de la Compañía y al Mix de ventas, principalmente, al incluir SPW (seguridad perimetral).

La partida de gastos no recurrentes recoge gastos relacionados con operaciones corporativas de desarrollo empresarial y con reestructuraciones organizativas, donde se podrían incluir los gastos derivados de la adquisición de la compañía portuguesa ELO-SI.

Por otra parte, el resultado financiero se ha visto afectado por el incremento de los tipos de interés. No obstante, la compañía cierra el semestre con un resultado por encima del millón de euros, suponiendo esto un crecimiento del +10% con respecto al primer semestre de 2022.

2.2. Balance de Situación

A continuación, se analiza balance de situación de la Compañía a cierre del primer semestre de 2023, comparándolo con el cierre de 2022:

	30/06/2023	31/12/2022	Var. (%)
ACTIVO NO CORRIENTE	8.038.098	6.567.345	22%
Inmovilizado intangible	5.337.967	4.476.799	19%
Inmovilizado material	1.971.307	1.211.409	63%
Inv. en empresas del grupo y asoci. L/P	30.498	25.380	20%
Inversiones financieras a largo plazo	196.451	271.142	(28%)
Activos por impuesto diferido	501.875	582.615	(14%)
ACTIVO CORRIENTE	13.016.858	12.099.574	8%
Existencias	663.298	568.641	17%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	9.454.689	8.711.553	9%
Inv. en empresas del grupo y asoci. C/P	32.941	62.000	(47%)
Inversiones financieras a corto plazo	10.326	64.805	(84%)
Periodificaciones a corto plazo	371.180	306.742	21%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	2.484.424	2.385.833	4%
TOTAL ACTIVO	21.054.956	18.666.919	13%

Con respecto al Activo de la Compañía, en términos generales, este se ha incrementado en torno a un +13% con respecto al cierre de 2022.

Este crecimiento se ha debido principalmente a las inversiones en el Activo No Corriente, entre las que destacan las inversiones en inmovilizado material e intangible, que han percibido entre ambas más del 60% de las inversiones en activo totales, originado principalmente por el aumento del perímetro de consolidación y la activación de los gastos relacionados con la mejora de la herramienta software, utilizada en la prestación de “Nómina y Recursos Humanos” a clientes.

Por otra parte, el Activo Corriente ha experimentado un crecimiento del +8% durante este periodo analizado, motivado principalmente por la partida de deudores comerciales en un +9% por el aumento de la actividad del grupo, la cual ha crecido por debajo los ingresos ordinarios del periodo, lo que muestra una gestión activa del circulante.

	30/06/2023	31/12/2022	Var. (%)
PATRIMONIO NETO	5.702.948	5.443.392	5%
Fondos propios	5.563.361	5.371.176	4%
Capital	1.536.642	1.536.642	0%
Prima de emisión	865.829	865.829	0%
Reservas	2.716.795	1.560.848	74%
(Acciones y participaciones en patrimonio propias)	(873.829)	(850.689)	3%
Resultado del ejercicio	986.164	1.868.327	(47%)
Dividendos a cuenta	(302)	(302)	0%
Otros instrumentos de patrimonio neto	332.062	390.521	(15%)
Subvenciones, donaciones y legados recibidos	45.966	72.216	(36%)
Socios externos	93.621	0	-

Por otro lado, el Patrimonio Neto también se ha incrementado. Esto se debe mayoritariamente al resultado obtenido del ejercicio, que ha sido atribuido a reservas, lo que ha generado un crecimiento de las mismas de un +74% con respecto al cierre de 2022.

	30/06/2023	31/12/2022	Var. (%)
PASIVO NO CORRIENTE	3.386.988	3.622.918	(7%)
Deudas a largo plazo	3.370.903	3.598.083	(6%)
Deudas con emp. del grupo y asociadas a L/P	763	763	0%
Pasivos por impuesto diferido	15.322	24.072	(36%)
PASIVO CORRIENTE	11.965.020	9.600.609	25%
Provisiones a corto plazo	11.900	0	-
Deudas a corto plazo	4.642.285	3.238.649	43%
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	6.863.103	5.567.472	23%
Periodificaciones a corto plazo	447.732	794.488	(44%)
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	21.054.956	18.666.919	13%

En cuanto al Pasivo No Corriente, este ha disminuido en un -7% debido a la reducción de las deudas a largo plazo y de los impuestos diferidos.

Con respecto al Pasivo Corriente este creció en un +25%, como compensación entre el crecimiento de la deuda a corto plazo contra la reducción de las periodificaciones en la misma proporción. El saldo de Acreedores Comerciales ha crecido un +23%, por encima del crecimiento de las existencias, lo que reafirma la gestión activa de la tesorería que está llevando a cabo la Compañía.

Como consecuencia, la Deuda Financiera Neta (DFN) de la Compañía ha experimentado un crecimiento durante el semestre de entorno al +24%, situándose en 5,5Mn€ a cierre de junio de 2023, con respecto a los 4,4Mn€ obtenidos a cierre del ejercicio 2022.

3. Valoración a 30/06/2023

3.1. Principales Hipótesis de Valoración

Según los datos proporcionados por la Compañía a cierre del 2022, los más recientes del primer semestre del 2023, y las estimaciones para los siguientes años, se ha calculado una proyección de la cifra de negocios para los próximos 5 años. Los principales puntos a destacar son:

- Modificación en nuestras proyecciones de márgenes EBITDA debido a la reciente actualización del Convenio Colectivo sectorial, ya mencionado anteriormente.
- Un CAGR del +17,2%, que se explica tanto por un crecimiento orgánico de las líneas de negocio de la Compañía, como por un crecimiento inorgánico, derivado de la adquisición de otras sociedades.
- El crecimiento inorgánico va ganando relevancia en los ingresos totales de la Compañía a medida que se van realizando las adquisiciones. Estimamos que el volumen de negocio generado gracias a dichas adquisiciones pase de un +6,1% en 2023 a un +36,3% de cara al año 2027.

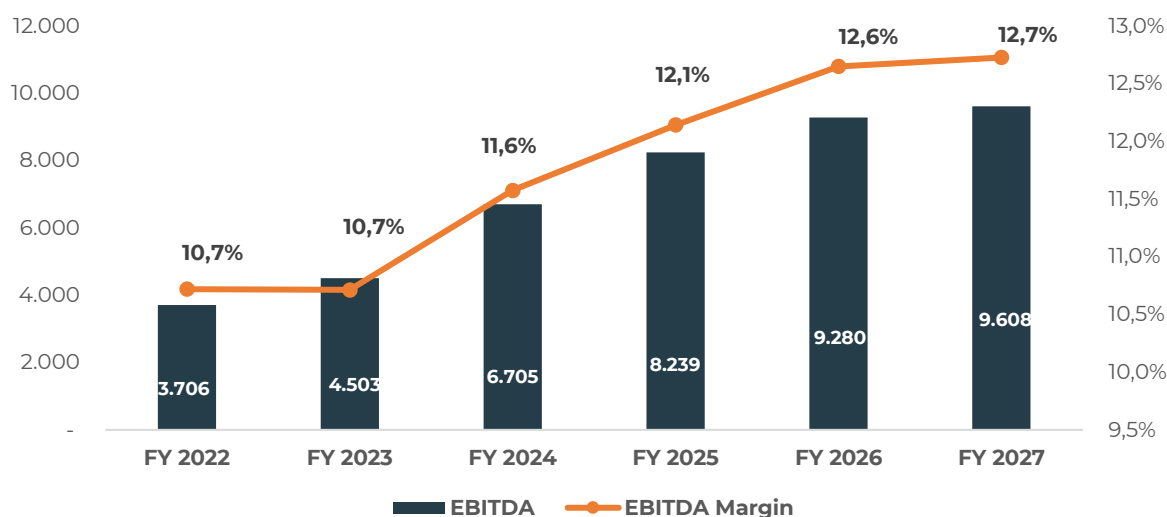
Para poder alcanzar estos crecimientos, se considera necesaria la consecución de varios hitos:

- Por un lado, es un factor clave mantener la solidez en las líneas de; Administración de Nómina y Recursos Humanos; e Infraestructura, Sistemas y Servicios. La Compañía es plenamente consciente de ello, y eso se ve reflejado en sus actuaciones. Prueba de ello es la reciente adquisición en el mes de octubre del 75% del Grupo CIES, una consultora especializada en Ciberseguridad. También lo es la adquisición que se efectuó durante el mes de febrero de este año, del 76,87% de la sociedad ELO-SI, referente en el área de gestión de tiempos y personas.
- Llegar a convertir las líneas de Transformación Digital y Cartografía y Catastro en modelos de recurrencia tipo SaaS, las cuales se han caracterizado por ser habitualmente de facturación *one-time*. Creemos que la línea de Cartografía y Catastro ganará cierto peso en los próximos años. Recientemente se ha adjudicado un contrato (pendiente de firma) en Colombia y otro en Perú, los cuales se prevé que van a suponer un incremento importante en la facturación para los próximos años.

El margen EBITDA de la Compañía se ha visto perjudicado en esta primera mitad del año principalmente por la actualización del convenio colectivo sectorial, tal y como se ha explicado anteriormente. No obstante, se espera que el margen EBITDA mejore en los años venideros, de tal forma que pase del 10,3% que registró en el primer semestre del 2023 a un 12,7% en el año 2027. Esta mejora vendrá impulsada por eficiencias operativas en costes y la adquisición de compañías que son eficientes en márgenes operativos. El Grupo CIES, por ejemplo, es una compañía que espera registrar este año unas ventas de 4Mn € y un EBITDA de 1,8Mn €. Eso supone un margen EBITDA del 45%.

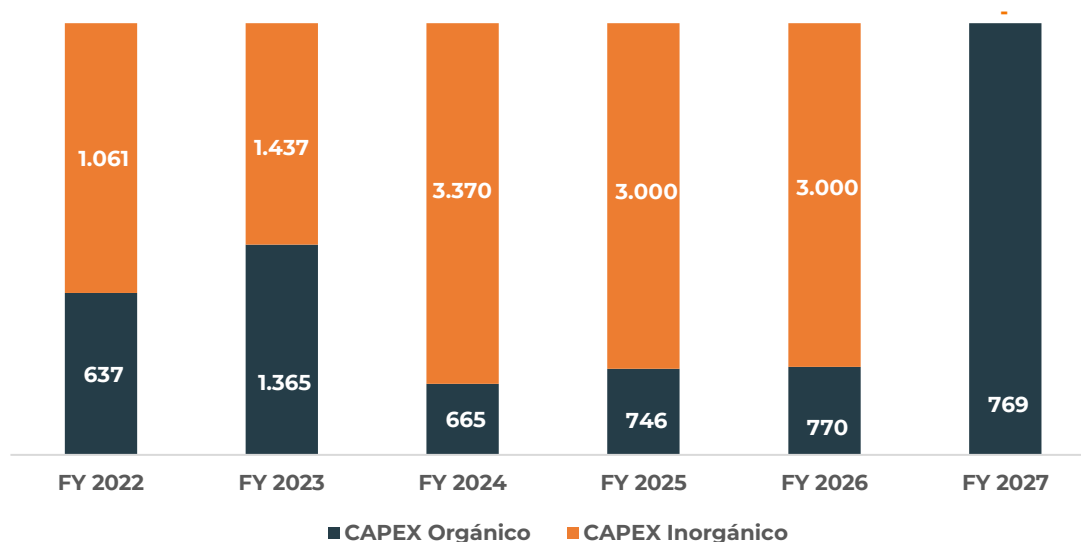
De acuerdo con lo anterior, se espera que esta mejora del margen sea gradual en los próximos 5 años.

Previsiones de Crecimiento de EBITDA y Margen EBITDA, 2022 – 2027 ('000€)



En cuanto a la inversión en Activos Fijos (CAPEX), la Compañía sigue comprometida con su objetivo de invertir un total de 20Mn € en adquisiciones de sociedades. Por el momento, se ha invertido alrededor de 12-13 Mn €, y se espera que las próximas operaciones ronden los 2-3 Mn €. Es por ello, que el CAPEX Inorgánico va a tener un mayor peso que el Orgánico durante los próximos años. Para la ilustración de la proyección, se ha desglosado entre crecimiento orgánico e inorgánico. El primero se basa en la inversión en activos que son necesarios para operar el negocio actual, y el segundo en inversiones destinadas a adquisiciones de compañías, siguiendo el plan estratégico de crecimiento inorgánico determinado por Seresco.

Proyecciones de Inversión en Activos Fijos (CAPEX), 2022 – 2027 ('000€)



3.2. Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DFC)

Para calcular el valor de la Compañía vía DCF, se descuentan los flujos de caja esperados de acuerdo con las estimaciones elaboradas por Solventis. A estos flujos de caja se les aplica un factor de descuento, ajustado en función de las características del sector y de la propia Compañía.

Esta metodología nos permite evaluar el impacto del crecimiento futuro de las ventas, así como también la mejora de los márgenes, gracias al plan estratégico de crecimiento inorgánico elaborado por la Compañía. Además, también nos permite factorizar las inversiones realizadas para llevar a cabo este plan.

La tasa de descuento que hemos aplicado es del 10,56%. Consideramos que esta tasa refleja adecuadamente tanto las características y riesgos de la Compañía como la estructura financiera óptima que adoptará en el futuro.

En el ajuste del *Equity Bridge*, hemos incluido el impacto de las subvenciones que ha percibido la compañía y las deducciones de las que goza por actividades correspondientes a I+D. También hemos incorporado el ajuste de los minoritarios, convertidos a valor de mercado, considerando un *P/Book Value* medio de la industria.

Resumen de valoración DCF

Discounted Cash Flow	Units	Projected					Normalized
		FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	TV
Sales	€	42.031.666	57.923.853	67.855.543	73.364.462	75.486.906	76.996.644
EBITDA	€	4.502.568	6.704.913	8.238.847	9.280.337	9.607.637	9.799.790
<i>EBITDA Margin %</i>	%	10,7%	11,6%	12,1%	12,6%	12,7%	12,7%
(-) D&A	€	(651.787)	(784.827)	(933.943)	(1.087.877)	(863.036)	(783.251)
EBIT	€	3.850.781	5.920.086	7.304.904	8.192.460	8.744.601	9.016.539
(-) Taxes	€	(962.695)	(1.480.022)	(1.826.226)	(2.048.115)	(2.186.150)	(2.254.135)
NOPAT	€	2.888.086	4.440.065	5.478.678	6.144.345	6.558.451	6.762.404
(+) D&A	€	651.787	784.827	933.943	1.087.877	863.036	783.251
(+/-) Var. NWC	€	50.888	(1.164.030)	(957.293)	(614.269)	(176.152)	(121.717)
(-) Capex	€	(1.365.310)	(665.201)	(745.583)	(769.669)	(769.418)	(783.251)
(-) Capex Adquisiciones	€	(1.437.469)	(3.370.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	-	-
FCFF	€	393.991	25.660	1.709.745	2.848.285	6.475.917	6.640.687
Terminal Value	€						77.564.125
<i>Period</i>	<i># Units</i>	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	4,50
<i>Factor</i>	<i># Units</i>	0,95	0,86	0,78	0,70	0,64	0,64

Flujos de caja descontados	€	374.700	22.072	1.330.213	2.004.329	4.121.761	49.367.650
-----------------------------------	---	----------------	---------------	------------------	------------------	------------------	-------------------

Enterprise Value (EV)	€	€	57.220.726
EV/EBITDA 23F	x		12,7x
EV/EBITDA 24F	x		8,5x
(-) Debt	€		(8.013.188)
(+) Cash	€		2.484.424
(+) Financial Investments	€		10.326
(+) R&D+i deductible expenses	€		251.320
(+/-) Fiscal Impact from previous Grants	€		(10.633)
(-) Minoritarios	€		(657.471)
Equity Value (EqV)	€	€	51.285.504

Análisis de Sensibilidad

		LTGR				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	10,1%	49.655.779	52.435.930	55.560.947	59.099.242	63.138.602
	10,3%	47.840.130	50.442.176	53.357.286	56.645.575	60.383.603
	10,6%	46.122.358	48.561.484	51.285.504	54.347.426	57.814.282
	10,8%	44.494.946	46.784.714	49.334.341	52.190.726	55.412.772
	11,1%	42.951.128	45.103.680	47.493.779	50.163.046	53.163.424

Hemos obtenido unas valoraciones actuales de Enterprise Value de 57,22Mn € y Equity Value de 51,29Mn €. Esto equivale a un precio por acción de 5,34 € y un múltiplo EV/EBITDA 2023 de 12,7x.

3.3. Valoración por Metodología de Múltiplos Comparables

Para determinar el valor de la Compañía con esta metodología, hemos seleccionado un total de 4 sociedades que, basándonos en su actividad, área geográfica y tamaño, se considera que son similares y comparables con Seresco.

Company name	Country	Market Cap (Mn €)	2022		2023	
			EV/Sales	EV/EBITDA	EV/Sales	EV/EBITDA
Altia Consultores	Spain	287,5	1,5x	11,5x	1,5x	14,1x
Izertis	Spain	229,8	2,6x	40,3x	2,2x	15,5x
Tier1	Spain	19,0	1,0x	11,1x	0,9x	7,7x
Soluciones 480	Spain	22,5	1,8x	23,4x	1,1x	12,1x
Maximum			2,6x	40,3x	2,2x	15,5x
75th Percentile			2,0x	27,6x	1,7x	14,4x
Adjusted Average			1,7x	17,4x	1,3x	13,1x
25th Percentile			1,4x	11,4x	1,1x	11,0x
Minimum			1,0x	11,1x	0,9x	7,7x

Tomando como referencia las características del sector, y teniendo en cuenta la fase en la que se encuentra la Compañía, consideramos que el múltiplo que mejor se ajusta es el *EV / EBITDA Forward 2023*. Esto resulta en una valoración de Enterprise Value de 59,00Mn € y Equity Value de 53,07Mn €. Esto implica un precio por acción de 5,53 €.

3.4. Cálculo Precio Objetivo

Para determinar el precio objetivo, hemos tenido en cuenta tanto la metodología de flujos de caja descontados (DCF) como la de múltiplos comparables. Hemos calculado una media ponderada, asignando pesos específicos a cada una de las metodologías.

Se asigna un 80% al DCF y un 20% a múltiplos comparables. Esto refleja claramente la preferencia por el DCF, ya que este método profundiza y adapta de manera más específica a las características únicas de la empresa, considerando sus proyecciones financieras detalladas. En contraste, los múltiplos comparables, aunque pueden abordar similitudes con otras empresas, no capturan la singularidad y circunstancias individuales que afectan a cada compañía de manera única, lo que justifica una menor ponderación en la valoración global de la Compañía:

Metodología	Precio por Acción	% Asignado
Descuento Flujos de Caja	5,34 €	80%
Múltiplos Comparables	5,53 €	20%
Total	5,38 €	100%

3.5. Conclusiones

A lo largo de su existencia, Seresco ha generado una marca reconocible en su entorno después de más de 50 años. Esto se ha conseguido tras muchos largos años de trabajo, en los que la Compañía ha puesto el foco en sus clientes, adaptándose a los cambios en sus preferencias y atendiendo a sus diversas necesidades en la actividad del día a día.

La Compañía destaca en la gestión de nóminas, generando altos costes de sustitución para los clientes debido a la necesidad de evitar retrasos mensuales en los pagos. Además, esta línea de negocio, como hemos mencionado anteriormente, es la que más peso tiene sobre los ingresos totales. La Compañía ha adaptado sus modelos de recursos humanos a las necesidades cambiantes del mercado, incorporando las últimas tecnologías. Todo ello ha cultivado una base de clientes leal, lo que se traduce en una sólida generación de valor gracias a la recurrencia en la generación de los ingresos.

Destacar que la Compañía cuenta con una cartera diversificada de clientes (actualmente tiene más de 2.200) y una amplia gama de servicios TIC. Esto la posiciona de manera estratégica para afrontar crisis económicas, gracias a su enorme versatilidad. Además, el haber logrado una gran cartera de productos le confiere una gran ventaja competitiva con respecto a otras compañías del sector, puesto que les permite adaptarse rápidamente a las necesidades de los clientes.

Los últimos resultados publicados por la Compañía destacan la habilidad de la gestión para controlar las partidas de gastos en entornos inflacionistas y trasladar estos costes a los clientes de manera eficiente. Mediante la adquisición de sociedades, la Compañía consigue generar sinergias y mejorar las oportunidades de *cross-selling* y *up-selling* y se prepara para enfrentar posibles amenazas del entorno con directivos especializados, cuya alineación es total con los intereses del accionista. Además, cabe resaltar que la Compañía tiene unos bajos niveles de apalancamiento (1,35x EBITDA), lo que es un factor clave a la hora de financiar su expansión.

Hemos efectuado una modificación en nuestras proyecciones de márgenes EBITDA en comparación con la nota de actualización anterior, y ello se debe a dos razones fundamentales. En primer lugar, hemos considerado la reciente actualización del Convenio Colectivo sectorial, ya mencionada anteriormente. Y en segundo lugar, enfrentamos la dificultad de poder cuantificar con precisión el incremento de márgenes aportado por las nuevas adquisiciones mediante el crecimiento inorgánico de la Compañía.

Por todo lo que se ha expuesto anteriormente a lo largo de este informe, consideramos que Seresco se presenta como una inversión atractiva, respaldada por su historia, su plan de expansión y sus sólidas cualidades intrínsecas. Es por ello que, el precio objetivo asignado a la Compañía es de **5,38 € por acción**.

4. Anexos

4.1. Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Cuenta de resultados:	Historical	Projected				
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027
Ventas:						
(+) Ventas:	33.986.224	41.086.672	57.693.081	67.618.877	73.145.027	75.283.640
(+) Otros ingresos:	343.305					
(+) Trabajos realizados por la empresa para su activo:	247.198	944.993	230.772	236.666	219.435	203.266
Total Ventas:	34.576.727	42.031.666	57.923.853	67.855.543	73.364.462	75.486.906
(-) Aprovisionamientos:	(4.674.566)	(6.389.974)	(9.353.487)	(11.153.522)	(12.255.998)	(12.668.331)
Resultado Bruto:	29.902.161	35.641.692	48.570.366	56.702.020	61.108.464	62.818.575
Otros ingresos de explotación	343.305	-	-	-	-	-
Gastos Operativos						
(-) Coste de Personal:	(23.938.324)	(27.342.757)	(37.589.832)	(43.806.548)	(46.751.661)	(48.062.201)
(-) Otros Gastos de Explotación:	(2.600.645)	(3.796.367)	(4.275.621)	(4.656.625)	(5.076.465)	(5.148.737)
Total Gastos Operativos:	(26.538.969)	(31.139.124)	(41.865.453)	(48.463.173)	(51.828.127)	(53.210.938)
EBITDA	3.706.497	4.502.568	6.704.913	8.238.847	9.280.337	9.607.637
<i>EBITDA Margin</i>	10,7%	10,7%	11,6%	12,1%	12,6%	12,7%
(-) Depreciación y Amortización:	(1.038.330)	(1.193.349)	(1.376.939)	(1.571.055)	(1.769.989)	(1.545.148)
(+) Otros ingresos no recurrentes:	46.451					
(-) Otros gastos no recurrentes:	(37.241)	(105.079)	(86.886)	(101.783)	(110.047)	(113.230)
EBIT	2.677.377	3.204.140	5.241.088	6.566.009	7.400.301	7.949.258
(+/-) Resultado Financiero:	(121.034)	(248.155)	(231.620)	(215.085)	(198.550)	(182.015)
(+) Subvenciones	-	9.193	9.193	9.193	9.193	9.193
EBT	2.556.343	2.965.179	5.018.662	6.360.117	7.210.944	7.776.437
(-) Taxes:	(688.016)	(832.440)	(1.403.796)	(1.749.442)	(1.960.157)	(2.102.986)
% of Taxes	(26,9%)	(28,1%)	(28,0%)	(27,5%)	(27,2%)	(27,0%)
Net Income	1.868.327	2.132.739	3.614.865	4.610.675	5.250.788	5.673.450
(-) Net Income Minoritarios		(39.875)	(67.585)	(86.203)	(98.171)	(106.073)
Net Income to Parent	1.868.327	2.092.865	3.547.280	4.524.472	5.152.617	5.567.377

4.2. Cash Flow

Cash Flow:	Historical	Projected				
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027
EBITDA	3.706.497	4.502.568	6.704.913	8.238.847	9.280.337	9.607.637
(+/-) Changes in NWC	(614.707)	50.888	(1.164.030)	(957.293)	(614.269)	(176.152)
(-) CAPEX	(637.297)	(1.365.310)	(665.201)	(745.583)	(769.669)	(769.418)
Operating Cash Flow	2.454.493	3.188.146	4.875.681	6.535.971	7.896.400	8.662.067
(-) Income tax expense	(688.016)	(832.440)	(1.403.796)	(1.749.442)	(1.960.157)	(2.102.986)
(+/-) Deferred Tax Assets	52.725	-	-	-	-	-
(+/-) Deferred Tax Liabilities	24.072	(24.072)	-	-	-	-
Cash Tax	(611.219)	(856.512)	(1.403.796)	(1.749.442)	(1.960.157)	(2.102.986)
(+) SBC		390.521	390.521	69.647	-	-
Non-Cash Adjustments	-	390.521	390.521	69.647	-	-
(+) Otros ingresos no recurrentes	46.451	-	-	-	-	-
(-) Otros gastos no recurrentes:	(37.241)	(105.079)	(86.886)	(101.783)	(110.047)	(113.230)
(+/-) Inversiones financieras	214.373	153.111	-	-	-	-
(+/-) Adquisiciones	(1.060.767)	(1.437.469)	(3.370.000)	(3.000.000)	(3.000.000)	-
Other Balance Changes	(837.184)	(1.389.437)	(3.456.886)	(3.101.783)	(3.110.047)	(113.230)
Cash Flow to Debt Service	1.006.090	1.332.718	405.520	1.754.393	2.826.196	6.445.850
(+/-) Debt Variation	256.714	670.876	(516.717)	(516.717)	(516.717)	(516.717)
(+/-) Financial Result	(121.034)	(248.155)	(231.620)	(215.085)	(198.550)	(182.015)
Cash Flow to Shareholders	1.141.770	1.755.440	(342.816)	1.022.592	2.110.930	5.747.119
(+/-) Equity Variation	(358.630)	(428.450)	(532.092)	(678.671)	(772.893)	(835.107)
Cash Variation	783.140	1.326.990	(874.908)	343.921	1.338.037	4.912.012
Cash Flow BoP	1.602.693	2.385.833	3.712.823	2.837.915	3.181.836	4.519.873
Cash Flow EoP	2.385.833	3.712.823	2.837.915	3.181.836	4.519.873	9.431.885

4.3. Balance de Situación

Balance de situación	Historical	Projected				
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027
ACTIVO NO CORRIENTE:						
Inmovilizado Intangible/Tangible	1.514.898	2.228.422	2.108.796	1.920.435	1.602.227	1.508.609
Inversiones financieras a largo plazo	271.142	196.451	196.451	196.451	196.451	196.451
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	25.380	30.498	30.498	30.498	30.498	30.498
Fondo de Comercio	4.173.310	3.847.368	3.760.756	3.573.644	3.341.532	2.659.420
Adquisiciones	-	1.221.849	4.086.349	6.636.349	9.186.349	9.186.349
Impuesto Diferido	582.615	582.615	582.615	582.615	582.615	582.615
Total Activo no Corriente:	6.567.345	8.107.203	10.765.465	12.939.992	14.939.672	14.163.941
ACTIVO CORRIENTE:						
Existencias	568.641	725.658	1.019.896	1.175.244	1.277.362	1.326.409
Clientes	8.711.553	10.363.972	14.282.594	16.731.504	18.089.867	18.613.210
Inversiones en empresas del grupo	62.000	32.941	32.941	32.941	32.941	32.941
Inversiones financieras a corto plazo	64.805	10.326	10.326	10.326	10.326	10.326
Periodificaciones	306.742	372.877	513.862	601.970	650.841	669.670
Tesorería	2.385.833	3.712.823	2.837.915	3.181.836	4.519.873	9.431.885
Total Activo Corriente:	12.099.574	15.218.598	18.697.534	21.733.820	24.581.210	30.084.441
Total Activo:	18.666.919	23.325.800	29.462.999	34.673.813	39.520.882	44.248.382
PASIVO NO CORRIENTE:						
Deudas a LP	3.598.083	3.202.358	3.033.813	2.865.268	2.696.722	2.528.177
Deudas con empresas del grupo	763	-	-	-	-	-
Pasivo por Impuesto Diferido	24.072	-	-	-	-	-
Total Pasivo no Corriente:	3.622.918	3.202.358	3.033.813	2.865.268	2.696.722	2.528.177
PASIVO CORRIENTE:						
Deudas Financieras a CP	3.238.649	4.294.114	3.945.942	3.597.771	3.249.600	2.901.428
Proveedores	2.214.181	2.863.496	3.997.186	4.465.186	4.692.455	4.837.818
HP Acreedores	1.772.894	2.109.179	2.906.660	3.405.040	3.681.481	3.787.987
Rem Pendientes de pago	1.220.553	1.913.993	2.631.288	3.066.458	3.272.616	3.364.354
Anticipos de clientes	359.844	435.023	610.851	715.944	774.455	797.098
Periodificaciones a C/P	794.488	966.728	1.332.249	1.560.677	1.687.383	1.736.199
Provisiones a corto plazo	-	11.900	11.900	11.900	11.900	11.900
Total Pasivo Corriente:	9.600.609	12.594.433	15.436.076	16.822.977	17.369.890	17.436.784
Total Pasivo:	13.223.527	15.796.791	18.469.889	19.688.245	20.066.612	19.964.961
Capital						
Capital	1.536.642	1.536.642	1.536.642	1.536.642	1.536.642	1.536.642
Prima de Emisión	865.829	865.829	865.829	865.829	865.829	865.829
Reservas	1.560.848	3.010.602	4.571.375	7.439.984	11.191.563	15.509.074
Autocartera/Consejo	(850.689)	(460.168)	(69.647)	-	-	-
Resultados del Ejercicio	1.868.327	2.092.865	3.547.280	4.524.472	5.152.617	5.567.377
Dividendos Pagados	(302)	(302)	(302)	(302)	(302)	(302)
Otros instrumentos de PN	390.521	332.062	332.062	332.062	332.062	332.062
Subvenciones	72.216	36.773	27.580	18.386	9.193	-
Socios externos	-	114.707	182.291	268.494	366.665	472.738
Total Patrimonio Neto	5.443.392	7.529.009	10.993.110	14.985.568	19.454.270	24.283.421

solventis

Corporate & Investment Banking

www.solventis.es

in



BARCELONA

Avda. Diagonal 682, 5^a
Planta
08034 Barcelona
Tel. + 34 932 009 578



MADRID

Paseo de la Castellana
nº 60, 4^a Planta
28046 Madrid
Tel. + 34 917 932 970



VIGO

c/García Ollolqui 10,
2^a Planta
36201 Vigo
Tel. + 34 986 225 659