

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 4,50 (28 dic 2023)

Fecha del informe: 29 dic 2023 (12:20h)

 Revisión de estimaciones: **A la baja**

Análisis Independiente de Compañías

Seresco (SCO), es una compañía tecnológica española altamente diversificada: gestión de nóminas y personal, consultoría/desarrollo de software, infraestructuras y sistemas de IT, transformación digital, cartografía y catastro. Con presencia internacional (7% s/ingresos 2022). El peso de Administraciones Públicas en ingresos 2022 fue del 37%. Cotiza en BME Growth desde diciembre 2022

Enrique Andrés Abad, CFA – enrique.andres@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	43,2	48,0
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	48,3	53,7
Número de Acciones (Mn)	9,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,70 / 3,59 / 2,94	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(2)</sup>	2,2	
Factset / Bloomberg	SCO-ES / SCO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)<sup>(6)</sup>**

Familia Suarez García	61,4
Autocartera	7,0
Tomás Reinares Fernández	5,9
Manuel Angel Busto Riego	5,7
Free Float	12,7

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,6	9,6	9,6	9,6
Total Ingresos	34,0	41,1	56,3	62,4
EBITDA Rec.	3,4	3,8	7,5	8,4
% Var.	49,0	10,6	98,9	12,6
% EBITDA Rec./Ing.	10,0	9,1	13,3	13,5
% Var EBITDA sector <sup>(3)</sup>	16,3	8,4	18,7	21,8
Beneficio neto	1,9	2,4	4,6	5,4
BPA (EUR)	0,19	0,25	0,48	0,57
% Var.	-90,4	26,2	94,4	18,6
BPA ord. (EUR)	0,19	0,25	0,48	0,57
% Var.	-93,0	29,9	94,4	18,6
Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup>	1,4	1,9	4,1	5,4
Pay-out (%)	28,3	20,0	20,0	20,0
DPA (EUR)	0,06	0,05	0,10	0,11
Deuda financiera neta	4,5	6,6	3,8	-0,6
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	1,8	0,5	-0,1
ROE (%)	39,8	36,2	46,7	37,8
ROCE (%) <sup>(4)</sup>	22,0	22,4	34,2	36,3

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(5)</sup>**

	2022	2023e	2024e	2025e
PER	23,1	18,3	9,4	7,9
PER Ordinario	23,8	18,3	9,4	7,9
P/BV	7,9	5,7	3,6	2,6
Dividend Yield (%)	1,2	1,1	2,1	2,5
EV/Ventas	1,42	1,18	0,86	0,77
EV/EBITDA Rec.	14,2	12,9	6,5	5,7
EV/EBIT	18,1	14,8	7,7	6,8
FCF Yield (%) <sup>(4)</sup>	3,4	4,5	9,5	12,5

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(6) Otros: Directivos 7,3%

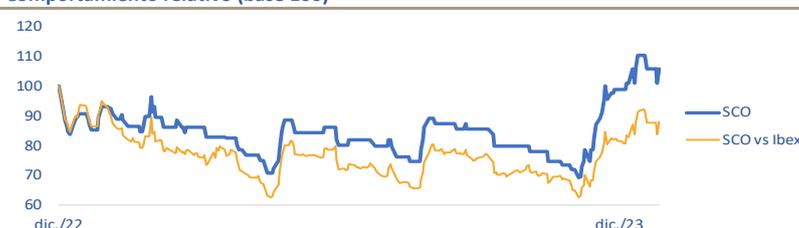
## 2024e: “despegue” en EBITDA Rec. hasta EUR 7,5Mn (2x EBITDA Rec. 2023e)

**2023E FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS...** Lo resultados 1S23 mostraron un fuerte crecimiento en ingresos hasta los EUR 19,4Mn (+19,5% vs 1S22; EUR 16,2Mn). Parte de este crecimiento (EUR 0,7Mn) se debe a la compra de ELO-SI (febrero 2023). Prácticamente todas las líneas de negocio crecieron de forma significativa (>20%). Pese a ello, ajustamos a la baja nuestras estimaciones de ingresos 2023e.

**... PERO CON MÁRGENES PRESIONADOS.** El EBITDA Recurrente 1S23 alcanzó EUR 1,6Mn (-3p.p. vs 1S22; 8,0% s/ventas). Esta caída se explica principalmente por el fuerte aumento de los gastos de personal (+17%; revisión del convenio colectivo) y de los otros costes de explotación, hasta EUR 1,7Mn (+44%). Impactados por la estrategia de crecimiento inorgánico. Lo que nos lleva a revisar nuestras estimaciones 2023e a la baja.

**2024E: “SALTO” EN EBITDA REC. HASTA EUR 7,5MN (+4,1P.P. VS 2023E).** SCO es un compañía en evidente fase de despegue. Y 2024e se puede considerar el año “clave” para aprovechar el apalancamiento operativo y crecer con fuerza en EBITDA Rec. El escenario que planteamos en 2024e, es un crecimiento en ingresos hasta EUR 56,3Mn (+36,9% vs 2023e) y un EBITDA Rec. de EUR 7,5Mn (+4,1p.p. vs 2023e), gracias a: (i) consolidación de las operaciones de M&A, (ii) fortísimo crecimiento en cartografía y catastro y (iii) crecimiento en volumen en clientes ya existentes. En 2025e estimamos un EBITDA Rec. de EUR 8,4Mn (13,5% s/ventas).

**2024E – 2025E: LA OPORTUNIDAD DE CAPITALIZAR EL SALTO EN INGRESOS.** Aunque revisamos nuestras estimaciones a la baja en 2023e, el equity story de SCO se mantiene intacto. La atención debe seguir estando en la evolución de los ingresos y su efecto en márgenes. Cuya consecución pasa a ser el eje del equity story de la compañía, en la medida que es la llave para aprovechar de verdad el crecimiento en ingresos, llevando el margen EBITDA por encima del >13%. En una compañía que pivota sobre un modelo de negocio de bajo riesgo (operativo, comercial, financiero). Nuestras estimaciones 2024e cotizarían a un EV/EBITDA Rec. de 6,5x (vs c.9,8x de sus comparables cotizados). Con un FCF Yield >9% en 2024e y 2025e.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	8,2	32,4	18,3	13,6	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	7,3	23,7	-3,1	-7,3	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	7,0	28,6	7,1	2,8	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	4,2	22,0	-0,2	-4,5	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(3)</sup>	2,7	11,7	-10,6	-14,0	n.a.	n.a.

(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

## Seresco (SCO) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

## Revisión de estimaciones: A la baja

### La atención debe seguir en la evolución de los ingresos y su impacto en márgenes. EBITDA Rec. 2024e: EUR 7,5Mn (13,3% s/ventas).

Los últimos resultados (1S23) de SCO mostraron: (i) un fuerte crecimiento en ingresos hasta los EUR 19,4Mn (+19,5% vs 1S22; EUR 16,2Mn). La adquisición de ELO-SI (febrero 2023) aportó EUR 0,7Mn. Con cuatro de las cinco líneas de negocio creciendo de forma significativa (>20%). (ii) El cambio en el mix de negocio (por la adquisición de SE Programa en Windows) redujo el margen bruto hasta el 85% (en línea con nuestras estimaciones). (iii) Pero el EBITDA Recurrente se situó en EUR 1,6Mn (-3p.p. vs 1S22), debido al fuerte aumento de los gastos de personal (+17%; revisión del convenio colectivo) y de los otros costes de explotación (+44%). Impactados por la estrategia de crecimiento inorgánico. Todo ello, implica un nivel de márgenes por debajo del esperado para el año. Lo que nos lleva a revisar nuestras estimaciones en 2023e.

Por el lado del balance, la deuda neta alcanzó los EUR 5,3Mn (DN/Equity de 0,9x y un múltiplo de c.1,5x DN/EBITDA 2022). Reflejando el bajo apalancamiento financiero de SCO.

**Tabla 1. Resultados 1S23 y estimaciones previas 2023e**

EUR Mn	6m23 Real	6m22	6m23 Real vs 6m22	2023e	2023e vs 2022
Total Ingresos	19,4	16,2	19,5%	45,0	32,4%
EBITDA (Recurrente)	1,6	1,8	-12,0%	5,1	50,5%
EBITDA Rec. / Ingresos	8,0%	10,9%	-2,9 p.p.	11,4%	1,4 p.p.
EBIT	1,4	1,3	4,8%	4,3	60,7%
BN	1,0	0,9	7,4%	3,0	62,2%

### ¿Y ahora qué? La clave sigue siendo el crecimiento estructural en ingresos y su efecto en márgenes

Los resultados del 1S23 nos llevan a revisar nuestras estimaciones 2023e a la baja. Para 2024e - 2025e esperamos un salto en ingresos y EBITDA Rec. (sin incluir hipótesis de M&A futuro). En concreto destacamos:

- **Fuerte capacidad de crecimiento orgánico en ingresos con una elevada visibilidad:** pese al significativo crecimiento en ingresos logrado en el 1S23 (+19,5% vs 1S22), para 2023e estimamos unos ingresos de EUR 41,1Mn (vs EUR 45Mn de las estimaciones anteriores). Aunque para 2024e y 2025e, prevemos que el crecimiento se acelere hasta los EUR 56,3Mn y EUR 62,4Mn respectivamente (vs EUR 56,0Mn estimados previamente en 2025e).

Los principales drivers para los próximos años son: (i) crecimiento en nuevos clientes que se suman a una base de clientes "cautiva", ya que una vez que una solución se instala o se externaliza la gestión del coste de cambio para el cliente es elevado (por ejemplo, administración de nóminas y personal), (ii) crecimiento en volumen en clientes ya existentes (cross-selling; reforzada por la estrategia de M&A), (iii) renovación del contrato de gestión de servicios informáticos (CGSI) de la Administración del Principado de Asturias por un importe de EUR 16,2Mn por un periodo de 4 años. Aumentando la visibilidad y recurrencia en ingresos, (iv) crecimiento internacional por medio del "despegue" de la línea de negocio de cartografía y catastro.

Recientemente, la compañía ha anunciado la formalización de dos contratos con el Organismo de Formalización de la Propiedad Informal en Perú (cartografía y catastro). El primero de ellos, por un importe de 27,5Mn de soles peruanos más USD 2,5Mn a ejecutar en los próximos 17 meses. El segundo, por un importe de 16,5Mn de soles peruanos más USD 1,5Mn a ejecutar en los próximos 14 meses. En total, los dos contratos suponen c.EUR 12Mn en ingresos.

En definitiva, un salto de escala que empezó a materializarse en 2022. Pero que se hace realmente visible en 2023e - 2025e. Y que gracias a la elevada visibilidad de la cartera (como refleja los contratos mencionados anteriormente), la incertidumbre de cara al crecimiento orgánico en ingresos para los próximos años es reducido. Lo que refleja un modelo de bajo riesgo.

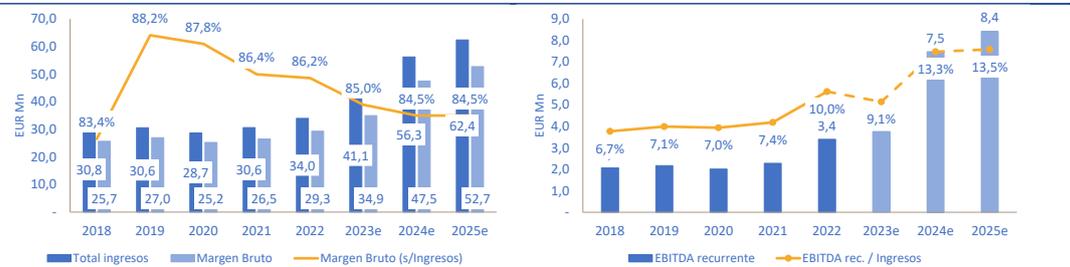
- **Adquisición del 75% de la sociedad Ciencia e Ingeniería Económica y social ("CIES"):** el precio de la adquisición de CIES fue de EUR 3,4Mn con la opción de adquirir el 25% restante por un precio en función de la evolución de ingresos y EBITDA. Esta adquisición permite a SCO reforzar su posición en ciberseguridad y cumplimiento normativo. Mercado estratégico para la compañía. Además, va a permitir realizar venta cruzada de los servicios/productos que ya tiene SCO en los clientes de CIES y viceversa.

Estimamos un impacto de c.EUR 5Mn a nivel de ingresos en 2024e y c.EUR 1,8Mn en EBITDA (c.34% s/ventas). En 2023e, el impacto en P&L únicamente corresponde a 2 meses (fue adquirida a finales de octubre).

Podemos concluir que el M&A es una opción real para SCO de acelerar el crecimiento y reforzar la posición de la compañía en los mercados estratégicos, gracias a un EBITDA Recurrente positivo, baja posición de DN en origen (1,8x DN/EBITDA Rec.) y generación de caja positiva. Y que la estrategia de crecimiento inorgánico es sensata y prudente, focalizada en la adquisición de compañías rentables y generadoras de caja (como muestra la adquisición de CIES).

- **Con una mejora progresiva del margen EBITDA Recurrente hasta el 13,5% en 2025e...** Estimamos que el margen bruto de SCO se mantenga c.85% (en línea con nuestras estimaciones anteriores y los resultados 1S23). La capacidad de seguir aprovechando el apalancamiento operativo (los costes de estructura pasarían de representar el 84,7% en 2022 dentro de la estructura de costes al 82,1% en 2025e), y la focalización del crecimiento hacia las áreas con mayor margen (cartografía, nóminas y personal, ciberseguridad) permitirán alcanzar un EBITDA Recurrente de EUR 8,4Mn en 2025e (13,5% s/ventas). La elevada capacidad de apalancamiento operativo en un escenario de fuerte crecimiento en ingresos se hizo visible en 2022 (+2,6 p.p. EBITDA/Vtas 2022 vs 2021).

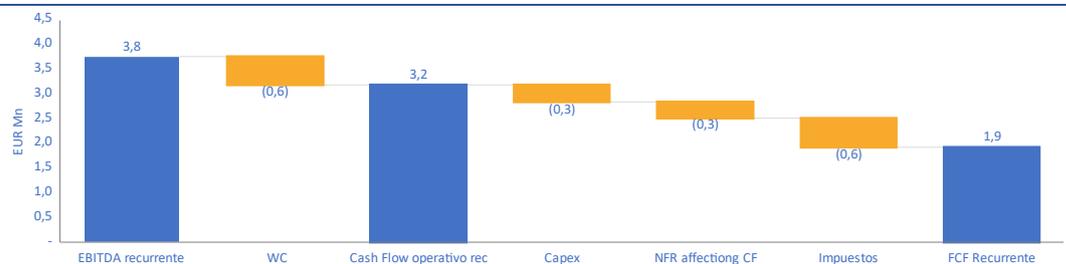
**Gráfico 1. Evolución de ingresos y margen EBITDA Recurrente**



- **... que empujará la generación de caja recurrente hasta los EUR 5,4Mn en 2025e (FCF Yield 2025e: del 12,5%). Lo que situaría a SCO con posición de caja neta en 2025e.** La mejora en EBITDA Recurrente permitirá incrementar la generación de caja recurrente hasta los EUR 5,4Mn en 2025e (vs EUR 1,9Mn en 2023e). Estimamos un CAPEX medio por año de EUR 0,4Mn y un impacto financiero de cerca de EUR 0,5Mn anual (derivado en parte de la consolidación de las compañías adquiridas).

Las métricas de apalancamiento financiero se mantendrán en niveles conservadores en 2023e (nivel de DN/EBITDA Recurrente 2023e de 1,8x). Que junto a la generación de caja estimada permitirá entrar a SCO en posición de caja neta en 2025e. En 2023e, se produce una salida de caja de EUR 3,9Mn por las adquisiciones realizadas durante el año. La solidez del balance de SCO deja la puerta abierta a seguir creciendo vía M&A (y que supone un acelerador del crecimiento). Nuestros números no reflejan las salidas de caja de posibles futuras adquisiciones.

**Gráfico 2. De EBITDA Recurrente hasta FCF Recurrente**



- **Con un ROCE por encima del coste de capital.** 2022 supuso un punto de inflexión en el retorno sobre el capital empleado (22% vs 13% 2021). Para 2023e estimamos que alcance un ROCE del 22%, incrementándose >30% en 2024e y 2025e. Y si asumimos una WACC del 10,1% (ver página 11), el diferencial ROCE-WACC parece elevado (2021, 2022 y 2023e) por lo que el margen para reaccionar incrementando inversión, y garantizar así, una posición competitiva óptima es amplio. Lo que muestra una política de *capital allocation* acertada.

**Tabla 2. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2023e (Nuevo)	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)
<b>Total Ingresos</b>	<b>41,1</b>	<b>-8,7%</b>	<b>56,3</b>	<b>10,2%</b>	<b>62,4</b>	<b>11,5%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>3,8</b>	<b>-26,5%</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0%</b>	<b>8,4</b>	<b>6,5%</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>10,6%</i>	<i>-40 p.p.</i>	<i>98,9%</i>	<i>66 p.p.</i>	<i>12,6%</i>	<i>-4 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>9,1%</i>	<i>-2 p.p.</i>	<i>13,3%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>13,5%</i>	<i>-1 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>3,3</b>	<b>-24,1%</b>	<b>6,3</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,1</b>	<b>5,1%</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>2,4</b>	<b>-22,2%</b>	<b>4,6</b>	<b>7,3%</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3%</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>1,9</b>	<b>90,6%</b>	<b>4,1</b>	<b>26,6%</b>	<b>5,4</b>	<b>37,7%</b>
<i>DN / EBITDA</i>	<i>1,8x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>0,5 x</i>	<i>0,1x</i>	<i>-0,1 x</i>	<i>-0,1x</i>

**En conclusión, la atención debe seguir estando en la evolución de los ingresos y su impacto en márgenes. Que pasa a ser su equity story: situar el margen EBITDA Rec. >13%.**

A nuestro juicio, pese a la revisión de las estimaciones a la baja en 2023e, el equity story de SCO se mantiene intacto. Sobre el papel, el sector TIC ofrece una oportunidad de crecimiento (impulsado por la transformación digital). Y SCO estaría bien posicionada para aprovecharla por las siguientes razones: (i) crecimiento internacional con el “despegue” del área de cartografía y catastro, (ii) desarrollo de soluciones propias (software de administración de personal y nóminas), (iii) base de clientes ya creada y capaz de aportar un ingreso recurrente (con clientes de más de 20 años de antigüedad), (iv) modelo de negocio claro, conservador (bajo nivel de apalancamiento financiero) y capaz de generar caja, y (v) una estrategia sensata de M&A.

Lo resultados durante 2023e confirman, como esperábamos, que lo visto en 2022 tiene continuidad, mostrando que el crecimiento orgánico puede estabilizarse en niveles de doble dígito. Es decir, SCO habría entrado (ya desde 2022 y confirmado en el 1S23) en un periodo de alto crecimiento. La mejora en márgenes y EBITDA Recurrente son consecuencias matemáticas de la estimación de ingresos. Cuya consecución pasa a ser el eje del equity story de la compañía, en la medida que es la llave para aprovechar de verdad el crecimiento en ingresos, logrando un salto en el margen EBITDA Rec. ya en 2024e. Nuestras estimaciones 2023e cotizarían a un EV/EBITDA Rec. de 12,9x que se reduce hasta 5,7x en 2025e.

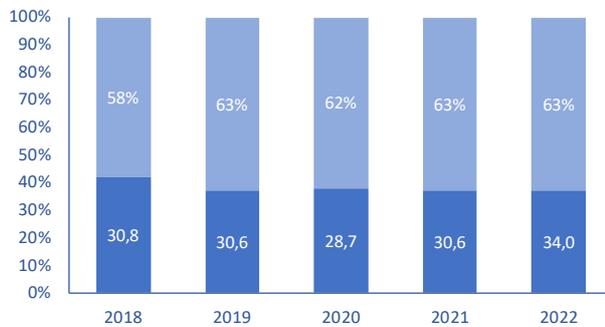
## La compañía en 8 gráficos

**Mercado TI Global (2,4% 2023e), con crecimiento dispar para 2023e, destacando software (9,3%) y Servicios TI (5,5%)**

(USD Mn)	2022	2022 Crec. %	2023e	2023e Crec. %
Mercado TI	212.376	12,0%	213.853	0,7%
Software	783.462	7,1%	856.029	9,3%
Dispositivos	722.181	-10,6%	685.633	-5,1%
Servicios TI	1.244.746	3,0%	1.312.588	5,5%
Servicios de comunicaciones	1.422.506	-2,4%	1.423.367	0,1%
<b>Total TI</b>	<b>4.385.270</b>		<b>4.491.471</b>	<b>2,4%</b>

Fuente: Gartner

**... como por tipología de cliente. En 2022, el 63% de las ventas proceden del sector privado y el resto de administraciones públicas**



Nota: algunos de sus clientes son Ence, Airbus, Jacobs, JLL, IDEPA, FEAGA...

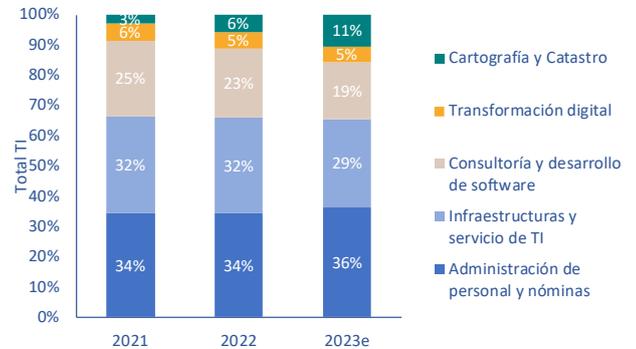
**Que debería permitir una mejora progresiva del apalancamiento operativo (ya visible en 2022) en el periodo 2023e – 2025e...**



**Y empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 5,4Mn en 2025e (vs EUR 1,4Mn en 2022) ...**



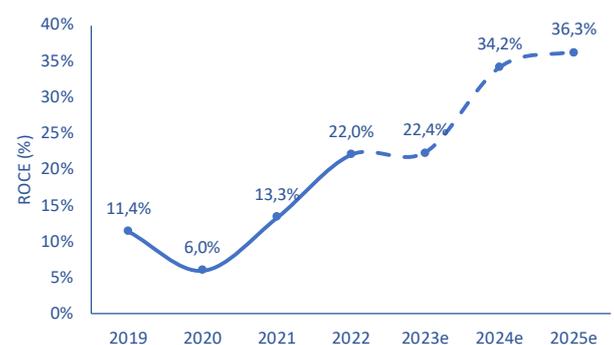
**SCO: un negocio diversificado, tanto por línea de actividad (con foco en producto propio bajo modalidad SaaS) ...**



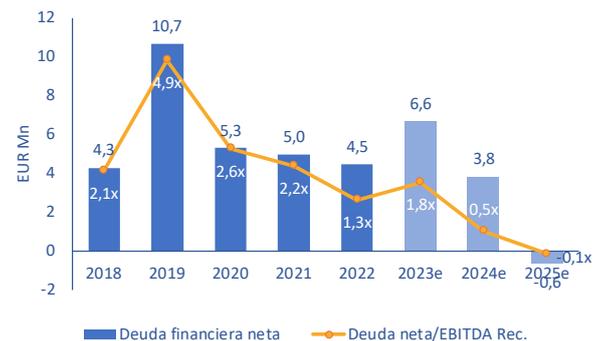
**Con capacidad para crecer en ingresos hasta EUR 62,4Mn en 2025e (22,5% TACC 22-25e)**



**... incrementando de forma significativa el retorno sobre el capital empleado (ROCE 22% en 2022)**



**... que dejaría a la compañía en posición de caja neta en 2025e (Deuda Neta EUR -0,6Mn)**

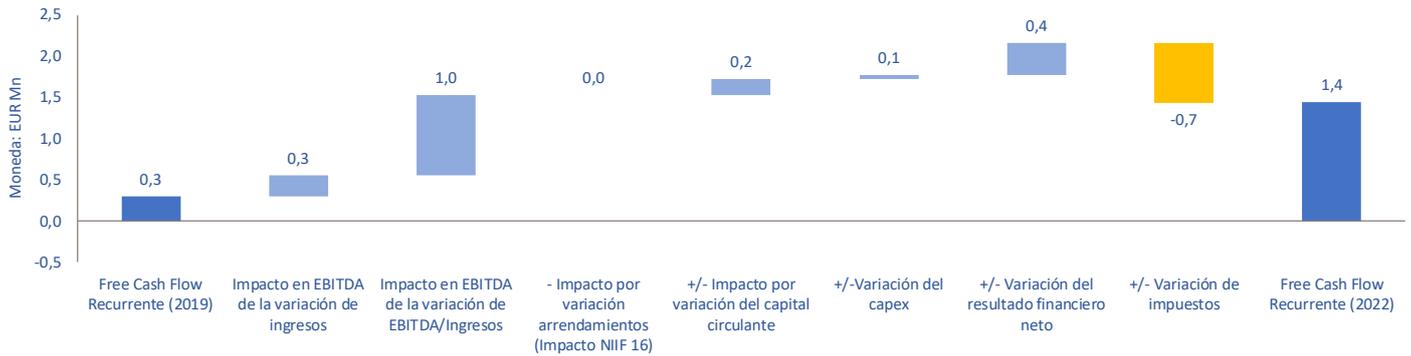
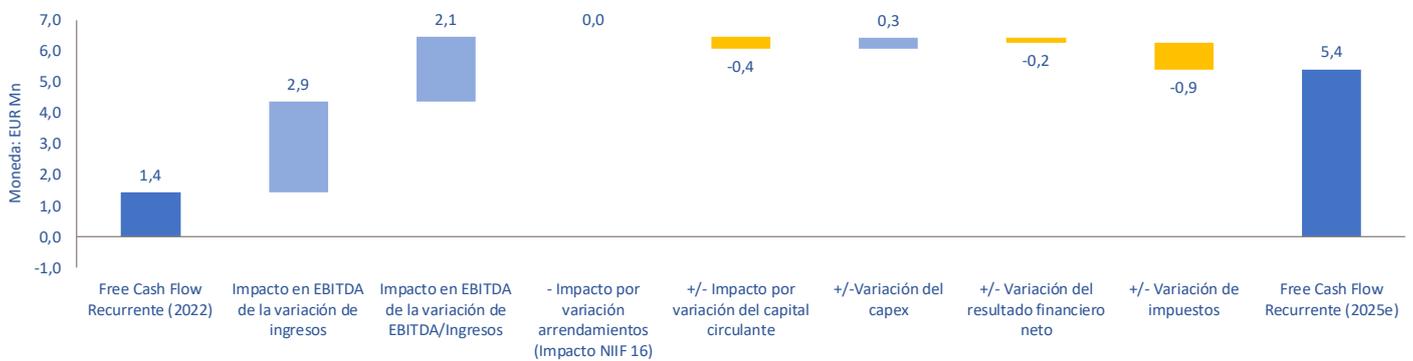
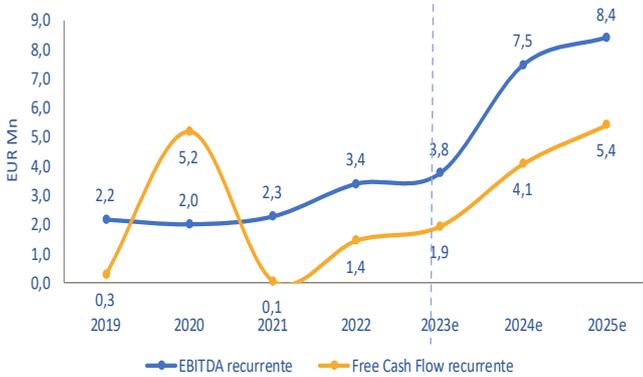


## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
Inmovilizado inmaterial	0,3	0,6	0,4	0,2	0,3	4,4	5,0	4,6		
Inmovilizado material	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,3	1,5	1,5		
Otros activos no corrientes	0,6	0,9	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	0,2	0,7	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	4,7	4,2	3,7	4,2	3,8	3,3	2,9		
Activo circulante	11,7	12,4	7,5	8,9	9,6	11,1	13,5	14,9		
<b>Total activo</b>	<b>14,0</b>	<b>20,4</b>	<b>14,5</b>	<b>15,2</b>	<b>16,3</b>	<b>21,6</b>	<b>24,2</b>	<b>25,0</b>		
Patrimonio neto	3,3	3,5	3,7	3,9	5,4	7,6	12,0	16,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	4,3	10,7	5,3	5,0	4,5	6,6	3,8	(0,6)		
Pasivo circulante	6,4	6,2	5,4	6,2	6,4	7,3	8,4	8,8		
<b>Total pasivo</b>	<b>14,0</b>	<b>20,4</b>	<b>14,5</b>	<b>15,2</b>	<b>16,3</b>	<b>21,6</b>	<b>24,2</b>	<b>25,0</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>30,8</b>	<b>30,6</b>	<b>28,7</b>	<b>30,6</b>	<b>34,0</b>	<b>41,1</b>	<b>56,3</b>	<b>62,4</b>	<b>2,5%</b>	<b>22,5%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-6,1%</i>	<i>6,7%</i>	<i>10,9%</i>	<i>20,9%</i>	<i>36,9%</i>	<i>11,0%</i>		
Coste de ventas	(5,1)	(3,6)	(3,5)	(4,2)	(4,7)	(6,2)	(8,7)	(9,7)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>25,7</b>	<b>27,0</b>	<b>25,2</b>	<b>26,5</b>	<b>29,3</b>	<b>34,9</b>	<b>47,5</b>	<b>52,7</b>	<b>3,4%</b>	<b>21,6%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>83,4%</i>	<i>88,2%</i>	<i>87,8%</i>	<i>86,4%</i>	<i>86,2%</i>	<i>85,0%</i>	<i>84,5%</i>	<i>84,5%</i>		
Gastos de personal	(21,3)	(22,1)	(21,4)	(22,1)	(23,9)	(28,2)	(36,2)	(40,0)		
Otros costes de explotación	(2,3)	(2,7)	(1,8)	(2,1)	(2,0)	(2,9)	(3,9)	(4,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>13,3%</b>	<b>35,3%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,2%</i>	<i>-7,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>49,0%</i>	<i>10,6%</i>	<i>98,9%</i>	<i>12,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>6,7%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,1%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,5%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>12,7%</b>	<b>34,4%</b>
Depreciación y provisiones	(0,5)	(1,1)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,2)	(1,5)	(1,6)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,3	0,2	0,8	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>12,0%</b>	<b>38,3%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>-30,3%</i>	<i>-21,0%</i>	<i>70,4%</i>	<i>67,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>91,9%</i>	<i>12,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>5,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,5)	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>12,8%</b>	<b>38,5%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>-55,3%</i>	<i>-22,5%</i>	<i>76,4%</i>	<i>165,5%</i>	<i>15,3%</i>	<i>94,4%</i>	<i>18,6%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>12,8%</b>	<b>38,5%</b>
Impuestos	(0,3)	0,2	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,6)	(1,1)	(1,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>18,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>29,5%</i>	<i>52,0%</i>	<i>26,9%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,4</b>	<b>9,7%</b>	<b>42,8%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-28,8%</i>	<i>-58,1%</i>	<i>20,3%</i>	<i>304,0%</i>	<i>26,2%</i>	<i>94,4%</i>	<i>18,6%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,4</b>	<b>10,5%</b>	<b>44,1%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-52,5%</i>	<i>-48,1%</i>	<i>106,4%</i>	<i>193,9%</i>	<i>29,9%</i>	<i>94,4%</i>	<i>18,6%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>3,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>13,3%</b>	<b>35,3%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,6)	(1,3)	(1,0)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>3,2</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>30,0%</b>	<b>38,7%</b>
CAPEX						(0,3)	(0,4)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,5)	(0,3)		
Impuestos						(0,6)	(1,1)	(1,4)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>1,9</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>23,5%</b>	<b>55,2%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,3	0,3	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(3,9)	(1,1)	(0,3)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(1,7)</b>	<b>3,3</b>	<b>5,4</b>	<b>22,8%</b>	<b>63,1%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,5)	(0,5)	(0,9)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>2,2</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(4,5)</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>16,1%</b>	<b>35,3%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	5,2%	-7,4%	13,4%	49,0%	10,6%	98,9%	12,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	7,1%	7,0%	7,4%	10,0%	9,1%	13,3%	13,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	4,1	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(1,3)	(1,0)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,4</b>	<b>6,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>26,9%</b>	<b>38,7%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	141,7%	345,5%	-71,3%	59,5%	14,6%	93,3%	20,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	4,5%	21,1%	5,7%	8,2%	7,8%	11,0%	11,9%		
- CAPEX	(0,8)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(0,3)	(0,4)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,3)		
- Impuestos	0,2	(0,2)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(1,1)	(1,4)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,3</b>	<b>5,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>69,2%</b>	<b>55,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	106,8%	n.a.	-98,9%	n.a.	33,3%	111,6%	32,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,0%	18,1%	0,2%	4,3%	4,7%	7,3%	8,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	0,3	0,3	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,0)	(0,2)	0,4	0,1	(3,9)	(1,1)	(0,3)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>0,3</b>	<b>5,0</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>(1,7)</b>	<b>3,3</b>	<b>5,4</b>	<b>63,2%</b>	<b>63,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	106,3%	n.a.	-90,9%	170,7%	-234,6%	297,4%	63,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,7%	12,0%	0,1%	3,4%	4,5%	9,5%	12,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,7%	11,7%	1,1%	2,9%	n.a.	7,6%	12,4%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(4,4)</b>	<b>0,3</b>	<b>5,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>4,1</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,0)	(0,1)	0,1	0,2	0,7	1,4	0,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(0,0)	0,1	0,9	(0,3)	2,3	0,1		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>3,7</b>	<b>0,9</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,5	4,9	(4,6)	(0,1)	0,0	(0,7)	0,3		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>(4,3)</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,3</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,3)	0,5	(0,3)	(0,1)	0,4	(0,0)	0,0		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,1	(0,2)	0,5	(0,2)	(0,2)	0,3		
+/- Variación de impuestos	0,5	(0,4)	(0,3)	0,0	(0,1)	(0,6)	(0,2)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>4,7</b>	<b>4,9</b>	<b>(5,1)</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>0,3</b>	<b>5,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>31,2%</b>	<b>38,3%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	29,5%	30,0%	26,9%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(1,3)	(1,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>16,1%</b>	<b>35,3%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	4,1	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(1,3)	(1,0)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,4</b>	<b>6,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>26,9%</b>	<b>38,7%</b>
- CAPEX	(0,8)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(0,3)	(0,4)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(1,3)	(1,4)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>0,6</b>	<b>5,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,5</b>	<b>5,6</b>	<b>31,5%</b>	<b>61,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	114,6%	824,6%	-87,3%	93,9%	62,4%	106,6%	24,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,9%	19,1%	2,3%	4,0%	5,3%	8,0%	9,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,0)	(0,2)	0,4	0,1	(3,9)	(1,1)	(0,3)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>0,6</b>	<b>5,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>(1,7)</b>	<b>3,4</b>	<b>5,4</b>	<b>25,2%</b>	<b>68,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	114,0%	821,1%	-79,5%	3,7%	-252,7%	296,1%	58,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,2%	11,3%	1,4%	2,8%	4,5%	9,3%	11,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,2%	11,0%	2,3%	2,3%	n.a.	7,0%	11,1%		

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

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)**

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

**Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)**

**Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe**

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	43,2	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	5,3	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>48,3</b>	

## Anexo 4. Principales comparables 2023e

EUR Mn		Sopra Steria	Indra	Izertis	Capgemini	SAP	SCO
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	SOP-FR	IDR-ES	IZER-ES	CAP-FR	SAP-DE	SCO-ES
	País	France	Spain	Spain	France	Germany	Spain
	Market cap	4.056,1	2.483,8	235,6	32.761,0	171.548,3	43,2
	Enterprise value (EV)	5.041,0	2.731,5	257,3	36.585,6	162.058,5	48,3
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	5.773,1	4.210,0	154,4	22.534,2	31.099,5	41,1
	Cto. Total Ingresos	13,2%	9,3%	21,1%	2,5%	0,7%	20,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	7,1%	4,8%	19,1%	5,1%	9,6%	23,2%
	EBITDA	685,6	439,0	22,4	3.572,1	9.109,7	3,8
	Cto. EBITDA	24,3%	13,5%	24,9%	3,5%	22,9%	8,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,0%	7,0%	17,6%	6,9%	13,3%	49,7%
	EBITDA/Ingresos	11,9%	10,4%	14,5%	15,9%	29,3%	9,1%
	EBIT	522,1	344,4	13,2	2.959,0	8.725,9	3,3
	Cto. EBIT	38,3%	20,1%	25,7%	8,3%	58,2%	22,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	11,9%	7,9%	26,2%	8,1%	14,4%	47,2%
	EBIT/Ingresos	9,0%	8,2%	8,5%	13,1%	28,1%	7,9%
	Beneficio Neto	283,1	219,5	6,9	1.950,9	6.134,1	2,4
	Cto. Beneficio Neto	14,2%	27,7%	23,1%	26,1%	168,6%	26,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	17,4%	8,2%	42,2%	8,5%	16,5%	51,8%
	CAPEX/Ventas	1,7%	2,2%	12,3%	1,4%	2,9%	0,9%
	Free Cash Flow	301,7	182,9	(2,0)	1.959,4	5.312,7	(1,7)
Deuda financiera Neta	1.006,1	49,4	56,0	1.776,6	(3.535,8)	6,6	
DN/EBITDA (x)	1,5	0,1	2,5	0,5	n.a.	1,8	
Pay-out	32,2%	21,3%	0,0%	29,8%	40,6%	20,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	12,4	11,5	33,9	16,9	26,9	18,3
	P/BV (x)	2,0	2,2	3,5	3,0	3,6	5,7
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,6	1,7	1,6	5,2	1,2
	EV/EBITDA (x)	7,4	6,2	11,5	10,2	17,8	12,9
	EV/EBIT (x)	9,7	7,9	19,5	12,4	18,6	14,8
	ROE	16,0	19,3	10,3	17,9	13,6	36,2
	FCF Yield (%)	7,4	7,4	n.a.	6,0	3,1	4,5
	DPA	4,50	0,27	0,00	3,41	2,13	0,05
	Dvd Yield	2,3%	1,9%	0,0%	1,8%	1,5%	1,1%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,7)	3,4	5,4	76,1			
<b>Market Cap</b>	<b>43,2</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>5,3</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,6%	Coste de la deuda neta			6,4%	6,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>5,3%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>5,1%</b>	<b>5,5%</b>	
Risk free rate (rf)	2,9%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,7%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,5%</b>	<b>12,0%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	89,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	10,8%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>10,1%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>9,0%</b>	<b>11,3%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,5%</b>				<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Sopra Steria	SOP-FR	4.056,1	12,4	15,0%	7,4	9,0%	0,9	7,1%	11,9%	7,4%	15,3%
Indra	IDR-ES	2.483,8	11,5	8,6%	6,2	7,0%	0,6	4,8%	10,4%	7,4%	18,9%
Izertis	IZER-ES	235,6	33,9	36,1%	11,5	17,6%	1,7	19,1%	14,5%	n.a.	n.a.
Cappemini	CAP-FR	32.761,0	16,9	8,3%	10,2	6,9%	1,6	5,1%	15,9%	6,0%	10,3%
SAP	SAP-DE	171.548,3	26,9	18,1%	17,8	13,3%	5,2	9,6%	29,3%	3,1%	19,3%
<b>Comparables</b>			<b>20,3</b>	<b>17,2%</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8%</b>	<b>2,0</b>	<b>9,1%</b>	<b>16,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>16,0%</b>
SCO	SCO-ES	43,2	18,3	51,8%	12,9	49,7%	1,2	23,2%	9,1%	4,5%	n.a.

### Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	14,6%	8,2	5,9x
Central	13,3%	7,5	6,5x
Min	12,0%	6,7	7,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	0,6%	0,7%		0,8%	Max	Central
8,2	4,9	4,8	4,8	Max	11,3%	11,2%	11,0%
7,5	4,1	4,1	4,0	Central	9,6%	9,5%	9,3%
6,7	3,4	3,4	3,3	Min	7,9%	7,8%	7,6%

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

Jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institodeanalistas.com/lighthouse](https://institodeanalistas.com/lighthouse)) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@institutodeanalistas.com](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

### Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

**Principales inversores institucionales de EE.UU.** Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
29-Dic-2023	n.a.	4,50	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Enrique Andres Abad
27-Oct-2023	n.a.	3,12	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andres Abad
12-Jun-2023	n.a.	3,49	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
04-May-2023	n.a.	3,76	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andres Abad

