

# Seresco

Eduardo Imedio Cano  
Equity Research Analyst

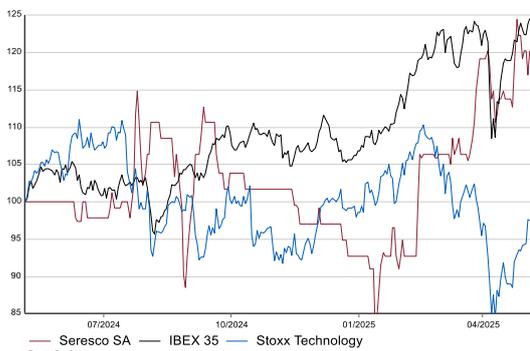
21 de mayo de 2025, 8:45h

## Preparando una nueva etapa de crecimiento

### SOBREPONDERAR

**Precio objetivo:** 9,04 eur  
**Precio actual:** 6,20 eur  
**Potencial:** 45,8 %

#### Evolución bursátil



| Comportamiento | 1 m. | 3 m. | 12 m. |
|----------------|------|------|-------|
| Absoluto       | 16%  | 24%  | 32%   |
| Relativo       | 7%   | 15%  | 7%    |

#### SCO.MC / SCO ES

|                          |             |
|--------------------------|-------------|
| Capitalización (mln eur) | 56,4        |
| Nº acciones (mln)        | 9,1         |
| Free Float               | 13,6%       |
| Vol. día (miles eur)     | 14,8        |
| Mín/Máx 12 meses (eur)   | 3,88 - 6,20 |
| Revalorización YTD       | 42,2%       |

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

|            | 2024  | 2025e | 2026e |
|------------|-------|-------|-------|
| PER        | 8,7x  | 10,9x | 9,7x  |
| VE/EBITDA  | 5,7x  | 6,1x  | 5,5x  |
| VE/Ventas  | 0,9x  | 1,0x  | 0,9x  |
| P/VC       | 4,0x  | 4,1x  | 3,1x  |
| DN/EBITDA  | 0,9x  | 0,6x  | 0,1x  |
| Pay-Out    | 29,6% | 21,1% | 20,0% |
| Rent. Div. | 1,5%  | 1,7%  | 1,8%  |
| FCF Yield  | 2,6%  | 5,9%  | 10,3% |
| ROCE       | 37,4% | 41,2% | 46,0% |
| ROE        | 45,8% | 37,7% | 31,5% |

#### Unos resultados de 2024 que superaron nuestras estimaciones...

Seresco afronta una nueva etapa de crecimiento tras cerrar 2024 con unos resultados que superaron ampliamente nuestras previsiones. La compañía logró un incremento del +28% en ingresos y del +90% en EBITDA, todo ello impulsado íntegramente por crecimiento orgánico y con una mejora significativa en los márgenes operativos. En línea con esta evolución, la compañía ha incrementado el dividendo un +60% respecto al año anterior, a la vez que ha recomprado y amortizado 501.000 acciones (el 5,2% del capital).

#### ...y que permiten abordar con confianza la nueva etapa de crecimiento..

Con la mirada puesta en el nuevo Plan Estratégico 2026-2028, Seresco mantendrá una estrategia continuista apoyada en tres pilares: crecimiento orgánico sostenido, expansión internacional y una política de adquisiciones selectivas en sectores de alto valor añadido como inteligencia artificial, datos o automatización. La compañía parte de una posición sólida, con ventajas competitivas claras, una base de clientes diversificada y un modelo de negocio cada vez más escalable y recurrente.

#### ...lo que nos lleva a revisar al alza nuestras estimaciones 26-28e.

Nuestras nuevas estimaciones anticipan un crecimiento sostenido en todas las líneas de negocio, con una TACC del 11,7% en ingresos y del 10,6% en EBITDA entre 2024 y 2028e. Este crecimiento estará impulsado por el fuerte posicionamiento competitivo de Seresco en cada uno de sus segmentos: 1) el liderazgo en Nómina y RRHH, con barreras de entrada elevadas y una base de clientes muy fidelizada, 2) la posición dominante en Cartografía y Catastro, y 3) el fuerte potencial en las áreas de Ciberseguridad, Consultoría y Software, apoyado en la creciente demanda de soluciones digitales y en la integración de adquisiciones como ELO-SI, CIES y F5IT. Desde la publicación de nuestro informe de inicio de cobertura, las acciones de SCO acumulan una revalorización del +35%. No obstante, seguimos viendo un amplio potencial, respaldado por unas perspectivas sólidas, una estrategia clara y unos múltiplos que continúan siendo atractivos frente a su perfil de crecimiento.

#### Conclusión: elevamos nuestro P.O a 9,04 €/acc (vs 7,94 €/acc anterior).

Reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR, con un nuevo precio objetivo de 9,04 €/acc (vs 7,94 €/acc anterior), lo que ofrece un amplio potencial de recorrido (+46%). Seresco combina lo mejor de una compañía en fase de expansión con la disciplina financiera de un modelo consolidado, siendo una de las oportunidades más interesantes dentro del BME Growth.

| mIn eur             | 2022  | 2023  | 2024  | 2025e  | 2026e  | 2027e  |
|---------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Ventas              | 34,6  | 43,2  | 54,0  | 66,9   | 74,2   | 79,4   |
| EBITDA              | 3,7   | 4,6   | 8,7   | 10,4   | 11,6   | 12,3   |
| Margen (%)          | 10,6% | 10,7% | 16,1% | 15,6%  | 15,6%  | 15,5%  |
| EBITDA consenso     | 3,7   | 4,6   | 8,7   | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| Bº neto             | 1,9   | 2,1   | 4,8   | 5,2    | 5,8    | 6,2    |
| BPA (eur)           | 0,19  | 0,21  | 0,50  | 0,57   | 0,64   | 0,68   |
| DPA (eur)           | 0,08  | 0,04  | 0,06  | 0,11   | 0,11   | 0,13   |
| FCF                 | -14,6 | -40,1 | -40,1 | -125,8 | -145,8 | -145,8 |
| ΔFN + / Caja neta - | 4,5   | 7,6   | 7,6   | 6,3    | 1,6    | -3,8   |

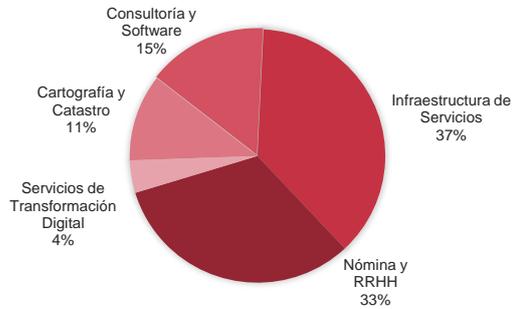
Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Seresco en una página

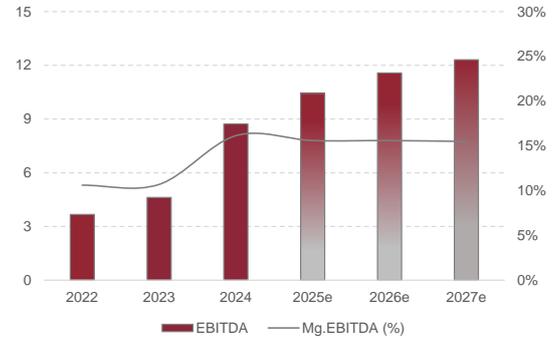
Fundada en 1969, Seresco es una empresa dedicada a ofrecer servicios de software y tecnología de la información. Cuenta con 5 líneas de negocio: gestión de nóminas y recursos humanos, servicios de cartografía y sistemas de información geográfica (SIG), soluciones de ciberseguridad, sistemas y servicios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

### Ingresos por línea de negocio 2024



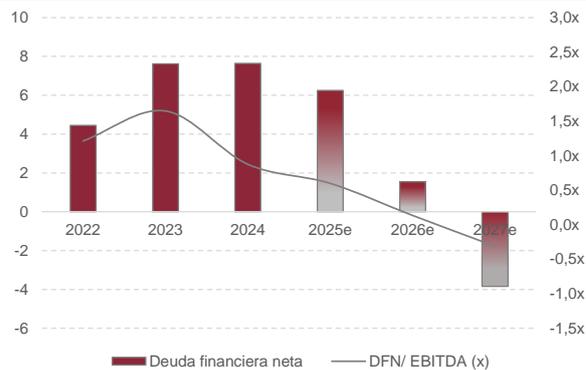
Fuente: Seresco y Renta 4 Banco

### Evolución del EBITDA (mln eur)



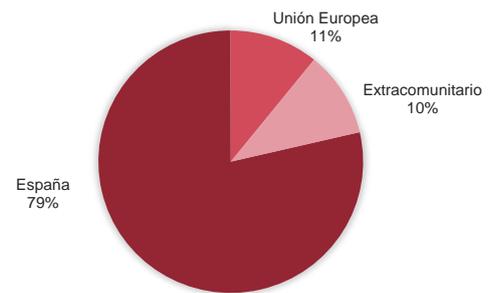
Fuente: Seresco y estimaciones Renta 4 Banco

### Deuda Financiera neta / EBITDA



Fuente: Seresco y estimaciones Renta 4 Banco

### Desglose ingresos por geografía 2024



Fuente: Seresco y Renta 4 Banco

### Cambio de estimaciones

|                         | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Ventas Antigo           | 65,8        | 73,3        | 78,1        |
| <b>Ventas Nuevo</b>     | <b>66,9</b> | <b>74,2</b> | <b>79,4</b> |
| Var. %                  | 1,6         | 1,2         | 1,7         |
| Ebitda Antigo           | 10,2        | 11,4        | 12,1        |
| <b>Ebitda Nuevo</b>     | <b>10,4</b> | <b>11,6</b> | <b>12,3</b> |
| Var. %                  | 2,3         | 1,5         | 1,8         |
| Margen Antigo (%)       | 15,5        | 15,6        | 15,5        |
| <b>Margen Nuevo (%)</b> | <b>15,6</b> | <b>15,6</b> | <b>15,5</b> |
| Var. (p.p.)             | 0,1         | 0,0         | 0,0         |
| Bº neto Antigo          | 5,0         | 5,6         | 6,1         |
| <b>Bº neto Nuevo</b>    | <b>5,2</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,2</b>  |
| Var. %                  | 3,2         | 3,4         | 1,5         |
| DFN Antigua             | 7,0         |             |             |
| <b>DFN Nueva</b>        | <b>6,3</b>  |             |             |
| Var. %                  | -10,7       |             |             |

Fuente: Renta 4 Banco

### Catalizadores

- 1- Maximizar las oportunidades de **cross-selling** entre sus clientes.
- 2- Expansión **internacional**: 15%/ventas 2023.
- 3- Incursión en el sector de la **ciberseguridad**: gran potencial y elevados márgenes.
- 4- Aparición de **nuevas oportunidades** de **crecimiento inorgánico** a precio atractivo.

### Riesgos

- 1- Competencia en un sector altamente disruptivo, competitivo y fragmentado.
- 2- Integración de las compañías adquiridas, pudiendo afectar negativamente a los planes de crecimiento.
- 3- Concentración de actividad en España (85% ventas).

## 1. Resultados 2024. Superando previsiones

Seresco cerró el ejercicio 2024 con unos resultados que superaron ampliamente nuestras estimaciones, especialmente en términos de rentabilidad operativa.

Cuadro 1. Resultados 2024

|  |       | Sobreponderar |       |                |             |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------|---------------|-------|----------------|-------------|
| (mln de euros)                                                                    | 2022  | 2023          | 2024  | Var %<br>23-24 | R4<br>2024e |
| <b>Ingresos totales</b>                                                           | 34,0  | 42,1          | 54,0  | 28,4%          | 54,1        |
| <b>EBITDA</b>                                                                     | 3,7   | 4,6           | 8,7   | 89,7%          | 7,2         |
| Margen EBITDA                                                                     | 10,9% | 10,9%         | 16,1% | 5,2 pp         | 13,3%       |
| <b>EBIT</b>                                                                       | 2,7   | 3,3           | 6,8   | 105,3%         | 5,8         |
| Margen EBIT                                                                       | 7,9%  | 7,8%          | 12,5% | 4,7 pp         | 10,7%       |
| <b>Beneficio neto</b>                                                             | 1,9   | 2,1           | 5,3   | 152,4%         | 3,3         |
| Margen Neto                                                                       | 5,6%  | 5,0%          | 9,8%  | 4,8 pp         | 6,1%        |
| <b>Deuda Financiera Neta</b>                                                      | 4,5   | 7,6           | 7,5   | -1,6%          | 9,8         |
| DFN/EBITDA LTM (x)                                                                | 1,2x  | 1,7x          | 0,9x  | n.a.           | 1,4x        |

Fuente: Renta 4

La cifra de negocio alcanzó los 54 mln eur, lo que supone un crecimiento del **+28% frente a 2023**, impulsado íntegramente por crecimiento orgánico, sin que se haya producido ninguna operación corporativa adicional durante el ejercicio. Este sólido avance ha sido posible gracias a una ejecución comercial robusta en todas las áreas de negocio, con especial protagonismo de **Infraestructura de Servicios**, que creció un +40% interanual, y **Cartografía y Catastro**, que aumentó sus ingresos un +52%, beneficiada por el despliegue del proyecto catastral en Perú. También destaca el buen comportamiento en **Consultoría y Software** (+19%) y **Nómina y Recursos Humanos** (+15%), que se mantienen como divisiones clave por su elevada recurrencia y fidelidad del cliente.

El EBITDA ajustado se situó en 8,7 mln eur, lo que representa un crecimiento del **+90%** respecto al ejercicio anterior y un **margen sobre ventas del 16%** (vs 11% en 2023). Esta notable mejora se debe tanto al mayor volumen de actividad como a la optimización operativa y al peso creciente de divisiones de mayor valor añadido, como ciberseguridad, además del efecto apalancamiento operativo derivado del crecimiento. **A nivel financiero, la deuda financiera neta se mantuvo prácticamente estable** en 7,5 mln eur, lo que, en combinación con el crecimiento del EBITDA, permitió reducir la ratio DFN/EBITDA hasta 0,9x (vs 1,5x en 2023), reforzando de forma significativa el perfil de solvencia del grupo.

Los resultados alcanzados en 2024 confirmaron que **Seresco avanza con paso firme hacia los objetivos fijados en el Plan Estratégico 2022–2025**, que contempla alcanzar una facturación de 68 mln eur y un EBITDA superior a 10,5 mln eur en 2025. Además, la adquisición reciente del 75% de F5IT en Portugal (especializada en soluciones SAGE X3) consolida la apuesta por un crecimiento inorgánico disciplinado y rentable, reforzando la hoja de ruta del grupo.

## 2. Nuevo Plan Estratégico 2026 – 2028

Los sólidos resultados de 2024, junto con la evolución favorable del negocio en todas sus divisiones y la adquisición de F5IT, nos permiten prácticamente dar por hecho de que **Seresco alcanzará los objetivos fijados en su Plan Estratégico 2022–2025** (facturación de 68 mln eur y un EBITDA superior a 10,5 mln eur en 2025). Con este punto de partida, **el equipo directivo ya está trabajando en el nuevo Plan Estratégico 2026–2028**, cuya presentación está prevista para la **segunda mitad del 2025**. Anticipamos que el nuevo plan representará una evolución natural del ciclo anterior más que una ruptura estratégica. Será un plan continuista, cimentado sobre las mismas palancas que han impulsado el sólido crecimiento de Seresco en los últimos años: la capacidad de generar ventas cruzadas entre sus cinco divisiones, la expansión internacional y una política de adquisiciones selectivas que refuerzan el negocio sin comprometer su rentabilidad.

Las ventajas competitivas del grupo siguen plenamente vigentes. El área de **Nómina y RRHH continúa beneficiándose de barreras de entrada muy elevadas**, derivadas de la complejidad normativa y los altos costes de cambio. La división de **Cartografía y Catastro opera prácticamente sin competencia** en el mercado nacional y ha demostrado una gran capacidad de crecimiento internacional. El área de **Ciberseguridad**, tras la integración de CIES, ofrece un potencial notable gracias a la **creciente demanda de servicios tecnológicos de alto valor añadido**. Este nuevo ciclo estratégico llega, además, en un momento especialmente favorable para el sector. El entorno empresarial está plenamente orientado hacia la digitalización, con una **creciente adopción de tecnologías avanzadas en todos los niveles de la economía**. A ello se suma la tendencia estructural de las empresas a **externalizar procesos de bajo valor añadido**, lo que amplía la base de mercado accesible para Seresco.

En conjunto, todos los sectores donde opera la compañía (nóminas, software, cartografía, transformación digital y ciberseguridad) se espera que crezcan a **tasas de doble dígito** en los próximos años. Este contexto, unido al **perfil diversificado, escalable y recurrente** del modelo de negocio, posiciona a Seresco en una situación óptima para seguir creciendo de forma sostenida y rentable en los próximos ejercicios.

El crecimiento orgánico previsto en los próximos años se verá reforzado por una **estrategia de adquisiciones inorgánicas selectivas**. En términos de asignación de capital, esperamos que Seresco mantenga una política disciplinada en materia de M&A, focalizada en **operaciones que aporten sinergias claras, generación de caja desde el primer día e integración sencilla**.

La compañía ya ha demostrado una notable capacidad de ejecución en este ámbito. Las **adquisiciones de ELO-SI, CIES y más recientemente F5IT han sido exitosas** tanto a nivel operativo como financiero, consolidando su presencia en mercados estratégicos como Portugal y ampliando su propuesta de valor en áreas clave como ciberseguridad y gestión de personal. Los sectores donde opera Seresco, **altamente fragmentados y con fuerte especialización**, presentan numerosas oportunidades de consolidación. Las operaciones de M&A pueden perseguir distintos fines estratégicos: incorporar tecnologías complementarias, acceder a nuevas carteras de clientes, ampliar presencia geográfica, integrar nuevas líneas de negocio con alto potencial de ventas cruzadas o reforzar el posicionamiento competitivo en segmentos concretos. De cara al nuevo ciclo estratégico, **es previsible que el foco de adquisiciones se concentre en áreas de alto valor añadido** como inteligencia artificial, análisis de datos o automatización de procesos. Para ello, Seresco cuenta desde 2022 con un departamento propio de fusiones y adquisiciones, preparado para identificar y ejecutar oportunidades alineadas con su modelo de negocio y perfil financiero.

### 3. Estimaciones R4

Nuestras nuevas estimaciones para el periodo 2025–2028e anticipan un crecimiento sostenido en todas las principales métricas operativas, apoyado tanto en la consolidación de las adquisiciones recientes como en la fortaleza de la demanda subyacente en todas las líneas de negocio. Prevedemos un **crecimiento anual compuesto (TACC 2024-2028e)** de los **ingresos del 11,7% y un 10,6% a nivel de EBITDA**. Es importante destacar que estas estimaciones no incorporan adquisiciones futuras adicionales a la de F5IT, realizada a comienzos de año.

Cuadro 2. Estimaciones R4 2025-2028e

| Mln Eur                              | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | TACC 24-28e  |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>Cifra de negocio</b>              | <b>54,0</b> | <b>66,8</b> | <b>74,2</b> | <b>79,5</b> | <b>84,1</b> | <b>11,7%</b> |
| Var (%)                              | 25,0%       | 23,6%       | 11,1%       | 7,1%        | 5,9%        |              |
| Cartografía y Catastro               | 5,9         | 8,6         | 10,6        | 11,9        | 13,1        | 21,8%        |
| Var (%)                              | 52%         | 45%         | 23%         | 12%         | 10%         |              |
| Consultoría y Software               | 8,2         | 8,6         | 9,1         | 9,5         | 9,9         | 4,9%         |
| Var (%)                              | 19%         | 6%          | 5%          | 5%          | 4%          |              |
| Ciberseguridad, Sistemas y Servicios | 20,0        | 24,4        | 27,0        | 29,2        | 31,2        | 11,8%        |
| Var (%)                              | 41%         | 22%         | 11%         | 8%          | 7%          |              |
| Nómina y RRHH                        | 17,3        | 19,5        | 20,9        | 22,0        | 22,8        | 7,2%         |
| Var (%)                              | 15%         | 13%         | 7%          | 5%          | 4%          |              |
| Transformación digital               | 2,2         | 5,6         | 6,6         | 6,9         | 7,2         | 34,1%        |
| Var (%)                              | 1%          | 152%        | 17%         | 5%          | 5%          |              |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>8,7</b>  | <b>10,4</b> | <b>11,6</b> | <b>12,3</b> | <b>13,0</b> | <b>10,6%</b> |
| Var (%)                              | 88,7%       | 19,4%       | 11,1%       | 6,4%        | 5,9%        |              |
| sobre ingresos (%)                   | 16,1%       | 15,6%       | 15,6%       | 15,5%       | 15,5%       |              |
| <b>EBIT</b>                          | <b>6,8</b>  | <b>8,2</b>  | <b>9,2</b>  | <b>9,7</b>  | <b>10,2</b> | <b>10,9%</b> |
| Var (%)                              | 105,5%      | 21,2%       | 11,6%       | 6,0%        | 5,4%        |              |
| sobre ingresos (%)                   | 12,5%       | 12,3%       | 12,4%       | 12,2%       | 12,2%       |              |
| <b>Resultados Neto</b>               | <b>4,8</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,6</b>  | <b>8,5%</b>  |
| Var (%)                              | 133,2%      | 7,6%        | 12,8%       | 7,4%        | 6,2%        |              |
| sobre ingresos (%)                   | 8,9%        | 7,7%        | 7,8%        | 7,9%        | 7,9%        |              |

Fuente: estimaciones Renta 4

Por segmentos, estimamos que **Ciberseguridad y Servicios IT se consolidará como una de las áreas de mayor crecimiento y rentabilidad**, gracias al creciente peso de servicios de alto valor añadido y a la consolidación de CIES. En **Cartografía y Catastro**, esperamos una **expansión significativa del margen operativo**, respaldada por la ejecución de contratos internacionales de gran envergadura como el de Perú. **Transformación Digital** debería ser el área de mayor crecimiento en 2025, al integrar la compañía adquirida F5IT. Finalmente, la división de **Nómina y RRHH** seguirá destacando por su resiliencia, gracias a las altas barreras de entrada y a un potencial de **pricing power latente** aún no del todo explotado.

En la parte baja de la cuenta de resultados, **prevedemos una evolución positiva tanto del EBIT como del beneficio neto** (+10,9% TACC EBIT y +8,5% TACC BN 2024-2028e). La fuerte generación de caja permitirá a Seresco reducir progresivamente su nivel de deuda, lo que se traducirá en una disminución de los gastos financieros a lo largo del periodo. Esta menor carga financiera, junto con una tasa fiscal estimada del 25%, contribuirá a una mejora sostenida del beneficio neto.

En términos de flujos de caja, **esperamos que a partir de 2025 la generación de flujo de caja libre aumente de forma significativa**, impulsada por varios factores: 1) el sólido crecimiento de la actividad, 2) la mejora estructural de los márgenes gracias al apalancamiento operativo, 3) un CapEx de mantenimiento reducido y 4) una progresiva normalización del capital circulante. En particular, la reducción del periodo medio de cobro tras la entrega de importantes contratos en la división de Cartografía y Catastro permitirá liberar liquidez retenida, fortaleciendo aún más la estructura financiera del grupo.

Este incremento en la generación de caja posicionará a Seresco para **abordar nuevos proyectos estratégicos con mayor flexibilidad**. Parte de esos recursos podrá destinarse a la **adquisición de participaciones minoritarias** en compañías ya integradas (como el 23% restante de ELO-SI, el 25% de CIES y el 25% de F5IT), y también a **futuras adquisiciones** que, a diferencia de las realizadas hasta ahora (en el rango de 2 a 4 millones de euros), podrían alcanzar un **tamaño sensiblemente mayor** sin comprometer la fortaleza del balance.

Como hemos comentado anteriormente, nuestras estimaciones no contemplan ninguna hipotética operación de crecimiento inorgánico que la compañía decidiera abordar. La solidez del flujo de caja permitirá a Seresco **reducir progresivamente su endeudamiento sin renunciar a una política de retribución al accionista atractiva y sostenible**. Estimamos que la compañía mantendrá un **payout estable** (sobre el 15% del beneficio neto), lo que permitirá **seguir incrementando el dividendo a doble dígito, en línea con la evolución prevista del beneficio neto**. En 2024, el dividendo se incrementó en más de un 60% respecto al año anterior, reflejo del compromiso de la compañía con la rentabilidad del accionista. Además, durante el ejercicio se llevó a cabo **la recompra y amortización de 501.000 acciones propias, equivalente al 5,22% del capital**, reforzando su enfoque en la creación de valor a largo plazo.

## 4. Valoración y recomendación

Actualizamos nuestra valoración de Seresco con un nuevo precio objetivo de **9,04 €/acción** (vs. 7,94 €/acción anterior), lo que representa un potencial de revalorización del +42% respecto a los precios actuales de cotización. Esta nueva estimación se basa en el método de **Descuento de Flujos de Caja (DCF)**, a partir de nuestras proyecciones actualizadas para el periodo 2024–2028e, aplicando un WACC del 9,7% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2,0%. El valor empresa (VE) estimado asciende a 95,5 mln eur, y, tras ajustar por la Deuda financiera neta estimada a cierre de 2024 y los intereses minoritarios, el valor de los fondos propios alcanza los **80,2 mln eur**.

Cuadro 3. Valoración

|                                              |             |                   |
|----------------------------------------------|-------------|-------------------|
| <b>Valor Empresa (VE)</b>                    | <b>100%</b> | <b>95,5 M€</b>    |
| Deuda Financiera Neta 24                     |             | 7,6               |
| Participación de socios minoritarios         |             | 7,6               |
| <b>Valor teórico de los recursos propios</b> |             | <b>80,2 M€</b>    |
| Nº de acciones efectivas aj (Mn)             |             | 8,9               |
| <b>Precio Objetivo R4e</b>                   |             | <b>9,04 €/acc</b> |
| Precio actual                                |             | 6,20              |
| <b>Potencial de revalorización</b>           |             | <b>45,9%</b>      |

Fuente: Renta 4

Desde la publicación de nuestro **informe de inicio de cobertura** en julio de 2024, las acciones de Seresco han tenido un **excelente comportamiento**, acumulando una **revalorización del +35%**. Sin embargo, creemos que **el mercado sigue sin reconocer el verdadero potencial** de una compañía que combina crecimiento orgánico sostenido, mejora de márgenes, fuerte generación de caja y una capacidad probada para ejecutar adquisiciones estratégicas.

A los niveles actuales de cotización, **Seresco continúa cotizando con un claro descuento respecto a su valor intrínseco**, tanto en términos absolutos como frente a sus comparables. Para 2025e, la cotización actual refleja unos múltiplos implícitos de **6,2x EV/EBITDA** y **11,0x PER**, múltiplos que consideramos muy atractivos teniendo en cuenta el perfil de crecimiento, rentabilidad y baja deuda de la compañía. Esta infravaloración no se justifica ni por sus fundamentales (sólido crecimiento orgánico, márgenes en expansión, alta generación de caja) ni por su perfil estratégico, con fuerte diversificación y capacidad probada de ejecución.

Cuadro 4. Múltiplos implícitos según cotización actual (6,20 €/acc)

|           | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VE/Ventas | 0,9x  | 1,0x  | 0,9x  | 0,8x  | 0,8x  |
| VE/EBITDA | 5,7x  | 6,2x  | 5,5x  | 5,2x  | 4,9x  |
| VE/EBIT   | 7,3x  | 7,8x  | 7,0x  | 6,6x  | 6,3x  |
| P/E       | 8,7x  | 11,0x | 9,7x  | 9,0x  | 8,5x  |
| P/FCF     | 52,5x | 8,4x  | 4,8x  | 6,1x  | 5,6x  |

Fuente: Renta 4

Creemos que **el mercado aún no ha reconocido plenamente la transformación reciente de Seresco** ni el valor potencial de sus nuevas líneas de crecimiento, en especial cartografía, ciberseguridad y consultoría avanzada. La falta de visibilidad del mercado, el escaso *free float* y su todavía corta trayectoria como compañía cotizada pueden estar generando una **ineficiencia temporal** en la valoración. Sin embargo, confiamos en que la ejecución del nuevo Plan Estratégico

2026–2028, junto con la visibilidad creciente de sus resultados y la mejora progresiva de su liquidez, contribuirán a cerrar esta brecha.

#### Cuadro 5. Múltiplos implícitos según valoración R4 (9,04 €/acc)

|           | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VE/Ventas | 1,8x  | 1,4x  | 1,3x  | 1,2x  | 1,1x  |
| VE/EBITDA | 10,9x | 9,2x  | 8,2x  | 7,8x  | 7,3x  |
| VE/EBIT   | 14,1x | 11,6x | 10,4x | 9,8x  | 9,3x  |
| P/E       | 16,8x | 15,6x | 13,8x | 12,9x | 12,1x |
| P/FCF     | 97,4x | 15,6x | 8,9x  | 11,3x | 10,4x |

Fuente: Renta 4. Acciones ajustadas por autocartera

Aplicando los múltiplos actuales de cotización observamos cómo **Seresco cotiza hoy con un descuento del 28,1% y 24,9% respecto a los múltiplos de EV/EBITDA** para los ejercicios 2025e y 2026e y un **descuento del 30,8% y 29,7% respecto al PER** del promedio total de las 8 compañías seleccionadas (ver Anexo, comparables de mercado) para los mismos años.

#### Cuadro 6. Múltiplos implícitos vs comparables

| Compañía                                           | País | Market Cap.<br>(Mln eur) | Mg. EBITDA (%) |              | Crec. EBITDA Y/Y (%) |              | VE/EBITDA (x) |             | PER (x)      |              |
|----------------------------------------------------|------|--------------------------|----------------|--------------|----------------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
|                                                    |      |                          | YTD            | 2025e        | 2026e                | 2025e        | 2026e         | 2025e       | 2026e        | 2025e        |
| <b>Promedio Total</b>                              |      | <b>2.742</b>             | <b>14,7%</b>   | <b>14,8%</b> | <b>11,3%</b>         | <b>10,5%</b> | <b>8,6x</b>   | <b>7,4x</b> | <b>15,8x</b> | <b>13,8x</b> |
| <b>Seresco</b>                                     |      | <b>56</b>                | <b>15,6%</b>   | <b>15,6%</b> | <b>19,5%</b>         | <b>10,9%</b> | <b>6,2x</b>   | <b>5,5x</b> | <b>11,0x</b> | <b>9,7x</b>  |
| <i>Descuento vs promedio total</i>                 |      |                          |                |              |                      |              | -28,1%        | -24,9%      | -30,8%       | -29,7%       |
| <b>Seresco múltiplos implícitos valoración DCF</b> |      | <b>80</b>                | <b>15,6%</b>   | <b>15,6%</b> | <b>19,5%</b>         | <b>10,9%</b> | <b>9,2x</b>   | <b>8,2x</b> | <b>15,6x</b> | <b>13,8x</b> |
| <i>Descuento vs promedio total</i>                 |      |                          |                |              |                      |              | 7,1%          | 11,9%       | -1,6%        | -0,1%        |

Fuente: Renta 4

En definitiva, **Seresco representa una de las historias de crecimiento más atractivas del BME Growth**, combinando rentabilidad, escalabilidad, baja deuda y una política disciplinada de asignación de capital. Reiteramos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR**, con un nuevo precio objetivo de **9,04 euros por acción**.

## Cifras Clave

| PYG (mln eur)                            | 2021        | 2022        | 2023        | 2024        | 2025e        | 2026e        | 2027e        | TACC 24/27e  |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Ventas</b>                            | <b>30,1</b> | <b>34,6</b> | <b>43,2</b> | <b>54,0</b> | <b>66,9</b>  | <b>74,2</b>  | <b>79,4</b>  | <b>13,7%</b> |
| Coste de ventas                          | -3,9        | -4,4        | -6,7        | -8,2        | -11,6        | -12,9        | -13,8        | 19,2%        |
| <b>Margen Bruto</b>                      | <b>26,3</b> | <b>29,9</b> | <b>35,9</b> | <b>45,7</b> | <b>55,2</b>  | <b>61,3</b>  | <b>65,6</b>  | <b>12,8%</b> |
| Gastos operativos                        | -23,7       | -25,9       | -30,8       | -36,7       | -44,8        | -49,7        | -53,3        | 13,2%        |
| <b>EBITDA</b>                            | <b>2,6</b>  | <b>3,7</b>  | <b>4,6</b>  | <b>8,7</b>  | <b>10,4</b>  | <b>11,6</b>  | <b>12,3</b>  | <b>12,2%</b> |
| <b>EBITDA ajustado</b>                   | <b>2,6</b>  | <b>3,7</b>  | <b>4,6</b>  | <b>8,7</b>  | <b>10,4</b>  | <b>11,6</b>  | <b>12,3</b>  | <b>12,2%</b> |
| Amortizaciones                           | -1,1        | -1,0        | -1,3        | -2,0        | -2,2         | -2,4         | -2,6         | 10,0%        |
| <b>EBIT</b>                              | <b>1,5</b>  | <b>2,7</b>  | <b>3,3</b>  | <b>6,8</b>  | <b>8,2</b>   | <b>9,2</b>   | <b>9,7</b>   | <b>12,8%</b> |
| Resultado financiero                     | -0,6        | -0,1        | -0,3        | -0,5        | -0,4         | -0,3         | -0,3         | -18,3%       |
| Puesta en equivalencia                   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | n.a.         |
| Otros y extraordinarios                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | n.a.         |
| <b>BAI</b>                               | <b>1,0</b>  | <b>2,6</b>  | <b>3,0</b>  | <b>6,3</b>  | <b>7,9</b>   | <b>8,8</b>   | <b>9,4</b>   | <b>14,6%</b> |
| Impuestos sobre beneficios               | -0,5        | -0,7        | -0,8        | -1,0        | -2,0         | -2,2         | -2,4         | 34,6%        |
| Minoritarios                             | 0,0         | 0,0         | -0,1        | -0,5        | -0,7         | -0,8         | -0,9         | 20,3%        |
| Otros                                    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | n.a.         |
| <b>Bº Neto</b>                           | <b>0,5</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,1</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,2</b>   | <b>5,8</b>   | <b>6,2</b>   | <b>8,9%</b>  |
| <b>Márgenes y crecimiento (%)</b>        | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> | <b>2027e</b> |              |
| Crec. Ventas                             | 138,7%      | 14,7%       | 25,1%       | 25,0%       | 23,8%        | 10,9%        | 7,1%         |              |
| Margen Bruto                             | 87,1%       | 86,5%       | 83,1%       | 84,6%       | 82,6%        | 82,6%        | 82,6%        |              |
| Crec. EBITDA                             | 493,7%      | 41,7%       | 26,0%       | 88,7%       | 19,5%        | 10,9%        | 6,4%         |              |
| Margen EBITDA                            | 8,6%        | 10,6%       | 10,7%       | 16,1%       | 15,6%        | 15,6%        | 15,5%        |              |
| Crec. EBITDA ajustado                    | 493,7%      | 41,7%       | 26,0%       | 88,7%       | 19,5%        | 10,9%        | 6,4%         |              |
| Margen EBITDA ajustado                   | 8,6%        | 10,6%       | 10,7%       | 16,1%       | 15,6%        | 15,6%        | 15,5%        |              |
| Crec. EBIT                               | 266,7%      | 74,3%       | 23,2%       | 105,5%      | 21,4%        | 11,4%        | 6,0%         |              |
| Margen EBIT                              | 5,1%        | 7,7%        | 7,6%        | 12,5%       | 12,3%        | 12,4%        | 12,2%        |              |
| Crec. BPA                                | n.a.        | 288,6%      | 9,9%        | 133,2%      | 13,7%        | 12,2%        | 6,9%         |              |
| <b>Balance (mln eur)</b>                 | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> | <b>2027e</b> |              |
| Inmovilizado material                    | 1,2         | 1,2         | 2,1         | 1,7         | 3,8          | 3,3          | 2,8          |              |
| Inmovilizado inmaterial                  | 3,9         | 4,5         | 8,4         | 8,2         | 8,2          | 8,2          | 8,2          |              |
| Inmovilizado financiero                  | 0,4         | 0,3         | 0,2         | 0,3         | 0,3          | 0,3          | 0,3          |              |
| Otro activo fijo                         | 0,7         | 0,6         | 0,3         | 0,9         | 0,9          | 0,9          | 0,9          |              |
| Clientes                                 | 8,3         | 8,7         | 16,0        | 19,4        | 22,0         | 24,4         | 26,1         |              |
| Otro activo circulante                   | 0,7         | 1,0         | 1,3         | 1,1         | 3,1          | 3,4          | 3,6          |              |
| Tesorería y equivalentes                 | 1,6         | 2,4         | 4,0         | 5,2         | 8,7          | 14,3         | 20,7         |              |
| <b>Total activo</b>                      | <b>16,8</b> | <b>18,7</b> | <b>32,3</b> | <b>36,8</b> | <b>46,9</b>  | <b>54,8</b>  | <b>62,5</b>  |              |
| Recursos propios                         | 3,9         | 5,4         | 7,0         | 10,5        | 13,7         | 18,4         | 23,3         |              |
| Minoritarios                             | 0,0         | 0,0         | 0,5         | 1,0         | 1,7          | 2,5          | 3,4          |              |
| Deuda financiera a largo plazo           | 4,8         | 3,6         | 4,8         | 6,8         | 8,9          | 9,8          | 10,8         |              |
| Otros pasivos a largo plazo              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,4         | 0,4          | 0,4          | 0,4          |              |
| Deuda financiera a corto plazo           | 1,8         | 3,2         | 6,8         | 6,0         | 6,0          | 6,0          | 6,0          |              |
| Proveedores                              | 4,4         | 5,6         | 9,8         | 8,7         | 12,8         | 14,1         | 15,1         |              |
| Otros pasivos a corto plazo              | 1,8         | 0,8         | 3,2         | 3,5         | 3,5          | 3,5          | 3,5          |              |
| <b>Total pasivo</b>                      | <b>16,8</b> | <b>18,7</b> | <b>32,3</b> | <b>36,8</b> | <b>46,9</b>  | <b>54,8</b>  | <b>62,5</b>  |              |
| <b>Principales ratios</b>                | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025e</b> | <b>2026e</b> | <b>2027e</b> |              |
| Nº acciones (mln)                        | 9,4         | 9,6         | 9,6         | 9,6         | 9,1          | 9,1          | 9,1          |              |
| Precio (eur)                             | n.a.        | 4,00        | 4,50        | 4,36        | 6,20         | 6,20         | 6,20         |              |
| BPA (eur/acción)                         | 0,05        | 0,19        | 0,21        | 0,50        | 0,57         | 0,64         | 0,68         |              |
| DPA (eur/acción)                         | 0,02        | 0,08        | 0,04        | 0,06        | 0,11         | 0,11         | 0,13         |              |
| Payout (%)                               | n.a.        | 164,6%      | 20,1%       | 29,6%       | 21,1%        | 20,0%        | 20,0%        |              |
| Rentabilidad por dividendo (%)           | n.a.        | 2,1%        | 0,9%        | 1,5%        | 1,7%         | 1,8%         | 2,1%         |              |
| VE/ Ventas (x)                           | n.a.        | 1,2         | 1,2         | 0,9         | 1,0          | 0,9          | 0,8          |              |
| VE/ EBITDA (x)                           | n.a.        | 11,7        | 11,0        | 5,7         | 6,1          | 5,5          | 5,2          |              |
| VE/ EBIT (x)                             | n.a.        | 16,0        | 15,4        | 7,3         | 7,8          | 7,0          | 6,6          |              |
| PER (x)                                  | n.a.        | 20,6        | 21,0        | 8,7         | 10,9         | 9,7          | 9,1          |              |
| ROCE (%)                                 | 17,2%       | 27,1%       | 22,5%       | 37,4%       | 41,2%        | 46,0%        | 50,0%        |              |
| ROE (%)                                  | 11,9%       | 34,3%       | 29,2%       | 45,8%       | 37,7%        | 31,5%        | 26,6%        |              |
| Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur) | 5,0         | 4,5         | 7,6         | 7,6         | 6,3          | 1,6          | -3,8         |              |
| Deuda neta / EBITDA (x)                  | 1,9         | 1,2         | 1,6         | 0,9         | 0,6          | 0,1          | -0,3         |              |
| Cobertura de intereses (x)               | 2,7         | 22,1        | 10,2        | 13,4        | 23,2         | 27,7         | 35,2         |              |
| Capex / ventas (%)                       | 17,7%       | 4,8%        | 14,1%       | 2,5%        | 6,4%         | 2,6%         | 2,6%         |              |

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Cifras Clave

| EOAF (mln eur)                           | 2022       | 2023        | 2024       | 2025e      | 2026e      | 2027e       |
|------------------------------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>EBIT</b>                              | <b>2,7</b> | <b>3,3</b>  | <b>6,8</b> | <b>8,2</b> | <b>9,2</b> | <b>9,7</b>  |
| Amortización de inmovilizado             | 1,0        | 1,3         | 2,0        | 2,2        | 2,4        | 2,6         |
| Variación fondo de maniobra              | -0,6       | -0,8        | -4,2       | -0,5       | -1,3       | -0,9        |
| Resultado financiero                     | -0,1       | -0,3        | -0,5       | -0,4       | -0,3       | -0,3        |
| Impuestos                                | -0,7       | -0,8        | -1,0       | -2,0       | -2,2       | -2,4        |
| <b>Flujo de caja operativo</b>           | <b>2,2</b> | <b>2,7</b>  | <b>3,1</b> | <b>7,6</b> | <b>7,7</b> | <b>8,7</b>  |
| Inversiones netas en activo mat e inmat. | -1,7       | -6,1        | -1,4       | -4,3       | -1,9       | -2,1        |
| Otras inversiones                        | 0,3        | 0,3         | -0,6       | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| <b>Flujo de caja libre</b>               | <b>0,9</b> | <b>-3,1</b> | <b>1,1</b> | <b>3,3</b> | <b>5,8</b> | <b>6,7</b>  |
| Dividendos (sociedad dominante)          | 0,0        | -0,4        | -0,6       | -1,0       | -1,0       | -1,2        |
| Otros movimientos de FF.PP.              | -0,4       | 0,3         | -0,8       | -1,0       | -0,1       | -0,1        |
| Otros                                    | 0,0        | 0,0         | 0,3        | 0,0        | 0,0        | 0,0         |
| <b>Cambio en deuda neta</b>              | <b>0,5</b> | <b>-3,2</b> | <b>0,0</b> | <b>1,4</b> | <b>4,7</b> | <b>5,4</b>  |
| <b>Deuda neta (+) / caja neta (-)</b>    | <b>4,5</b> | <b>7,6</b>  | <b>7,6</b> | <b>6,3</b> | <b>1,6</b> | <b>-3,8</b> |

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Comparables de mercado

| Compañía                         | Acciones (mln) | Cotización (eur/acc) | Capitalizac. (mln eur) | Recomendación Consenso * | P.O. Consenso * | Potencial    | RPD 25e     |
|----------------------------------|----------------|----------------------|------------------------|--------------------------|-----------------|--------------|-------------|
| <b>Seresco SA*</b>               | <b>9</b>       | <b>6,20</b>          | <b>56</b>              | <b>Sobreponderar</b>     | <b>9,04</b>     | <b>45,8%</b> | <b>1,7%</b> |
| EPAM Systems, Inc.               | 57             | 163,28               | 9.250                  | Sobreponderar            | 191,05          | 17,0%        | 0,0%        |
| Globant SA                       | 44             | 93,71                | 4.128                  | Sobreponderar            | 121,30          | 29,4%        | 0,0%        |
| Reply S.p.A.                     | 37             | 147,50               | 5.518                  | Sobreponderar            | 172,00          | 16,6%        | 0,9%        |
| Sopra Steria Group SA            | 21             | 190,70               | 3.918                  | Sobreponderar            | 220,00          | 15,4%        | 2,6%        |
| Endava Plc Sponsored ADR Class A | 42             | 13,64                | 579                    | Sobreponderar            | 16,07           | 17,8%        | 0,0%        |
| Nagarro SE                       | 14             | 64,70                | 891                    | Sobreponderar            | 101,00          | 56,1%        | 0,8%        |
| Izertis SA*                      | 28             | 9,22                 | 257                    | Sobreponderar            | 10,64           | 15,4%        | 0,0%        |
| Making Science Group SA*         | 9              | 9,00                 | 81                     | Sobreponderar            | 16,20           | 80,0%        | 0,0%        |
| <b>Promedio</b>                  |                |                      | <b>2.742</b>           |                          |                 | <b>32,6%</b> | <b>0,5%</b> |

| Compañía                         | PER 25e      | PER 26e      | Cto. Bº Neto 24-26e | PEG 25e     | PEG 26e     | ROE 25e      | P/VC 25e    |
|----------------------------------|--------------|--------------|---------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| <b>Seresco SA*</b>               | <b>11,0x</b> | <b>9,7x</b>  | <b>10,0%</b>        | <b>1,1x</b> | <b>1,0x</b> | <b>37,7%</b> | <b>4,1x</b> |
| EPAM Systems, Inc.               | 16,9x        | 15,2x        | 5,4%                | 3,2x        | 2,8x        | 15,3%        | 2,6x        |
| Globant SA                       | 17,2x        | 15,4x        | 3,3%                | 5,2x        | 4,7x        | 12,3%        | 2,1x        |
| Reply S.p.A.                     | 21,3x        | 19,4x        | 16,4%               | 1,3x        | 1,2x        | 17,2%        | 3,7x        |
| Sopra Steria Group SA            | 11,2x        | 10,2x        | -3,6%               | n.r.        | n.r.        | 15,8%        | 1,8x        |
| Endava Plc Sponsored ADR Class A | 10,2x        | 10,2x        | 0,8%                | 13,5x       | 13,5x       | 10,2%        | 1,0x        |
| Nagarro SE                       | 12,9x        | 11,2x        | 18,0%               | 0,7x        | 0,6x        | 24,0%        | 3,1x        |
| Izertis SA*                      | 21,1x        | 16,7x        | 50,5%               | n.r.        | n.r.        | 11,8%        | 3,0x        |
| Making Science Group SA*         | 15,9x        | 12,3x        | 104,3%              | 0,2x        | 0,1x        | -41,3%       | 15,2x       |
| <b>Promedio</b>                  | <b>15,8x</b> | <b>13,8x</b> | <b>24,4%</b>        | <b>0,6x</b> | <b>0,6x</b> | <b>8,2%</b>  | <b>4,1x</b> |

| Compañía                         | VE/EBITDA 25e | VE/EBITDA 26e | Cto. EBITDA 24-26e | Margen EBITDA 25e | EVG 25e     | EVG 26e     | DN/EBITDA 25e |
|----------------------------------|---------------|---------------|--------------------|-------------------|-------------|-------------|---------------|
| <b>Seresco SA*</b>               | <b>6,2x</b>   | <b>5,5x</b>   | <b>15,1%</b>       | <b>15,6%</b>      | <b>0,4x</b> | <b>0,4x</b> | <b>0,6x</b>   |
| EPAM Systems, Inc.               | 10,3x         | 8,4x          | 7,4%               | 16,1%             | 1,4x        | 0,5x        | -1,8x         |
| Globant SA                       | 9,0x          | 8,2x          | 4,4%               | 21,3%             | 2,0x        | 0,4x        | 0,2x          |
| Reply S.p.A.                     | 11,3x         | 10,1x         | 8,1%               | 17,8%             | 1,4x        | 0,6x        | -1,2x         |
| Sopra Steria Group SA            | 5,9x          | 5,3x          | -0,3%              | 12,5%             | n.r.        | 0,4x        | 0,3x          |
| Endava Plc Sponsored ADR Class A | 6,6x          | 5,8x          | 10,5%              | 15,1%             | 0,6x        | 0,4x        | 0,8x          |
| Nagarro SE                       | 6,8x          | 5,8x          | 9,4%               | 14,6%             | 0,7x        | 0,4x        | 0,8x          |
| Izertis SA*                      | 11,8x         | 9,5x          | 21,1%              | 15,2%             | 0,6x        | 0,6x        | 1,7x          |
| Making Science Group SA*         | 6,8x          | 5,8x          | 17,9%              | 5,1%              | 0,4x        | 1,1x        | 3,7x          |
| <b>Promedio</b>                  | <b>8,6x</b>   | <b>7,4x</b>   | <b>9,8%</b>        | <b>14,7%</b>      | <b>1,0x</b> | <b>0,6x</b> | <b>0,6x</b>   |

| Compañía                         | 1 día       | 5 días      | 1 mes        | 3 meses      | 2025         | 1 año        |
|----------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Seresco SA*</b>               | <b>0,8%</b> | <b>4,2%</b> | <b>15,9%</b> | <b>24,0%</b> | <b>42,2%</b> | <b>31,9%</b> |
| EPAM Systems, Inc.               | 0,1%        | -1,5%       | 24,9%        | -28,8%       | -21,4%       | -2,2%        |
| Globant SA                       | 3,9%        | -23,8%      | -0,4%        | -51,5%       | -50,8%       | -37,1%       |
| Reply S.p.A.                     | -1,9%       | -6,4%       | -0,9%        | -7,6%        | -3,8%        | 7,8%         |
| Sopra Steria Group SA            | -0,6%       | -0,7%       | 10,7%        | 9,6%         | 11,5%        | -13,5%       |
| Endava Plc Sponsored ADR Class A | 1,9%        | -28,6%      | -10,2%       | -49,7%       | -50,3%       | -47,1%       |
| Nagarro SE                       | -2,5%       | -6,8%       | -0,6%        | -27,1%       | -18,3%       | -24,6%       |
| Izertis SA*                      | 1,5%        | 3,6%        | 0,9%         | -2,3%        | -4,9%        | 2,4%         |
| Making Science Group SA*         | 0,0%        | 1,1%        | 0,6%         | 17,6%        | 17,6%        | 1,4%         |
| <b>Ibex 35</b>                   | <b>0,2%</b> | <b>3,2%</b> | <b>9,1%</b>  | <b>9,0%</b>  | <b>21,6%</b> | <b>24,5%</b> |

Fuente: Factset.

## DISCLAIMER

### 1. Información objetiva

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

### 2. Certificación de analistas

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

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

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

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

### 3. Información importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ RENTA 4 es comercializador de las siguientes emisiones: GAM, AMPER, GREENERGY, IZERTIS, ACCIONA, ENDESA, ECOENER, TUBACEX, FCC, ENCE, TALGO, TÉCNICAS REUNIDAS.
- ✓ RENTA 4 es agente de pagos de las siguientes emisiones: IZERTIS, AMPER
- ✓ Asimismo, tiene contratos de análisis esponsorizado con AMPER, AZKOYEN,, DIA, GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, GREENING, INMOBILIARIA DEL SUR, NATAC NATURAL INGREDIENTS, NEXTIL, REVENGA SMART SOLUTIONS, SERESCO Y TUBOS REUNIDOS, servicios por los que cobra honorarios.
- ✓ Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con: CLÍNICA BAVIERA, GRUPO ECOENER, CASTELLANA PROPERTIES, IZERTIS, LLORENTE Y CUENCA, MILLENIUM HOTELS, REVENGA SMART SOLUTIONS, UNICAJA, SERESCO E INVERSA PRIME SOCIMI.
- ✓ Renta 4 Banco es asesor registrado de: CASTELLANA CASTELLANA PROPERTIES, IZERTIS , LLORENTE Y CUENCA, MILLENIUM HOTELS, INVERSA PRIME SOCIMI Y GIGAS HOSTING.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

## 5. Sistemas de recomendaciones

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

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

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

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

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

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

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