

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 3,80 (3 may 2023)

Fecha del informe: 4 may 2023 (12:45h)

Inicio de cobertura

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 Andres Abad – enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

El momento es ahora. Ya.

UN SALTO DE ESCALA EN INGRESOS VISIBLE (DESDE 2023) ... 2018 – 2021 es poco representativo del potencial de crecimiento real de SCO (TACC, 0%). Lastrado por la paralización temporal de una línea de negocio (cartografía y catastro) e impactado por la pandemia. 2022 (+11%) es el paradigma del potencial real de crecimiento en ventas. Nuestro escenario central para el periodo 2022-2025e contempla un crecimiento de los ingresos hasta EUR 56,0Mn al final del periodo (+18,1% TACC 2022-25e; sin incluir crecimiento no orgánico, a excepción de la adquisición de ELO-SI de feb 2023, y que aporta 2,3 p.p de la TACC).

...GRACIAS A LA CAPACIDAD DE CRECER ORGANICAMENTE. Por varias razones: (i) una cartera de productos/servicios altamente diversificada, (ii) el despegue de cartografía y catastro (+67,6% TACC 2022-2025e) y (iii) la aceleración del crecimiento internacional (poco relevante hasta ahora en el mix de ingresos; 7% s/ventas 2022).

RENTABILIDAD CRECIENTE. El escenario que planteamos para 2023e debiera permitir a SCO crecer a niveles de ingresos de c. EUR 45Mn (+32,4% vs 2022; +24,5% orgánicamente), hasta alcanzar EUR 5,1Mn en EBITDA Rec (+50,5% vs 2022), gracias a una continuada mejora de márgenes (EBITDA Rec./Vtas 2023e, 11,4% vs 7,4% 2021). Y con una capacidad de generación de caja que dejaría el apalancamiento en 1,1x DN/EBITDA Rec en 2023e (vs 2,2x en 2021).

MOMENTUM: SCO es una compañía que apunta a un “salto” en ingresos. Y convierte 2023e en un año clave para entender si, como esperamos, lo visto en 2022 tiene continuidad, y el crecimiento orgánico puede estabilizarse en niveles cercanos al +10%. Permitiendo aprovechar el apalancamiento operativo y crecer con fuerza en EBITDA (TACC 2022-2025e, c.+30%). El salto en ingresos y márgenes visto en los resultados 2022 es el paradigma (“la prueba”) de lo esperado para 2023e-2025e.

UNA OPCIÓN DE BAJO RIESGO DE APROVECHAR LA TRANSFORMACIÓN DIGITAL. EN UNA COMPAÑÍA QUE YA (2022) EMPEZÓ A DESPEGAR. El driver sectorial es obvio, pero insuficiente. La clave está en el esperado crecimiento orgánico en ingresos y el efecto multiplicador de la mejora de márgenes. En una compañía que pivota sobre un modelo de negocio de bajo riesgo (operativo, comercial, financiero). Nuestras estimaciones 2023e cotizarían a un EV/EBITDA Rec de 7,9x que se reduce hasta 5,1x en 2025e (vs 11,1x comparables). El paradigma de lo que esperamos (2023e-2025e) es lo visto en 2022. Así que el momento de prestar atención a los números de SCO es ahora. Ya.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	36,5	40,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	40,5	44,8
Número de Acciones (Mn)	9,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,30 / 3,65 / 3,04	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	2,1	
Factset / Bloomberg	SCO-ES / SCO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

Familia Suárez García	62,0
Autocartera	7,9
Tomás Reinares Fernández	5,9
Manuel Angel Busto Riego	5,4
Free Float	12,6

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	45,0	51,0	56,0
EBITDA Rec.	3,4	5,1	6,8	7,9
% Var.	49,0	50,5	32,9	16,3
% EBITDA Rec./Ing.	10,0	11,4	13,3	14,1
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	9,0	12,0	19,6	15,7
Beneficio neto	1,9	3,0	4,3	5,2
BPA (EUR)	0,19	0,32	0,44	0,54
% Var.	-90,4	62,2	41,0	20,8
BPA ord. (EUR)	0,19	0,32	0,44	0,54
% Var.	-93,0	66,8	41,0	20,8
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	1,4	1,0	3,2	3,9
Pay-out (%)	28,3	20,0	20,0	20,0
DPA (EUR)	0,06	0,06	0,09	0,11
Deuda financiera neta	4,5	5,4	3,1	0,2
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	1,1	0,5	0,0
ROE (%)	39,8	45,5	44,6	38,7
ROCE (%) ⁽⁴⁾	22,0	30,7	34,6	37,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	19,5	12,0	8,5	7,1
PER Ordinario	20,1	12,0	8,5	7,1
P/BV	6,7	4,6	3,2	2,4
Dividend Yield (%)	1,5	1,7	2,3	2,8
EV/Ventas	1,19	0,90	0,79	0,72
EV/EBITDA Rec.	11,9	7,9	6,0	5,1
EV/EBIT	15,1	9,4	7,0	6,0
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	4,0	2,8	8,9	10,8

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	15,2	-1,0	n.a.	-5,0	n.a.	n.a.
vs Ibxex 35	16,2	0,6	n.a.	-13,9	n.a.	n.a.
vs Ibxex Small Cap Index	21,5	9,8	n.a.	-10,8	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	15,2	-2,2	n.a.	-16,4	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	19,2	4,5	n.a.	-17,6	n.a.	n.a.

(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 6,2%. Para más detalle ver página 11

(*) 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).

El crecimiento de ingresos “es” el auténtico *equity story*: TACC 18-21, 0%; +11% en 2022; TACC 2022-2025e, +18%

Compañía tecnológica española con sede en Oviedo. Con 5 líneas de negocio y con el 63% de las ventas procedentes del sector privado

Incorporada a BME Growth en diciembre de 2022, SCO es una compañía tecnológica española (subsector de proveedores de software), ubicada en Oviedo (Asturias, España). Con presencia en España, Portugal, Colombia y Perú. El 93% de las ventas en 2022 proceden de España. SCO tiene clientes en sectores muy diversos como servicios, industria, química, ingeniería/construcción, alimentación, retail o automoción. Las administraciones públicas pesaron un 37% en el mix de ingresos 2022. Actualmente tiene cinco líneas de negocio: (i) Administración de personal y nóminas, (ii) Infraestructuras, sistemas y servicios de TI, (iii) Consultoría y desarrollo de software, (iv) Transformación digital y (v) Cartografía y catastro.

¿Qué es hoy en día SCO? ¿Qué podemos esperar para su futuro más próximo (2023e - 2025e) en términos de resultado operativo y generación de caja? Y, por último, ¿Qué podemos esperar de un negocio como el de SCO en el más largo plazo?

A) SCO “hasta 2022”, una evolución basada en tres pilares: consolidación del mercado doméstico, objetivo de crecimiento internacional y salida a bolsa

En diciembre de 2022 sale a cotizar en BME Growth para impulsar la estrategia de crecimiento (orgánico e inorgánico)

Compañía tradicional (no un “nuevo entrante”; fundada en 1969). Negocio esencialmente doméstico (con fuerte arraigo en el norte de España) aunque con un proyecto de crecimiento internacional (vía Latam) que ya aporta el 7% de ingresos. En el año 2018 se produce un giro en la compañía. Varios accionistas entre los que destacan Antonio Suárez García, José Carlos Suárez García y Tomás Reinares Fernández, respectivamente actuales presidente, consejero delegado y secretario consejero de la sociedad adquieren el 98% de las acciones de SCO. En diciembre de 2022 la compañía sale a cotizar en BME Growth con el objetivo, entre otros, de tener una mayor capacidad y flexibilidad de financiación para la estrategia de crecimiento de la compañía (consistente con el plan de crecimiento internacional).

La “foto” de la compañía hasta 2022 es la de una tecnológica altamente diversificada (5 líneas de negocio) y con una sólida base de clientes (rentables). Con una aspiración de crecimiento en mercados (países, sectores) en los que ya está presente. Fuerte exposición comercial al sector público (c. 1/3 de ingresos proceden de administraciones públicas). Sin crecimiento inorgánico relevante (la primera gran adquisición se produce en 2023: ELO-SI, c. EUR 3Mn Ingresos; compañía de gestión de personal). Y con un balance poco apalancado. Esta es SCO hasta 2022.

B) Crecimiento de un dígito (TACC 2018-2022, c.+3% en ingresos) en condiciones de muy bajo riesgo. Pero que apunta un “despegue” ya en 2022 (+11%).

Si analizamos la evolución de las principales métricas en el periodo 2018 – 2022 vemos que SCO se ha caracterizado por:

SCO: negocio diversificado y con capacidad de crecer en ingresos (EUR 34,0Mn 2022) ...

... con una mejora del margen EBITDA hasta el 10,2% en 2022 (vs 7,0% en 2018).

Y con un FCF Recurrente 2022 de EUR 1,4Mn (vs EUR 0,1Mn en 2021). Reduciendo el múltiplo DN/EBITDA al 1,3x en 2022 (vs 4,9x en 2019)

- **Alta diversificación, con tres principales líneas de negocio...** En 2022 el peso por línea de negocio se divide en: (i) administración de personal y de nóminas 34% s/ventas 2022, (ii) infraestructuras, sistemas y servicios de TI 32% s/ventas 2022, (iii) consultoría y desarrollo de software 23% s/ventas 2022, (iv) transformación digital 5% s/ventas 2022 y (v) cartografía y catastro 6% s/ventas 2022.
- **... “salto” en ingresos en 2022:** Alcanzando los EUR 34,0Mn en (EUR 30,8Mn en 2018). El crecimiento en el año 2022 ha venido impulsado principalmente por: administración de nóminas y personal (+11% vs 2021), cartografía y catastro (+117% vs 2021) e Infraestructuras, sistemas y servicios TI (+10% vs 2021). El “rebote” en ventas de 2022 es muy significativo al compararlo con la dinámica de los 4 años previos en los que no hubo crecimiento (más allá de 2021, en el que se recupera la caída de 2020) con ventas estables en EUR 30Mn.
- **Rentabilidad (crecer en ingresos sin dejar de mejorar márgenes)** a pesar del descenso en los últimos años del margen bruto (86,2% en 2022 vs 88,2% en 2019) por el cambio en el mix de negocio y la coyuntura económica actual el margen EBITDA alcanza el 10,2% en 2022 (vs 7,0% en 2018). Gracias a la capacidad de mejorar el apalancamiento operativo a medida que crece o se mantiene el peso de las líneas de negocio con mayor margen (por ejemplo, nóminas y personal).

Es decir, un modelo de negocio de bajo riesgo (base de clientes instalada, crecimiento en mercados conocidos, sin riesgo "industrial")

Donde 2022 ha demostrado una capacidad de crecer en ingresos (+11%) hasta ahora velada...

... con una estructura de costes bien dimensionada y sensata. (EBITDA Rec./Ventas 7,4%, 2021; 10,0% 2022)

Crecimiento orgánico (+18,1% TACC 2022 – 2025e) hasta los EUR 56,0Mn en 2025e...

... con una mejora progresiva en EBITDA Recurrente (14,1% en 2025e vs 10,0% en 2022)

- **Y con FCF Recurrente positivo (con regularidad):** El FCF Recurrente de SCO en el año 2022 se sitúa en EUR 1,4Mn (vs EUR 0,1Mn 2021). Lo que ha permitido reducir la deuda neta en EUR 0,5Mn en 2022 (1,3x DN/EBITDA Recurrente 2022 vs 4,9x en 2019) reflejando la buena posición en la que se encuentra la compañía para poder llevar a cabo la estrategia de crecimiento que se ha marcado.

Es decir, un análisis del pasado, centrado en los últimos cinco años apunta tres ideas:

- Modelo de negocio de bajo riesgo. Algo realmente diferencial en el sector tecnológico. Este bajo nivel de riesgo no es virtual sino objetivo/tangible:
 - Base de clientes ya creada y capaz de aportar un ingreso recurrente: un "suelo" en ingresos. Lo que explica los visto en el período 2018 – 2022.
 - Crecimiento basado en explotar mercados conocidos (España, Latam) y no en entrar en mercados realmente nuevos (eludiendo el riesgo asociado a cualquier expansión geográfica).
 - Sin riesgo "industrial": el crecimiento no pasa por crear nuevos productos sino por explotar/mejorar los existentes.
 - Sin riesgo en P/L: EBITDA holgadamente por encima de break even, gracias a una estructura de costes bien dimensionada.
 - En posición de seguir generando FCF positivo. Lo que implica un negocio capaz de autofinanciar su crecimiento orgánico.
 - Y con una gran solidez de balance: bajo nivel de Deuda Neta, que la propia generación de FCF reduce sistemáticamente.
 - Tanto la generación de FCF como el bajo apalancamiento financiero permiten aspirar a un crecimiento no orgánico poco arriesgado/aventurado. Ni por el tipo de negocio adquirido ni por el precio. La compañía no depende ni necesita imperiosamente crecer vía M&A (lo que explica que éste haya sido escaso hasta ahora).
- La segunda idea de los resultados está en lo visto en los resultados 2022 es simple y se reduce al comportamiento de los ingresos (+11%) que indica una capacidad de crecimiento que hasta ahora permanecía oculta o, al menos, velada.
- La tercera idea reside en el margen. Hasta 2022, SCO podía ser visto como un valor sin riesgo a la baja en EBITDA (con un margen estable en el 7%) pero sin potencial de mejora. Los resultados 2022 han probado que la estructura de costes no solo está bien dimensionada y es sensata. Sino que es capaz de absorber fuertes crecimientos en ingresos y generar grandes mejoras en el margen EBITDA Rec./Ventas (7,4%, 2021; 10,0% 2022; lo que implica una mejora del +35% en el margen).

Por todo ello el resultado 2022 nos parece esencial, ya muestra una compañía distinta. Capaz de crecer en ingresos mucho más de lo que se esperaba. Y con un elevado apalancamiento operativo que implica potencial de mejora de márgenes. Con lo que eso implica en términos de EBITDA y FCF.

C) 2023e – 2025e: salto en escala con una mejora progresiva en márgenes y continuada generación de caja

¿Qué podemos esperar de SCO para los próximos años, desde un punto de vista de crecimiento, rentabilidad y generación de FCF Recurrente?:

- **Crecimiento orgánico creíble en ingresos (+18,1% TACC 2022 – 2025e) ...** Nuestro escenario central para el período 2023e-2025e contempla un crecimiento orgánico (hemos incluido el impacto de la adquisición realizada a inicios de año: ELO-SI, EUR 2,7Mn en 2023e; compañía de gestión de personal) de los ingresos hasta alcanzar un nivel de EUR 56,0Mn al final del período y EUR 45,0Mn en 2023e (+18,1% TACC 2022-2025e). La línea de negocio que experimentaría un crecimiento más significativo sería cartografía y catastro (67,6% TACC 2022 – 2025e). En el resto de líneas de negocio hemos proyectado crecimientos orgánicos de doble dígito bajo.
- **Con una mejora progresiva en EBITDA Recurrente.** Para 2023e hemos estimado un EBITDA Recurrente del 11,4% (vs 10,0% en 2022). Y una mejora progresiva hasta el 14,1% en 2025e gracias a la capacidad del negocio de apalancarse en su estructura. Que junto con el salto en ingresos es uno de los pilares del Equity Story de SCO.

Que empujará la generación de FCF Recurrente hasta los EUR 3,9Mn en 2025e (vs EUR 1,4Mn en 2022). Y que situará a SCO con prácticamente caja neta en 2025e

- **Que impulsará la generación de FCF Recurrente...** nuestros números recogen una generación de FCF Recurrente positivo en 2023e de EUR 1,0Mn (20% s/EBITDA recurrente; FCF Rec. yield 2,8%) que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 3,9Mn en 2025e (FCF Rec. yield 2025e 10,8%). Por debajo de FCF, hemos proyectado un pay-out del 20% (EUR 0,6Mn en 2023e) En 2023e el dividend yield sería del 1,7% y del 2,8% en 2025e con las cotizaciones actuales.
- **... llegando prácticamente a una posición de caja neta en 2025e.** A cierre de 2022, la deuda neta de SCO se redujo en EUR 0,5Mn hasta los EUR 4,5Mn (DN/EBITDA Recurrente 2022: 1,3x). Las métricas de apalancamiento se mantendrán en niveles muy conservadores en 2023e (nivel de DN/EBITDA Recurrente 2023e de 1,1x). Y la generación de caja estimada proyectada permitirá reducir los niveles de deuda neta hasta prácticamente una posición de caja neta en 2025e. Dejando la puerta abierta a seguir creciendo inorgánicamente.

En conclusión, el año 2022 anticipa un salto en escala ...

En conclusión, los resultados 2022 anticipaban un salto de escala en SCO: 1) crecimiento orgánico del +11%; 2) las ventas internacionales ganan tracción (peso en el mix 2022 7,1% vs 6,2% 2021); 3) contrato para actualización catastral en Colombia (EUR 3,7 Mn), y 4) mejora de márgenes. A lo que el arranque de 2023e ha superpuesto crecimiento no orgánico con la operación de adquisición de ELO-SI.

Todo ello explica nuestros números, y que se reducen incorporar a nuestras proyecciones financieras 3 hipótesis que consideramos lógicas: 1) crecimiento orgánico del +11%; 2) "salto" en la división de cartografía y catastro; y 3) impacto de la adquisición de ELO-SI.

Como se ve, los argumentos anteriores solo son de ingresos. La única incógnita, que convierte 2023e en un año clave para entender si, como esperamos, lo visto en 2022 tiene continuidad, y el crecimiento orgánico puede estabilizarse en niveles cercanos al c.+11%. Esta es la gran idea detrás de nuestras estimaciones. La de una compañía que ya habría entrado (desde 2022) en un período de alto crecimiento de ingresos. Y que hasta ahora no era visible.

... donde el año 2023e es clave para confirmar (como esperamos) si lo visto en 2022 tiene continuidad.

El hecho de que preveamos una fortísima mejora de márgenes y EBITDA no dejan de ser consecuencias "matemáticas" de la estimación de ingresos. Y siendo llamativas y muy positivas, no es donde hay que mirar. Toda la atención debe estar en la evolución de los ingresos. El resto (márgenes, EBITDA, FCF positivo, baja deuda) se consigue "tirando de ese hilo". Nuestras estimaciones dicen que el "velado" potencial de ingresos de SCO se hace realmente visible desde este año.

D) ¿Qué podemos esperar de SCO en el muy largo plazo?

Llegados a este punto, SCO apunta a un modelo que busca a acelerar el desarrollo vía crecimiento orgánico e inorgánico. Y lo más importante, a nuestro juicio, el potencial de mejora en márgenes que se abre en el más largo plazo (post 2025e) que podría ser mayor al estimado como resultado de la escalabilidad de parte del negocio (producto propio). Con un modelo de negocio claro, un balance conservador (bajo nivel de apalancamiento financiero) y capaz de generar caja. E impulsado por un sector que ofrece una oportunidad: la transformación digital.

En definitiva, SCO estaría teóricamente en el lugar y momento adecuado para aprovechar la oportunidad de la transformación digital

Es decir, SCO estaría teóricamente en el lugar correcto (sector tecnológico), en el momento adecuado (la pandemia ha acelerado los procesos de transformación digital) y en la situación idónea para crecer (generando caja y con un múltiplo de DN/EBITDA Recurrente 2023e de 1,1x). Aunque no libre de riesgos: (i) nivel muy elevado de competitividad en el sector. El número de empresas ha crecido más rápido que los ingresos del sector, reflejando el nivel de fragmentación (riesgo comercial) y (ii) disrupción tecnológica al depender de productos y servicios tecnológicos, lo que se traduce en la necesidad permanente de actualización.

La última pregunta a formularse es cómo recoge hoy el precio de la acción lo que cabe esperar de SCO y su modelo de negocio. La idea vuelve a ser simple. El salto de escala que estimamos en nuestro escenario central cotiza (¿aún?) a muy bajos múltiplos. En la medida en que estemos ante una compañía tecnológica capaz de altos crecimientos, mejorando márgenes, y en condiciones de bajo riesgo. Lo que dicen nuestras proyecciones financieras.

El paradigma de lo que esperamos (2023e-2025e) es lo visto en 2022. Así que el momento de prestar atención a los números de SCO es ahora. Ya.

Gráfico 1. Evolución de ingresos y su impacto en múltiplo EV/Ventas

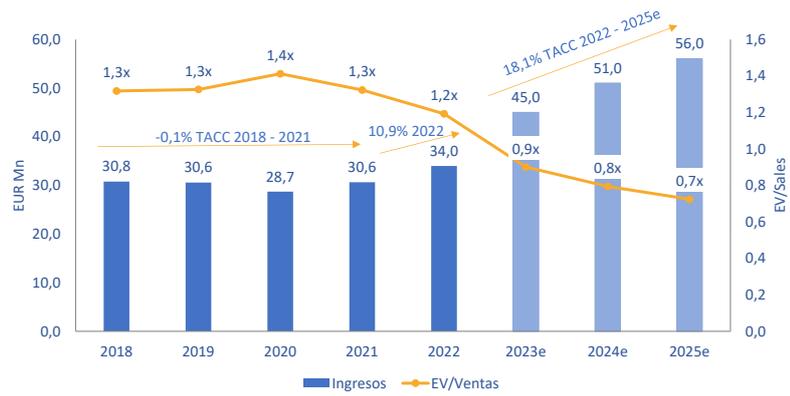


Gráfico 2. Evolución de EBITDA Recurrente y su impacto en múltiplo EV/EBITDA Rec



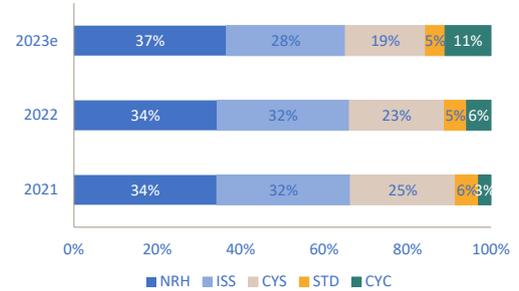
La compañía en 8 gráficos

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. %
Sistemas de centros de datos	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%
Total TI	4.385.270		4.491.471	

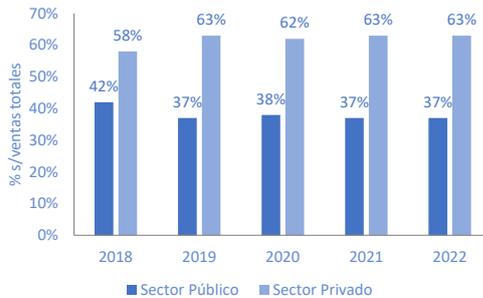
Fuente: Gartner

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



Nota: (i) NRH: Administración de personal y nóminas, (ii) ISS: Infraestructuras y servicio de TI, (iii) CYS: Consultoría y desarrollo de software, (iv) STD: Transformación digital y (v) CYC: Cartografía y Catastro

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

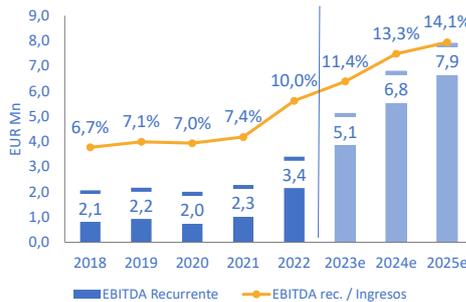


Nota: algunos de sus clientes son Ence, Airbus, Jacobs, JLL, IDEPA, FEGA...

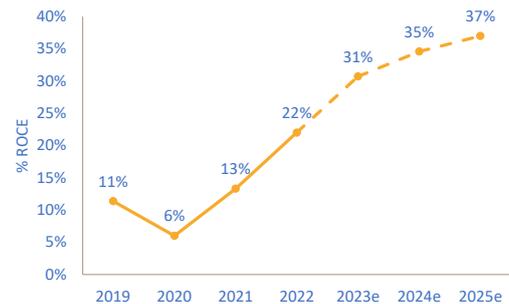
Con capacidad para crecer en ingresos orgánicamente (18% CAGR 2022 – 2025e)



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

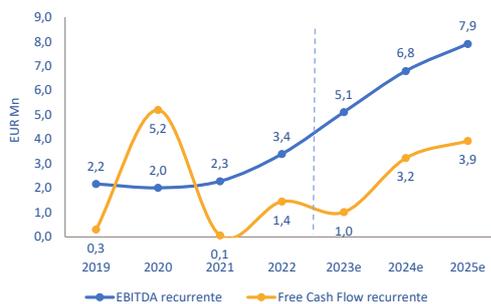


... incrementando de forma significativa el retorno sobre el capital empleado (ROCE 22% en 2022)



Nota: hemos excluido del capital empleado el inmovilizado financiero.

Y empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 3,9Mn en 2025e...



... que dejaría a la compañía prácticamente en posición de caja neta en 2025e (Deuda Neta EUR 0,2Mn)

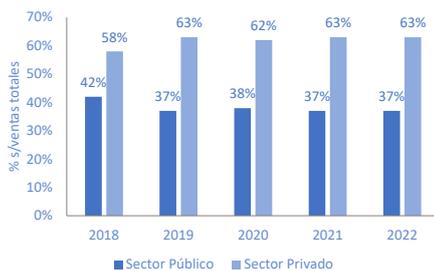


Descripción del negocio

Empresa tecnológica con más de 50 años de historia (es decir, “no una start up”). Con una cartera de clientes “real” y rentable

Seresco (SCO) es una compañía fundada en 1969 (Mkt. Cap de c. EUR 36,5Mn) experta en infraestructuras y sistemas de IT, servicios de transformación digital, nóminas y administración de personal. También está especializada en la gestión del catastro o la cartografía y el desarrollo de software. SCO cotiza en BME Growth desde diciembre 2022.

Gráfico 3. % de ventas por tipología de cliente



Cuenta con más de 50 años de trayectoria y tiene presencia en España, Portugal, Colombia y Perú. Aunque el 93% de las ventas en 2022 se generaron en España. La estrategia de la compañía pasa por crecer en segmentos y geografías en las que ya están presentes. Así como entrar en nuevos mercados nacionales e internacionales, con especial foco en Latinoamérica. El objetivo es dar a la compañía estabilidad y solidez a través de las diferentes fases del ciclo económico, manteniendo una cartera de clientes diversificada, con un peso objetivo del 50% de las administraciones públicas y otro 50% de empresas privada. En 2022 el 63% de las ventas son de clientes privados y 37% de administraciones públicas. SCO tiene clientes en los sectores de servicios, industria, química, ingeniería/construcción, alimentación, retail, automoción, instituciones y administraciones públicas.

Dada la diversidad de servicios que ofrece SCO, los principales comparables en cada uno de los segmentos son: (i) Administradores de personal y nóminas: Sopra Steria (grupo francés de consultoría, servicios digitales y desarrollo de software especialistas en RR. HH) y ADP (grupo estadounidense especializado en soluciones en la nube para la gestión de recursos humanos, nómina, talento...), (ii) Infraestructuras, sistemas y servicios de TI: Indra (grupo español de consultoría y tecnología) e Iztis (consultora tecnológica de soluciones de software, infraestructuras y ciberseguridad; cotiza en BME Growth), (iii) Consultoría y desarrollo de software: Capgemini (grupo francés de consultoría, servicios tecnológicos y transformación digital) y Altia (ofrece servicios de consultoría, desarrollo y mantenimiento de soluciones y servicios avanzados de tecnología; cotiza en BME Growth), (iv) Transformación digital: SAP (grupo alemán de software para la gestión de procesos empresariales) y (v) Cartografía y catastro: AECOM (grupo estadounidense de ingeniería en infraestructuras con proyectos de transporte, edificación o aguas, que incluye sistemas de información geoespacial y geográfica).

Una evolución basada en tres pilares: consolidación del mercado doméstico, objetivo de crecimiento internacional y salida a bolsa

SCO se funda en 1969 y en los años siguientes inicia su crecimiento en España con la creación de la división de cartografía y catastro y apertura de delegaciones. Posteriormente, inicia su actividad internacional (1995). Aunque hoy en día el 93% de las ventas se generan en España. En el año 2018 se produce un giro en la compañía, varios accionistas entre los que destacan Antonio Suárez García, José Carlos Suárez García y Tomás Reñares Fernández, respectivamente actuales presidente, consejero delegado y secretario consejero de la sociedad adquieren el 98,18% de las acciones de SCO.

Gráfico 4. Líneas de negocio.

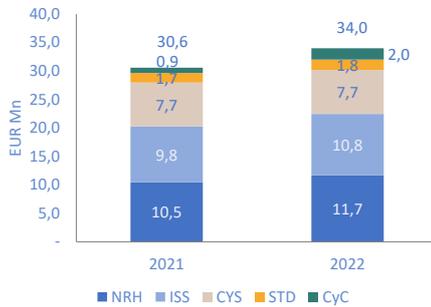
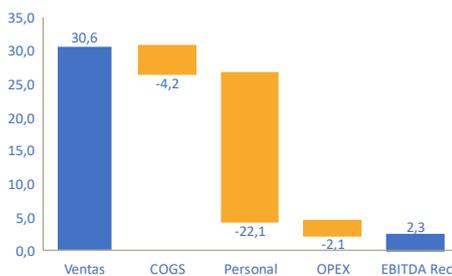


Finalmente, en diciembre de 2022 la compañía sale a cotizar en BME Growth con el objetivo, entre otros, de tener una mayor capacidad y flexibilidad de financiación para la estrategia de crecimiento de la compañía.

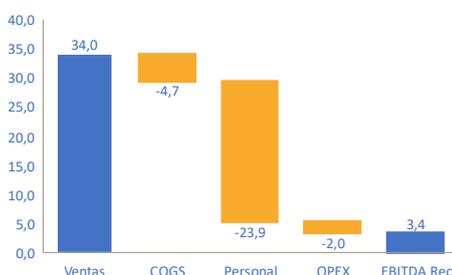
Modelo de negocio diversificado con un crecimiento sostenido y rentable, apoyado en una base de clientes “ya” instalada

En la actualidad, SCO desarrolla su actividad a través de cinco líneas de negocio:

- **Administración de personal y de nóminas (34% s/ventas 2022):** servicios de externalización de nóminas y administración de recursos humanos basados en herramientas, metodología y equipos propios. El cliente objetivo son compañías con más de 400 empleados en España y Portugal. El cliente puede contratar diferentes niveles de servicio. En un modelo de licencia (donde al cliente se le instala la solución) o un modelo de externalización (gestión del proceso completo).

Gráfico 5. Evolución de ingresos por línea de negocio.

Gráfico 6. Bridge EBITDA Recurrente 2021


Nota: La plantilla a cierre de 2021 era de 650 empleados

Gráfico 7. Bridge EBITDA Recurrente 2022


Nota: Hemos ajustado los costes de salida a bolsa (EUR c.0,3Mn). La plantilla a cierre de 2022 era de 712 empleados

En definitiva, se trata de un servicio integral que puede incluir la gestión de la nómina, gestión del talento, portal del empleado, prevención de riesgos laborales y cuadro de mando. Esta línea de negocio destaca por: (i) su nivel de recurrencia (tiene clientes de hace más de 20 años que renuevan anualmente) (ii) la capacidad de apalancamiento operativo, ya que gestionar más nóminas, no tiene por qué implicar el aumento en los costes de personal y (iii) alto coste de cambio para el cliente.

Anualmente gestiona más de 3,6Mn de nóminas y tiene cerca de 201 empleados. Algunos proyectos de éxito son la externalización de la administración de nómina de Air Liquide, Roche, Alcampo, Vestas, Ence, Peco, Grupo Alsa...

- **Infraestructuras, sistemas y servicios de TI (32% s/ventas 2022):** (i) Servicios TIC: servicios de externalización a administraciones públicas y empresas, con centros de atención al usuario, servicios de microinformática, de infraestructuras informáticas, redes... (ii) Gobierno, riesgo y cumplimiento, con una herramienta propia (Krio); prestan servicios de implantación, supervisión y evaluación del control interno de las empresas y (iii) ciberseguridad, que incluye prevención, preparación, monitorización, vigilancia y alerta temprana de incidentes, respuesta a los mismos y análisis forense.

Alrededor del 30% de los empleados de esta área (234) cuentan con certificaciones que permiten a SCO acceder a contratación pública (cerca del 45% de la actividad). La compañía está apostando estratégicamente por el servicio de ciberseguridad (de alta especialización y elevada demanda). En los últimos años ha adquirido 2 compañías para reforzar esta área. Un caso de éxito de esta línea de negocio es el proyecto de soporte, mantenimiento e instalación de la infraestructura hardware y software a los centros de Central Lechera Asturiana.

- **Consultoría y desarrollo de software (23% s/ventas 2022):** (i) gestión de aplicaciones (mantenimiento de aplicaciones informáticas integradas en la cadena de producción del cliente), (ii) servicio de consultoría y desarrollo de software en la agricultura y ganadería, (iii) servicios de asistencia técnica en el desarrollo de software e (iv) innovación, donde cuenta con dos plataformas propias enfocadas en nichos de mercado: (1) "Cultiva Decisiones": plataforma de agricultura que permite al cliente controlar su explotación utilizando inteligencia artificial y conexiones satelitales. (2) "Vayavaca": plataforma digital para profesionales de la intermediación ganadera.

El peso de la administración pública en esta área es del 70% y tiene c.140 empleados. Un caso de éxito es el desarrollo a medida de un sistema de inspecciones en campo que permite la verificación sobre el terreno de los expedientes de ayuda asociados a la política agraria comunitaria. Algunos clientes que destacan son Arcelor y Stellantis.

- **Transformación digital (5% s/ventas 2022):** la actividad se desarrolla principalmente en España e integra tres bloques: (i) Madurez digital, que consiste en un servicio integral de digitalización, incluyendo el diagnóstico de la estrategia digital y su desarrollo, (ii) Implantación de productos de gestión en la nube de la empresa Sage y (iii) Soluciones vinculadas al internet de las cosas (IoT), donde la compañía cuenta con tres aplicaciones propias: (1) Takson (aplicación en la nube que consiste en un sistema inteligente para la valoración online de inmuebles), (2) Nubia (aplicación en la nube especializada en la ejecución y seguimiento de procesos de verificación de trabajos, como auditorías e inspecciones) y (3) Data (soluciones tecnológicas para la mejora de procesos por medio de la captación, análisis y explotación de datos procedentes de sistemas automatizados).

El área de transformación se caracteriza por su elevada recurrencia gracias a los ingresos procedentes del mantenimiento de aplicaciones y un sistema basado en licencias (SaaS). Cuenta con c.300 clientes, algunos con más de 25 años de antigüedad. Tiene un equipo de c.30 empleados. Un caso de éxito es la plataforma NUBIA, con la que SCO mejora el despliegue de proyectos del grupo EULEN.

- **Cartografía y catastro (6% s/ventas 2022):** presencia en España y Latinoamérica con un equipo de c.40 empleados. SCO ofrece soluciones para la obtención y explotación de información geográfica. Ha desarrollado dos soluciones propias: (i) Mapstorm (plataforma en la nube de publicación y producción de información cartográfica de forma colaborativa, y que se comercializa bajo modalidad SaaS) y (ii) MapHurricane

(aplicación en la nube, que toma como base Mapstorm; genera información catastral que se integra en la cadena de producción de la actividad de catastro de la sociedad).

La contratación es con administraciones públicas nacionales e internacionales. SCO es una de las pocas empresas homologadas por SEGIPSA (sociedad que se encarga de la actualización y mantenimiento del catastro en España). Un caso de éxito es la producción del mapa topográfico de varias regiones de Marruecos. La compañía tiene otros proyectos en Ecuador, Bolivia, Costa Rica... .

Ventaja competitiva: una base de clientes fidelizada sobre la que construir el crecimiento

La ventaja competitiva que tiene SCO con respecto a potenciales competidores es:

- **Base de clientes “ya” instalada:** los más de 50 años de trayectoria en el sector de SCO, le ha permitido desarrollar una amplia base de clientes gracias a un enfoque de relación a l/p. Lo que lleva a la compañía a conocer en profundidad las necesidades y la forma de trabajar de sus clientes, implicando un alto coste de cambio para estos. Por ejemplo, el 10% de los clientes de la línea de negocio de administración de nóminas y personal tiene una antigüedad de más de 20 años y el 40% de más de 15 años. Todo ello implica un riesgo comercial bajo en relación con su sector.

Estrategia de crecimiento inorgánico: foco en compañías rentables y sinérgicas que complementen la actual oferta de servicios de SCO

La compañía tiene como objetivo crecer inorgánicamente. SCO ha creado su propio departamento de M&A para analizar las posibles oportunidades. En los últimos años se han adquirido tres compañías:

- Adquisición de SIGEA (pago en efectivo) en 2019 (en febrero 2021 se fusiona con SCO con efecto contable 2020). Esta adquisición ha permitido aumentar la velocidad de despliegue del área de ciberseguridad y adquirir capital humano con un elevado nivel de especialización en esta rama de actividad.
- En octubre 2022 adquirió SE Programa en Windows S.L por EUR 0,75 Mn (financiado 40% con deuda y 60% recursos propios) más un earnout. Compañía especializada en soluciones de infraestructuras wifi para empresas y servicios de seguridad.
- En febrero de 2023 SCO adquirió el 76,87% de la sociedad portuguesa ELO Sistemas de Informacao LDA (ELO-SI) por EUR 1,4Mn (financiado vía ampliación de capital). Sobre el 23% restante del capital la compañía se ha reservado una opción de compra en función de un múltiplo EBITDA y la evolución del negocio para 2027. ELO está especializada en proveer soluciones y servicios de control de presencia, gestión de control de accesos y recopilación de datos de campo. Tiene más de 600 clientes y 28 empleados. Esta adquisición le permite ampliar su base de clientes y hacer cross-selling de las soluciones complementarias de ambas compañías.

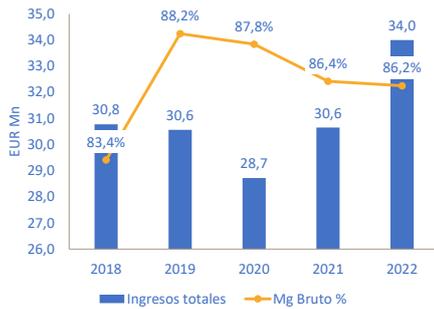
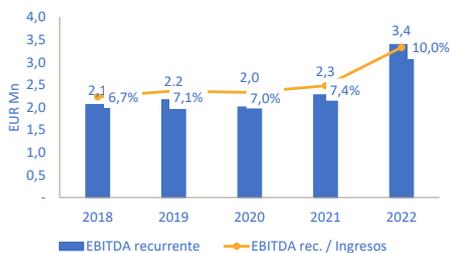
Lo que “dice” el pasado más reciente (-5y): crecimiento rentable en ingresos y múltiplo DN/EBITDA Recurrente de 1,3x (2022)

Si analizamos la evolución de las principales métricas (ventas, margen bruto, EBITDA Rec...) (Ver tabla 1) de los ejercicios 2018 – 2022, el negocio de SCO se ha caracterizado por:

Tabla 1. Principales métricas 2018-2022

EUR Mn	2018	2019	2020	2021	2022
Total ingresos	30,8	30,6	28,7	30,6	34,0
Cto. Total ingresos		-0,6%	-6,1%	6,7%	10,9%
Margen Bruto	25,7	27,0	25,2	26,5	29,3
Margen Bruto (s/Ingresos)	83,4%	88,2%	87,8%	86,4%	86,2%
Operating expenses	(23,6)	(24,8)	(23,2)	(24,2)	(25,9)
% o/revenues	-76,7%	-81,1%	-80,8%	-79,0%	-76,3%
EBITDA recurrente	2,1	2,2	2,0	2,3	3,4
EBITDA rec. / Ingresos	6,7%	7,1%	7,0%	7,4%	10,0%
EBITDA	2,2	2,3	2,1	2,4	3,5
EBITDA / Ingresos	7,0%	7,5%	7,4%	7,7%	10,2%
EBIT	1,7	1,2	0,9	1,6	2,7
EBIT / Ingresos	5,5%	3,9%	3,3%	5,2%	7,9%

Gráfico 8. Evolución ingresos y margen bruto


Gráfico 9. Evolución EBITDA Recurrente

Tabla 2. Evolución Deuda Neta

EUR Mn	2018	2019	2020	2021	2022
Préstamos y otras deudas LT	2,0	7,5	6,5	4,8	3,6
Préstamos y otras deudas ST	4,6	3,6	1,2	1,8	3,2
Caja	(2,3)	(0,4)	(2,5)	(1,6)	(2,4)
Deuda Neta	4,3	10,7	5,3	5,0	4,5
Deuda Neta/EBITDA Rec.	2,1x	4,9x	2,6x	2,2x	1,3x

Tabla 3. Principales accionistas.

Nombre	% Capital
D. José Carlos Suárez García	14,4%
D. Antonio Suárez García	10,8%
D. Enrique Suárez García	8,6%
Dña. María Purificación Suárez García	6,8%
D. Luis Suárez García	6,6%
D. Guillermo Suárez García	6,4%
D. Tomás Reinares Fernández	5,9%
D. Manuel Angel Busto Riego	5,4%
Autocartera	7,9%
Directivos	6,2%
Otros miembros familia Suárez García	8,4%
Free Float	12,6%
Total	100%

- **Capacidad de crecer en ingresos (solo "lastrados" por la paralización temporal de una línea de negocio y la pandemia).** En el año 2019 y 2020 las ventas caen por: (i) la división de cartografía y catastro deja de facturar hasta 2021 por el retraso y la paralización de la licitación pública por la pandemia. Periodo en el que la compañía aprovecha para invertir en soluciones (con el objetivo de crecer internacionalmente) y (ii) por el impacto de la pandemia en la línea de negocio de consultoría y software. En 2020 los ingresos caen únicamente c.6% vs 2019, gracias a la resiliencia de ciertas líneas de ingresos como la gestión de personal y nóminas (2020 puede verse como una demostración de la defensividad del modelo de negocio de SCO).

En el 2021 se recuperan los niveles de actividad de 2019 (EUR 30,6Mn) para acelerar el crecimiento en 2022. Año en el que las ventas crecen un 10,9% hasta alcanzar los EUR 34,0Mn. Este incremento se explica por el crecimiento en las líneas de negocio de administración de nóminas y personal (11% vs 2021), cartografía y catastro (117% vs 2021) e Infraestructuras, sistemas y servicios TI (10% vs 2021).

- **Rentabilidad:** a pesar del descenso en los últimos años del margen bruto (por el cambio en el mix de negocio y la coyuntura económica actual), el margen EBITDA Recurrente alcanza el 10,0% en 2022 (vs 6,7% en 2018). Todo ello, además, de que la compañía ha invertido en su estructura para adaptarla a volúmenes de ingresos superiores a los actuales. Por debajo de EBITDA encontramos: (i) la amortización, que aumenta en 2019 por la creación del fondo de comercio por la fusión entre SCO y Ocseres y por la adquisición de SIGEA (amortización en 10 años) y (ii) gastos capitalizados en el año 2021 y 2022 por un importe de EUR 0,3Mn y EUR 0,2Mn respectivamente.
- **Con una deuda neta de EUR 4,5Mn en 2022 (1,3x DN/EBITDA Recurrente):** SCO cierra 2022 con un múltiplo de 1,3x DN/EBITDA Recurrente (vs 4,9x en 2019) (Ver tabla 2) reflejando la buena posición de balance en la que se encuentra la compañía para crecer. La mayoría de la deuda que tiene SCO es con entidades de crédito (EUR 2,7Mn a largo plazo y EUR 3,2Mn a corto plazo).
- **Y con capacidad de generar FCF Recurrente.** El FCF Recurrente de SCO en el año 2022 se sitúa en EUR 1,4Mn (vs EUR 0,1Mn 2021). Con, (i) impacto por capital circulante de EUR -0,6Mn, (ii) Capex de inmovilizado material e intangible de EUR -0,7Mn (2,1% s/ventas vs 1,9% de los comparables) (iii) impuestos por EUR -0,5Mn e (iv) impacto por resultado financiero de EUR -0,1Mn.

Gráfico 10. FCF Recurrente por año 2019-2022


Un accionariado controlado por la familia Suárez García (c.62%). Lo que asegura una plena alineación de intereses con el mercado. Free Float c.13%

Sin participación de inversores institucionales, la familia Suárez controla de forma directa e indirecta cerca de un c.62% del capital de SCO, prevaleciendo la participación de José Carlos Suárez (consejero delegado desde 2018 y consejero desde 2000) con un 14,36% y Antonio Suárez (presidente del consejo desde 2018 y consejero desde 2008) con el 10,77% del capital, Enrique Suárez García (8,56%) y María Purificación Suárez García (6,84%) (Ver tabla 3).

En conclusión, ¿Qué es SCO hoy? Esencialmente una tecnológica con bajo riesgo comercial y con capacidad (probada) de crecer rentablemente

Hoy en día, podemos decir que SCO es una empresa tecnológica española con cuatro principales líneas de negocio: (i) la externalización de la gestión de nóminas y personal y (ii) Infraestructuras, sistemas y servicios de TI, (iii) Consultoría y desarrollo de software y (iv) cartografía y catastro (por su proyección en LATAM). Donde el equity story apunta a un modelo

que busca un salto en tamaño (orgánico, M&A y sinergias de ingresos) sin estresar la rentabilidad del negocio y con bajo riesgo. Este equity story pivota sobre los siguientes pilares:

- Base de clientes instalada y una imagen de marca fuerte (en el norte de España) como resultado de la larga trayectoria de la compañía.
- Una estrategia de inversión y desarrollo de negocio a largo plazo en la que prima la rentabilidad y el bajo riesgo de ejecución.
- Escalabilidad: una vez desarrollados los productos o externalizado el proceso del cliente la estructura es escalable, con efecto teóricamente en márgenes.
- Capacidad real de generar FCF Recurrente positivo (estable) y con un nivel de deuda neta conservador.
- Capacidad de crecer vía M&A rentable. Lo que supone un acelerador del crecimiento (velocidad). El M&A visto hasta ahora apunta a adquisiciones sensatas: fácil encaje en el modelo de producto/estrategia de la compañía. Y sin perder el foco en la rentabilidad.

La transformación digital: driver de crecimiento constante y de largo recorrido

SCO desarrolla su actividad en el sector tecnológico, específicamente en el subsector de la tecnología de la información y comunicación. Las compañías tecnológicas no suelen tener una sola línea de negocio/producto, sino que cubren diferentes capas de servicios. La compañía tiene cinco líneas de negocio: (i) administración de personal y de nómina (ii) Infraestructuras, sistemas y servicios de TI, (iii) consultoría y desarrollo de software, (iv) transformación digital y (v) cartografía y catastro. Todo ello permite a SCO ofrecer un servicio integral.

A pesar del escenario macroeconómico actual, marcado por la inestabilidad de las cadenas de suministro, la inflación desatada y la guerra de Ucrania, las empresas continuarán invirtiendo en tecnología los próximos años según la consultora IDC. Ya que consideran que las inversiones en tecnología son un medio para obtener/mantener ventajas competitivas, así como para proporcionar soluciones a los retos que van surgiendo en el mercado.

En estudio realizado en 2019 por Accenture (consultando a 8.300 ejecutivos), mostraba que las compañías clasificadas en el 10% superior (empresas que adoptaron nuevas tecnologías en la organización) tenían una tasa de crecimiento que duplicaba al de las compañías rezagadas (el 25% de las compañías clasificadas en la parte inferior). En 2021 el mismo estudio mostraba que las compañías mejor clasificadas habían aumentado su ventaja y crecían 5 veces más que las rezagadas. En 2021 la adopción de tecnología (automatización, datos, nube, infraestructura de TI, IA...) de los encuestados se situaba en el 93% vs 76% en 2019.

Mercado global de TI: crecimiento sostenido impulsado por factores estructurales

La consultora Gartner estima que el gasto global en TI alcance los USD 4.500Bn en 2023, lo que supondría un 2,4% de crecimiento con respecto al año 2022. El mercado de TI puede dividirse en (i) sistemas de centros de datos, (ii) software (iii) dispositivos (iv) servicios de TI y (v) servicios de comunicaciones. El crecimiento esperado para 2023 será desigual, destacando software y servicios de TI que se espera crezcan un 9,3% y un 5,5% respectivamente. Mientras que dispositivos (PC, impresoras...) se espera que decrezca un 5,1% (Ver tabla 4).

Tabla 4. Previsión del gasto mundial en TI

(USD Mn)	2022	2022 Crec. %	2023e	2023e Crec. %
Sistemas de centros de datos	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%
Total TI	4.385.270		4.491.471	

Fuente: Gartner

Uno de los factores más importantes, y que está lastrando/retrasando algo el crecimiento de las compañías, es la fuerte competencia por la contratación del, cada vez más escaso, personal cualificado. Los trabajadores cualificados se están moviendo a aquellas compañías proveedoras de tecnología y servicios que son capaces de cubrir sus expectativas salariales (crecientes), las oportunidades de desarrollo y las perspectivas de carrera. Lo que está impulsando el mercado de servicios informáticos, ya que las empresas recurren a personal externo para la implantación y soporte. Para 2023 Gartner espera que el gasto en consultoría alcance los USD 265Bn (+6,7% vs 2022).

Si ponemos el foco en América Latina (expansión natural para muchas empresas españolas) la consultora IDC espera un crecimiento del 2,1% del PIB de la región en 2023 vs un crecimiento del 12% para los servicios en la nube, redes, almacenamiento y servicios profesionales. El crecimiento para tecnologías como la inteligencia artificial, aprendizaje automático o robótica se espera sea del 69% en 2023.

Respecto a las tendencias a nivel global de fusiones y adquisiciones en el sector tecnológico, vemos que éste se apoya/busca factores estructurales de crecimiento a largo plazo. El proceso de digitalización y de innovación de las compañías para adaptarse a un entorno cada vez más cambiante no va a desaparecer. Según PwC el entorno macro actual va a hacer que en 2023 haya una mayor cautela al apostar por operaciones de M&A. Aunque se espera que, dado la coyuntura actual, las empresas que estén provistas de liquidez aprovechen las oportunidades que ofrezca el mercado.

Las tendencias que moverán el sector según la consultora son: (i) Software, al tener un modelo de negocio con ingresos más predecibles y crecientes (por ejemplo, SCO desarrolla soluciones para la obtención y explotación de información geográfica): un segmento que está experimentando un fuerte crecimiento a medida que las empresas se transforman digitalmente y (ii) Servicios de TI, como la ciberseguridad, devOps, desarrollo de software y transformación digital. La escasez de talento empujara a las empresas a realizar adquisiciones. Y los ingresos recurrentes generados por las propuestas de servicios gestionados y la reventa de soluciones software as a service están haciendo que las empresas de servicios de TI resulten más atractivas para los inversores. En los gráficos 11 y 12 se observa claramente el crecimiento tanto en volumen de operaciones como en el valor de éstas desde la pandemia. Recuperando ya en el 2H 2022 el nivel medio de los últimos años.

Gráfico 11. N° de transacciones a nivel global

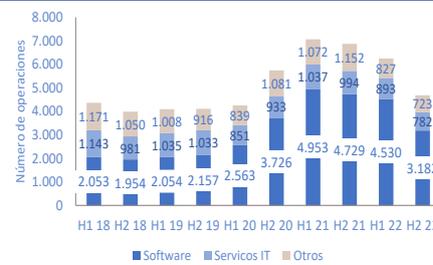
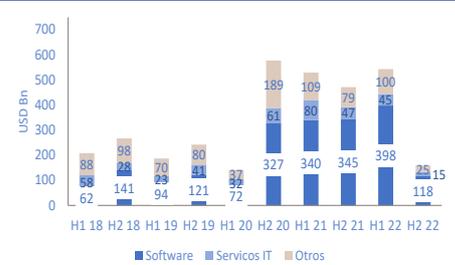


Gráfico 12. Valor de las transacciones



Fuente: PwC

Nota: Otros incluye semiconductores, internet, hardware y otras tecnologías

Algunas transacciones recientes realizadas por los comparables de SCO, y poniendo el foco en operaciones de tamaño reducido (Ver tabla 5), se han realizado a bajos múltiplos: EV/EBITDA 8,7x (media) y a EV/EBITDA 8,1x (mediana).

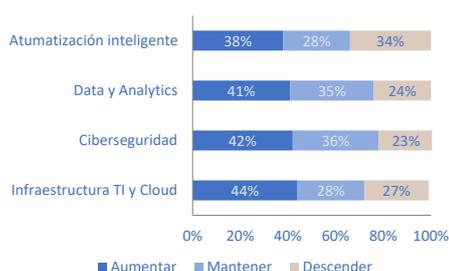
Tabla 5. Transacciones comparables

Comprador	Fecha	País	Target	% adquisición	Valor (M€)	EV/EBITDA
Gigas Hosting S.A	sep.-22	España	Tpartner Network Services S.L	100%	13,4	7,5x
Altia Consultories S.A	jul.-22	España	Bibomática Sociedad Anónima	100%	24,0	9,1x
Altia Consultories S.A	jul.-22	España	Wairbut S.A	100%	5,4	6,8x
Izertis S.A	jun.-22	España	Sidertia Solutions S.L	100%	15,6	7,4x
Izertis S.A	abr.-22	España	3ASIDE Consultores S.L	100%	4,3	12,8x
Izertis S.A	ago.-20	España	Solid GEAR Projects S.L	100%	1,2	8,6x

Fuente: Crowe

Según Capgemini, la inversión en tecnología aumentará en los próximos 12-18 meses (Ver gráfica 13), cuando: (i) el 39% de las organizaciones encuestadas planea incrementar la inversión en tecnología, (ii) un porcentaje similar mantendrá su nivel de actual de inversión, (iii) en conjunto la inversión se estima que aumente un 7% y (iv) el 72% de los ejecutivos encuestados planea invertir en tecnología para reducir costes a largo plazo.

Gráfico 13. Planes de inversión en tecnología de los ejecutivos encuestados



Fuentes: Capgemini

En Europa, IDC espera que el gasto en TIC (Tecnologías de la información y comunicación) alcance EUR 1.200Bn en 2023 y que sobrepase los EUR 1.400Bn en 2026 (TACC +5,4% 2021 – 2026). En 2023 se espera que crezca un 4,2% vs 2022, principalmente impulsado por los países escandinavos y el Reino Unido. Al igual que a nivel global, el software será el segmento del sector tecnológico que más crezca.

Accenture, en su informe "Accelerating Europe's path to reinvention", resalta que las compañías europeas están menos avanzadas en el uso de la tecnología para la creación de valor. Menos de la mitad de las compañías se encuentra por encima de la media a nivel global en cuanto a la penetración y al dominio de tecnologías. Este diferencial está lastrando el avance

de la transformación digital. Lo que resalta el camino que queda por hacer. Pero que representa una oportunidad para aquellas compañías que impulsan la transformación digital.

Gráfico 14. Mercado TI español 201

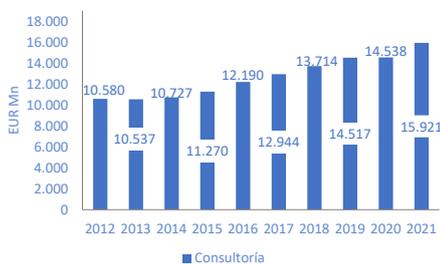


Fuentes: Ametic e IDC

Si ponemos el foco en España (donde opera principalmente SCO), según IDC el mercado de TI ha cerrado 2022 en EUR 51.700Mn (+4,2% vs 2021; TACC +2,5% 2016 – 2022). Y se espera que crezca a una TACC 2023 – 2026 del +3,9%. Para 2023 se estima que el 40% de los ingresos provengan de la venta de productos y servicios digitales.

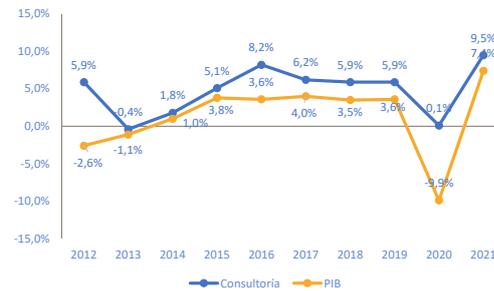
Por otro lado, los ingresos del sector consultoría en España han crecido por encima del PIB (Ver gráfica 16) durante todo el periodo 2012 – 2021, mostrando una capacidad estructural de crecimiento, empujada por la necesidad de las compañías de digitalizarse. En 2021 obtuvieron unos ingresos de EUR 15.900Mn (vs EUR 10.600Mn en 2012) (Ver gráfica 15), según la Asociación Española de Empresas de Consultoría (AEC).

Gráfico 15. Sector de consultoría español



Fuentes: AEC

Gráfico 16. Crecimiento sector consultoría vs crec. del PIB España (a precios corrientes)



Fuente: Asociación española de empresas de consultoría.

Las empresas de consultoría ofrecen a sus clientes una amplia variedad de servicios que se agrupan en tres categorías: (i) consultoría, (ii) desarrollo e integración y (iii) outsourcing. La consultoría ha pasado de representar el 16,3% de los ingresos (2012) al 21,7% en 2021. Por otro lado, el outsourcing aumentó su peso del 42,1% (2012) al 48,1% en 2021. Mientras que los servicios de desarrollo e integración han reducido su peso del 41,6% (2012) al 30,2% en 2021 (Ver gráfico 17).

Gráfico 17. Evolución pesos por tipología de negocio sobre ingresos totales de consultoría

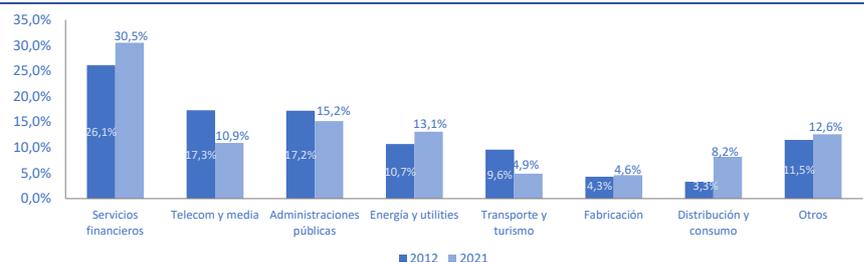


Fuentes: AEC

Si nos centramos en la evolución del subsector del outsourcing, éste ha mantenido una tendencia al alza (TACC +6,2% 2012 – 2021). El principal driver de crecimiento es la externalización de actividades que no forman parte del negocio core de las empresas, y que pueden ser desarrollados por otras de forma más eficiente. Como, por ejemplo, la externalización de nóminas y recursos humanos (de elevada recurrencia). En 2021 los ingresos de servicios de outsourcing alcanzaron EUR 7.700Mn. Que se pueden distribuir en: (i) servicios de gestión de aplicaciones (EUR 3.900Mn; 51,2% del total), (ii) outsourcing de tecnologías de la información (EUR 2.300Mn; 30,6%) y outsourcing de servicios de negocio (EUR 1.400Mn; 18,2%).

Entre los sectores que más demandan los servicios de consultoría en 2021, destacan: (1) servicios financieros (en 2012 también ocupaba la primera posición), (2) administraciones públicas (ocupaba la tercera posición en 2012) (3) energía y utilities (ocupaba la 4 posición en 2012) y (4) Telecomunicaciones y media (en 2012 ocupaba la segunda posición) (Ver gráfica 18).

Gráfico 18. Demanda de servicios de consultoría por sector



Fuentes: AEC

Agenda digital europea: objetivos para 2030

Con la agenda digital europea 2030, la Comisión Europea ha establecido un itinerario para impulsar la transformación digital. Donde algunos de los objetivos son: (i) incrementar las capacidades digitales de los ciudadanos y alcanzar los 20Mn de especialistas en el sector TIC para 2030, (ii) la transformación digital de las empresas, fomentando y apoyando la utilización de la nube y la IA, y aumentando la financiación para duplicar los unicornios en la UE, (iii) infraestructuras digitales seguras y sostenibles y (iv) la digitalización de los servicios públicos.

Para alcanzar estos objetivos la Comisión Europea está poniendo en marcha proyectos plurinacionales que podrían: (i) combinar las inversiones del presupuesto de la UE y (ii) apoyar un mercado único digital interconectado, interoperable y seguro.

En España, con la agenda Digital 2026 (actualización del plan inicial de la agenda España Digital publicado en 2020), se quiere encauzar el proceso de transformación digital con la puesta en marcha de ocho planes digitales específicos, entre los que se encuentran: (i) Plan Nacional de Competencias Digitales (presupuesto de EUR 3.600Mn) (ii) Plan de Digitalización de PYMES (EUR 5.000Mn) (iii) Plan de Digitalización de las Administraciones Públicas (EUR 3.200Mn) y (iv) Plan Nacional de Ciberseguridad (EUR 1.000Mn).

En conclusión, el sector TIC viene impulsado por una tendencia estructural y de largo plazo: la transformación digital. Y que, además, es transversal, afectando al sector público y privado. A compañías grandes y pequeñas. A todos los sectores

El proceso de transformación digital es una palanca de innovación tecnológica y desarrollo empresarial que permite la modernización económica y el progreso social. Desde el punto de vista del sector, las principales tendencias y retos que marcarán su evolución son:

- **Transformación digital:** la pandemia ha mostrado a las compañías, más que nunca, la importancia de la digitalización. El avance de las tecnologías está permitiendo a empresas y mercados transformar sus modelos de negocio (por ejemplo. nuevas formas de potenciar negocios digitalmente). Lo que está provocando que las compañías se muevan cada vez más rápido, exigiendo a los competidores una capacidad de adaptación/reacción muy alta. Haciendo que el entorno competitivo se vuelva cada vez más dinámico. Es decir, las compañías han pasado a convivir en un entorno “digitalmente exigente”.
- **Mercado muy competitivo y fragmentado.** El número de compañías de tecnología de la información en España ha pasado de 15.000 en 2016 a 18.000 en 2021 (TACC +2,9% 2016 – 2021) según la Asociación de Industria Digital vs una TACC de los ingresos en el mismo periodo del +2,5%. El mercado de TI español es muy intenso en fusiones y adquisiciones debido a su gran fragmentación y a las continuas innovaciones tecnológicas.
- **Desarrollo/competencia por el talento:** el proceso de transformación de las empresas demanda nuevo talento, ya que generalmente el talento interno no está preparado, aumentando la competencia por éste.
- **Cooperación público-privada:** aumento de los presupuestos destinados a la inversión en tecnología para acelerar la transformación digital y mantener la competitividad de las empresas europeas.

En definitiva: el sector TI ha encontrado en la transformación digital un driver de crecimiento (muy obvio y muy potente) para los próximos años. Un driver en el que convergen el interés público por su desarrollo (financiación, regulación) y el interés/necesidad del sector privado por su aprovechamiento. Teóricamente, el “mejor de los mundos”.

Fuerte crecimiento en ingresos (+18,1% TACC 2022-2025e). Y mejora progresiva de márgenes.

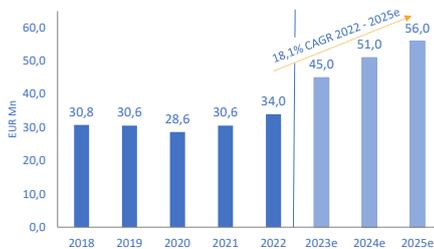
Los resultados de 2022 mostraron: (i) crecimiento en ingresos del 10,9%, impulsado por las líneas de negocio de cartografía y catastro (+117% vs 2021), administración de nóminas y personal (+11% vs 2021) e Infraestructuras, sistemas y servicios TI (+10% vs 2021) (ii) Una mejora del margen EBITDA Recurrente hasta el 10,0% (vs 7,4% en 2021) gracias al elevado apalancamiento operativo (iii) capacidad de generar FCF Recurrente de EUR 1,4Mn (vs EUR 0,1Mn 2021) y (iv) una reducción del múltiplo de Deuda Neta/EBITDA Rec a 1,3x (vs 2,2x en 2021).

Ahora, nos hacemos las siguientes preguntas: ¿Cuál es la capacidad de crecimiento orgánico del negocio? ¿Qué niveles de rentabilidad podrían alcanzarse en un escenario favorable? ¿y en un escenario estresado? ¿Cuál es la capacidad de generación de caja recurrente de SCO?

Capacidad de acelerar el crecimiento en ingresos (+18,1% TACC 2022 – 2025e) ...

Nuestro escenario central para el período 2023e-2025e contempla un crecimiento de los ingresos hasta alcanzar un nivel de EUR 56,0Mn al final del período (+18,1% TACC 2022-2025e; sin incluir crecimiento no orgánico, a excepción de la adquisición de ELO-SI de febrero 2023, y que aporta 2,3 p.p de la TACC). Aunque dada las características del sector (muy fragmentado e intensivo en M&A), la posición de deuda neta (EUR 4,5Mn; 1,3x DN/EBITDA Rec. 2022) y la capacidad de generar FCF Rec., prevemos que en el periodo proyectado podrían realizarse más adquisiciones (no incluidas en nuestros números). ¿Cuáles creemos que van a ser los principales motores de este crecimiento? Por líneas de negocio:

Gráfico 19. Evolución de los ingresos totales



- Administración de personal y de nóminas (NRH):** estimamos un crecimiento de c.+18,0% orgánicamente en 2023e hasta los EUR 13,8Mn gracias a: (i) el crecimiento en nuevos clientes (compañías de más de 400 empleados en Portugal y España) 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, y (ii) por el incremento del precio de la solución. La compañía tiene comprometidos EUR 1,3Mn para la mejora y la evolución tecnológica de la aplicación para los próximos años. Por otro lado, la adquisición en febrero de 2023 de ELO-SI va a permitir crecer en el mercado portugués (y poder hacer venta cruzada de las soluciones). Prevemos que esta adquisición tenga un impacto en ventas en 2023e de EUR c.2,7Mn. Y las ventas totales se situarían en EUR 16,5Mn. Esperamos que se alcance un nivel de ingresos de EUR 19,4Mn en 2025e (+18,4% TACC 2022 – 2025e). El peso de la línea de negocio se mantendría estable en el 35% en 2025e (vs 34% en 2022).
- Infraestructuras, sistemas y servicios de TI (ISS):** Estimamos un crecimiento del 19,0% para 2023e (EUR 12,8Mn) principalmente por nuevos clientes. En esta línea de negocio destaca: (i) el fuerte peso del contrato del Centro de Servicios informáticos de la administración del Principado de Asturias que se ha renovado automáticamente hasta (posiblemente) finales de 2023e (EUR 3,5Mn), momento en el que se tendrá que renovar por 4+2 años (riesgo “teórico” de pérdida del cliente; c.13% s/ventas totales 2022) pero “mitigado” por la relación como cliente de SCO desde hace mucho años, (ii) el fuerte crecimiento proyectado en el área de ciberseguridad (c.6% s/ingresos de esta línea) gracias a los vientos de cola sectoriales y a las adquisiciones realizadas en los años previos y (iii) el pipeline de contratos con probabilidad de firma. En definitiva, en conjunto esperamos ventas de EUR 14,8Mn en 2025e (11,2% TACC 2022 – 2025e). El peso de la línea de negocio pasaría a representar el 26% en 2025e (vs 32% en 2022).
- Consultoría y desarrollo de software (CYS):** estimamos un crecimiento del c.12% para el año 2023e alcanzando EUR 8,7Mn gracias a la exposición a un segmento con elevadas tasas de crecimiento estructural en los últimos años. La mayoría de los ingresos prevemos provengan del servicio de consultoría y desarrollo de software para la agricultura y ganadería. En 2025e se alcanzarían unas ventas totales de EUR

Gráfico 20. Evolución de ingresos por línea de negocio



10,0Mn (+9,0% TACC 2022 – 2025e). Esta línea de negocio perdería peso hasta representar en 2025e el 18% de las ventas totales (vs 23% 2022).

- **Transformación digital (STD):** crecimiento estimado del +15,0% en 2023e alcanzando los EUR 2,1Mn de ventas. Los principales drivers de crecimiento de esta línea de negocio son: (i) reselling de las licencias de Sage (como SaaS; incrementando la recurrencia del negocio), con la que tienen una alianza estratégica. SCO está intentando que sus clientes migren a esta solución (de mayor precio y margen) y (ii) incremento del precio de las soluciones propias instaladas en los clientes. Las ventas 2025e serían de EUR 2,4Mn (+10,1% TACC 2022 – 2025e). El peso en el mix de ingresos caería al 4% (vs 5% en 2022).
- **Cartografía y catastro (CYC):** la línea de más crecimiento. Para 2023e preveemos un crecimiento de c.+150% pasando de EUR c.2,0Mn en 2022 a EUR c.5,0Mn en 2023e. En esta línea de negocio la compañía tiene mucha visibilidad (por la cartera de pedidos) en 2023e. Algunos de los drivers de crecimiento son (i) “puesta al día” de la licitación pública que se retrasó por la pandemia, tanto internacional como nacional (ii) contrato (octubre de 2022) de EUR 3,7Mn y de 7 meses de duración para la actualización catastral de 7 municipios en Colombia. La cifra de ventas que se alcanzaría en 2025e sería de EUR 9,3Mn (+67,6% TACC 2022 – 2025e) ganando mucho peso dentro del mix de ingresos: 17% en 2025e (vs 6% en 2022).

En definitiva, crecimiento de doble dígito medio/alto en casi todas las líneas de negocio de la compañía. La única línea de negocio que experimentaría un crecimiento muy significativo sería cartografía catastro. Lo que provocaría un cambio en el mix de ingresos en el periodo 2023e-2025e y empujaría las ventas totales hasta los EUR 56,0Mn (+18,1% TACC 2022 – 2025e).

Lo que subyace tras estos números es la estrategia de la compañía y que pivotaría sobre dos pilares:

- Salto de escala (gradual), y que habría empezado a materializarse (incipientemente) en 2022. Pero que será realmente visible en el periodo 2023e-2025e (“doblando” ingresos).
- Crecimiento internacional: todavía con escaso peso en el mix (<10%) pero que en 2022 ya “asoma” como un argumento creíble de crecimiento de ingresos (especialmente en el área de Cartografía y Catastro).

Gráfico 21. Evolución mix de ingresos 2022 – 2025e

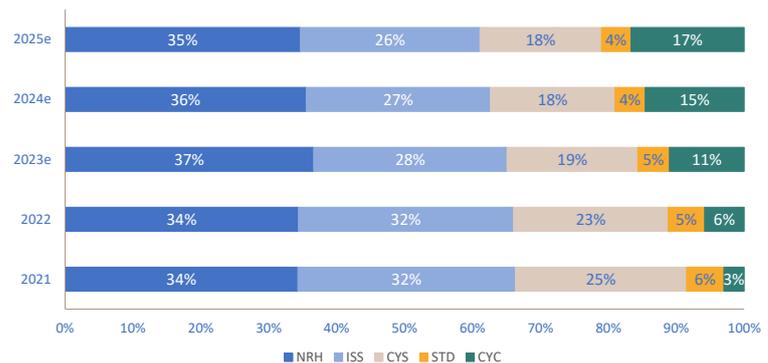
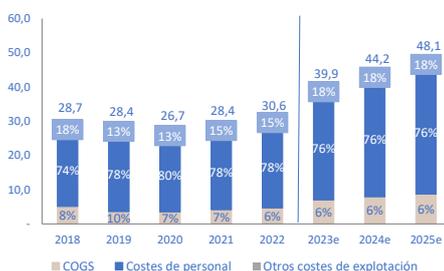


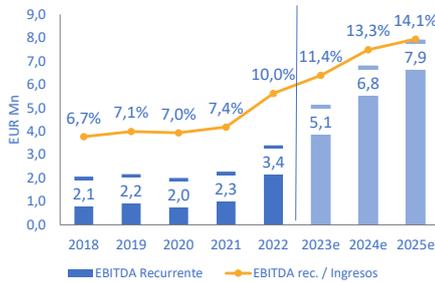
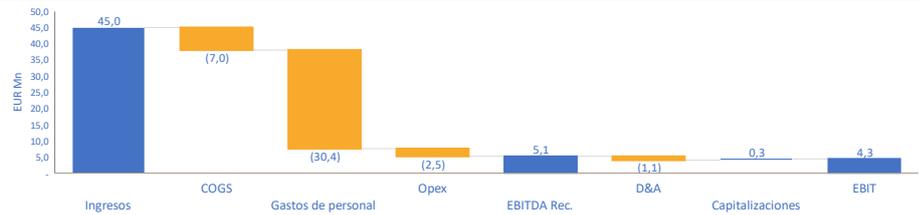
Gráfico 22. Estructura de costes



... con una mejora progresiva del EBTIDA Recurrente hasta el 14,1% en 2025e

En 2023e estimamos un incremento de los gastos de estructura hasta los EUR 32,9Mn (vs +26,9% 2022), derivados de un gasto de personal de EUR c.30,4Mn (26,9% vs 2022, 67,5% s/ventas 2023e), relacionados con mano de obra indirecta y EUR 2,5Mn de otros costes de explotación (27,0% vs 2022, 5,6% s/ventas). El “salto” de estructura se explica esencialmente por el fuerte crecimiento, la adquisición de principios de año y por la presión en salarios en el sector tecnológico. Gracias a la capacidad del negocio de software (producto propio) proyectamos un apalancamiento operativo progresivo para el periodo 2023e – 2025e.

Para los años 2024e y 2025e, nuestras estimaciones asumen una mejora progresiva del EBITDA Recurrente hasta alcanzar un 14,1%. Que junto con el salto en ingresos es uno de los pilares del Equity Story de SCO: confirmar el salto en rentabilidad apoyado en la “teórica” capacidad del negocio de apalancarse en su estructura. Lo realmente interesante de este punto es que el

Gráfico 23. EBITDA Recurrente (32,4% TACC 2022 – 2025e)

Gráfico 24. De ingresos hasta EBIT 2023e


ROCE vs WACC: creación de valor “probada” y (aún más importante, creciente)

Por otro lado, si analizamos el retorno sobre el capital empleado (excluyendo el inmovilizado financiero), el año 2021 sería un punto de inflexión: ROCE 13% vs 6% en 2020). Y que aumentaría hasta un 37% en 2025e de cumplirse nuestras estimaciones de crecimiento orgánico, solo explicado por el carácter de negocio poco intensivo en capital (y capaz de crecer fuertemente en ingresos). Lo que también conlleva un riesgo competitivo: muy claro en un sector sometido permanentemente al estrés de la disrupción tecnológica.

Si asumimos una WACC del 10,5%, la compañía habría generado sistemáticamente un ROCE por encima del coste de capital a excepción de 2020. El diferencial ROCE-WACC aparece elevado (2021 y 2022) por lo que el margen para reaccionar incrementando inversión, y garantizar así, una posición competitiva óptima es amplio. Lo que hace creíble el modelo de negocio y vuelve a incidir en la idea recurrente de estar ante una tecnológica de bajo riesgo.

Tabla 6. Evolución del retorno sobre el capital empleado

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROCE	11%	6%	13%	22%	31%	35%	37%

Nota: hemos excluido del capital empleado el inmovilizado financiero.

Alcanzando un beneficio neto de EUR 5,2Mn en 2025e

Estimamos un coste de la deuda del 7% (el coste a fecha de este informe). Aunque con bajo endeudamiento (DN/EBITDA 2023 1x) y la capacidad de generar caja no estimamos un impacto significativo por gasto financiero. La creciente exposición a Latinoamérica incrementaría el riesgo de tipo de cambio (derivado de la actividad de cartografía y catastro principalmente), aunque este riesgo sería poco significativo hasta 2025e.

El Beneficio Neto estimado para 2023e es de EUR 3,0Mn. Para 2024e y 2025e proyectamos un Beneficio Neto de EUR 4,3Mn y EUR 5,2Mn respectivamente. La probabilidad de ver crecimiento vía M&A es alta, pero no contemplada en estos números.

Free Cash Flow: el crecimiento en EBITDA empujará la generación de caja...

El ratio de circulante se sitúa en el 9,5% de los ingresos 2022, esencialmente por cuentas a cobrar de EUR 8,5Mn (vs EUR 8,0Mn en 2021; impactado por el método de reconocimiento de ingresos y por el peso de las administraciones públicas en el mix de ingresos). Estimamos un incremento en la ratio para los siguientes años debido al aumento del peso en el mix de negocio de las administraciones públicas, entre otras razones por el fuerte crecimiento esperado en las ventas de cartografía y catastro (Activo circulante/Ventas medio del c. 13% para 2023e-2025e).

Estimamos un CAPEX medio (2023e – 2025e) cercano a EUR c.0,8Mn (ligeramente superior a 2022; CAPEX 2022 EUR 0,7Mn). En 2022, la inversión total (incluyendo gastos capitalizados de I+D y CAPEX) ascendió al 2,8% s/Ingresos. Para 2023e, estimamos un gasto capitalizado de EUR 0,3Mn y CAPEX de EUR 0,9Mn (ratio de Inversión total del 2,6% s/Ingresos 2023e).

Nuestro escenario central recoge una generación de FCF Recurrente positivo en 2023e de EUR 1,0Mn (20% s/EBITDA recurrente; FCF Rec. yield 2,8%) que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 3,9Mn en 2025e (FCF Rec. yield 2025e 10,8%).

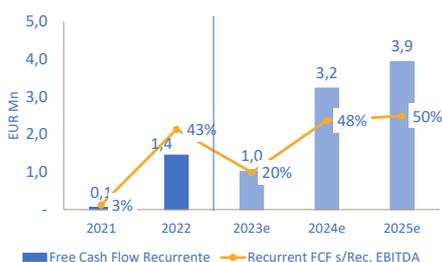
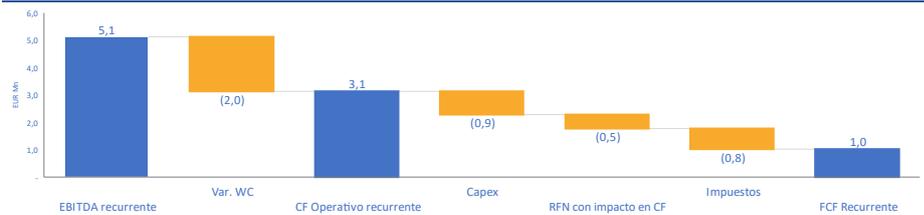
Gráfico 25. Evolución FCF Recurrente y % s/EBITDA Recurrente


Gráfico 26. De EBITDA Recurrente a FCF Recurrente 2023e

Gráfico 27. Evolución deuda neta y múltiplo DN/EBITDA Recurrente


... lo que inevitablemente tendrá su reflejo en la Deuda Neta, llegando a posición de caja neta en 2025e. Lo que revela la capacidad de inversión de SCO

A cierre de 2022, la deuda neta de SCO se redujo en EUR 0,5Mn hasta los EUR 4,5Mn (DN/EBITDA Recurrente 2022: 1,3x). Deuda esencialmente bancaria.

Las métricas de apalancamiento se mantendrán en niveles muy conservadores en 2023e (nivel de DN/EBITDA Recurrente 2023e de 1,1x). La generación de caja estimada permitirá reducir los niveles de deuda neta hasta una posición de caja neta en 2025e. Lo que deja la puerta abierta a seguir creciendo vía M&A (y que supone un acelerador del crecimiento).

En conclusión, alto crecimiento en ingresos (18,1% TACC 2022 – 2025e) y mejora continuada de márgenes. La posición de balance hace que la opción de crecimiento vía M&A sea creíble

La “foto” actual es la de una compañía TIC en un sector con crecimiento sostenido a largo plazo (ver epígrafe de Industria), gracias al empuje de la transformación digital, acentuada por la pandemia. Nuestras estimaciones (2023e - 2025e) pivotan sobre:

- Crecimiento en ingresos (18,1% TACC 2022 – 2025e). Donde las líneas de negocio que serán clave son cartografía y catastro (67,6% TACC 2022e-2024e) y administración de personal y nóminas (18,4% TACC 2022 - 2025e; impactada por la adquisición de inicios de 2023e). El crecimiento se apoya en la entrada en nuevos mercados tanto nacionales como internacionales gracias entre otros a: (i) soluciones propias, (ii) reventa de soluciones Sage y (iii) crecimiento a largo plazo del área de ciberseguridad (que todavía representa un % pequeño de las ventas).
- Capacidad de seguir aprovechando el apalancamiento operativo de una estructura ya creada, y orientando el crecimiento hacia las áreas con mayor margen y que ganan peso en el mix (cartografía, nóminas y personal).
- Aumento de la generación de FCF Recurrente (empujado por la mejora del EBITDA Recurrente). Donde pensamos que será clave: (i) la mejora en la gestión del capital circulante, y (ii) optimizar el nivel de CAPEX crítico en un sector en el que las compañías deben “nadar y guardar la ropa” (evitando el riesgo del FCF negativo; pero evitando también el riesgo de la obsolescencia de sus soluciones).
- Una posición balance ya sana en origen (2022). Y que se fortalece aún más a lo largo del período, dejando abierta la vía de la inversión para crecer tanto orgánicamente como, sobre todo, vía M&A.

En definitiva, ¿qué dicen nuestros “números”? ¿cuál es la idea y nuestra visión de la compañía? Tras un período poco representativo (2018-2021) del potencial de crecimiento real de SCO, 2022 puede ser considerado el paradigma de lo que compañía ofrece al inversor a medio y largo plazo.

- Una cartera de productos/servicios altamente diversificada, lo que necesariamente conlleva un modelo de negocio de menor riesgo.
- Dos oportunidades “nuevas” de crecimiento y que están sugeridas en los números de 2022: el despegue de Cartografía (tras el marasmo de 2019 y 2020) y la aceleración del crecimiento internacional (irrelevante hasta ahora en el mix de ingresos).
- Capacidad de crecimiento orgánico medio del 10-15% (ya visible/tangible en 2022).

- Una opción real de volver a cerrar operaciones satisfactorias/sensatas de M&A que supongan un acelerador del crecimiento. La operación de febrero-2023 (compra de ELO-SI) permite impulsar el crecimiento potencial este año (llevándolo a c.+30%). El M&A es un argumento obvio en SCO: EBITDA recurrente positivo, baja posición de DN (1,3x EBITDA) y generación de caja sistemáticamente positiva. En un sector en el que la consolidación es constante. Y la compra de compañías una vía lógica (y con frecuencia barata) de crecer. Lo lógico es ver más adquisiciones.

Como se ve, todos los argumentos anteriores son de ingresos. Que son la única incógnita. Y convierten 2023 en un año clave para entender si, como esperamos, lo visto en 2022 tiene continuidad, y el crecimiento orgánico puede estabilizarse en niveles cercanos al +11%. Esta es la gran idea detrás de nuestras estimaciones. La de una compañía que ya habría entrado (desde 2022) en un período de alto crecimiento de ingresos. Pero que todavía parece “velado”.

El hecho de que preveamos una fortísima mejora de márgenes y EBITDA Recurrente (EBITDA Rec/Ventas del 10% 2022 al 14,1% 2025) no dejan de ser consecuencias “matemáticas” de la estimación de ingresos. Y siendo llamativas y muy positivas, no es donde hay que mirar. Toda la atención debe estar en la evolución de los ingresos. El resto (márgenes, EBITDA, FCF positivo, baja deuda) se consigue “tirando de ese hilo”. Nuestras estimaciones dicen que el “velado” potencial de ingresos de SCO se hace realmente visible desde este año.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,0	3,6	4,2	53,3			
Market Cap	36,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	4,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					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)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,1%	5,5%	
Risk free rate (rf)	3,3%	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	
Coste del Equity	11,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,9%	12,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	89,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	10,9%	D			=	=	
WACC	10,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,4%	11,7%	
G "Razonable"	2,5%				2,5%	2,0%	

(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 Factset	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	4.015,0	11,4	10,8%	6,7	8,5%	0,8	4,6%	12,0%	7,6%	13,8%
ADP	ADP-US	80.725,8	26,4	10,6%	18,3	9,3%	5,1	6,5%	27,7%	5,1%	15,5%
Indra	IDR-ES	2.118,1	10,5	8,8%	5,1	6,8%	0,5	4,3%	10,6%	9,8%	10,2%
Izertis	IZER-ES	196,2	28,2	n.a.	10,4	17,6%	1,4	18,2%	13,4%	0,1%	n.a.
Capgemini	CAP-FR	28.858,0	14,6	10,4%	8,8	9,2%	1,4	6,6%	15,9%	6,7%	13,1%
Altia	ALC-ES	220,1	15,2	n.a.	9,3	n.a.	1,0	n.a.	10,4%	6,0%	n.a.
SAP	SAP-DE	151.548,3	23,4	17,1%	16,8	14,0%	4,8	8,8%	28,7%	3,3%	23,7%
AECOM	ACM-US	10.303,4	22,1	17,1%	13,9	7,2%	2,0	n.a.	14,5%	5,4%	6,6%
Comparables			19,0	12,5%	11,1	10,4%	2,1	8,2%	16,6%	5,5%	13,8%
SCO	SCO-ES	36,5	12,0	30,5%	7,9	24,3%	0,9	11,5%	11,4%	2,8%	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%	7,5	5,4x
Central	13,3%	6,8	6,0x
Min	12,0%	6,1	6,6x

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		
	1,4%	1,6%	1,8%		Max	Central	Min
7,5	4,0	3,9	3,8	Max	10,9%	10,7%	10,4%
6,8	3,3	3,2	3,1	Central	9,1%	8,9%	8,6%
6,1	2,7	2,6	2,5	Min	7,3%	7,0%	6,8%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Competencia y riesgo comercial:** la industria donde opera SCO se encuentra de por sí muy fragmentada, lo que puede suponer un riesgo comercial de pérdida de clientes y/o presión en precios y márgenes, por aparición de competidores con una tecnología más atractiva, lo que puede conllevar una reducción en la facturación esperada. Una desaceleración del 5% del crecimiento orgánico esperado en ingresos (manteniendo mismo margen bruto en términos relativos y costes de estructura) en 2023e implicaría una reducción del 28,1% en EBITDA recurrente.
- 2. Disrupción tecnológica:** el negocio de SCO depende directamente de productos y servicios esencialmente tecnológicos, lo que se traduce en la necesidad permanente de actualización del producto para hacer frente a su obsolescencia. Los cambios tecnológicos anticipados por los clientes pueden afectar a la demanda en el medio y largo plazo. Y la capacidad de respuesta de SCO a los mismos es en sí misma, un riesgo.
- 3. Incremento de las necesidades de CAPEX.** Dado que las soluciones tecnológicas están desarrolladas, estimamos que SCO no requerirá de un CAPEX significativo en el medio plazo. No obstante, dadas las continuas disrupciones tecnológicas, se podría dar la situación de tener que aumentar el CAPEX para adaptarse a las tendencias del mercado y las necesidades de los clientes.
- 4. Elevada exposición a las administraciones públicas:** la elevada exposición del negocio a las administraciones públicas españolas (37% s/ventas 2022) tiene impacto en el circulante de SCO, ya que el periodo medio de pago de estas es más elevado.
- 5. Gestión del capital circulante:** en 2022 la partida de clientes de balance ascendía a EUR c.8,5Mn, el 25% s/ventas (vs c.8,0Mn en 2021; 26% s/ventas), de forma que, si los clientes experimentasen dificultades económicas o incumpliesen parcial o totalmente sus compromisos contractuales, el cobro de las facturas y efectos podrían verse afectado negativamente (impactando en la generación de FCF por consumo de capital circulante). Lógicamente, este riesgo se ve minorado por el peso en la cartera de clientes de las Administraciones Públicas (c.1/3 s/Ingresos 2022).
- 6. Elevada concentración de clientes:** en el 2022 los 5 primeros clientes del grupo representaron cerca del 42% del importe neto de la cifra de negocio consolidado (vs 43% en 2021). La pérdida total o parcial de estos clientes tendría un impacto significativo en el nivel de ventas.
- 7. Alta concentración de la actividad en España:** las ventas procedentes de la actividad generada en España supusieron el 93% en el 2022 (vs 94% en 2021). Una ralentización en la economía española podría tener un impacto significativo en el negocio.
- 8. Un menor apalancamiento operativo del esperado:** Nuestras estimaciones consideran una reducción de los costes fijos de estructura (asumiendo que una pequeña parte de esta es de naturaleza variable) hasta llevar el total (gastos de personal + otros costes de explotación) al 73,1% s/ingresos en 2023e (vs 76,3% en 2022). Mantener los gastos de estructura en el 76,3% reduciría el margen EBITDA rec. 2023e hasta el 8,2% (vs c.11,4 % estimado). Lo que implicaría una contracción del EBITDA rec. 2023e estimado del 27,9%.
- 9. Mala disciplina en M&A:** tanto el momento económico actual, como la dinámica específica del sector (tendente a la concentración), abrirán oportunidades de crecimiento no orgánico a corto y medio plazo. Parte de la estrategia de crecimiento de la compañía se basa en el crecimiento inorgánico. Lo que en sí mismo implica un riesgo en la elección de la compañía a adquirir. El interés generalizado en el sector por la compra de pequeños actores con capacidad de crecimiento puede conllevar un aumento en la competencia en los procesos de M&A, con riesgo de destrucción de valor al elevar los precios.

Un consejo de administración en manos de la familia Suárez García. Y con un tercio de consejeros independientes

Tabla 7. Consejo de Administración

	Cargo	Carácter	Nombramiento
D. Antonio Suárez García	Presidente	Dominical	2008
D. José Carlos Suárez García	Consejero Delegado	Ejecutivo	2000
D. Tomás Reinares Fernández	Secretario Consejero	Dominical	1975
D. Ruperto Iglesias García	Consejero	Otro externo	2022
D. Luis Pardo Cespedes	Consejero	Independiente	2022
D. Max Federico Gosch Riaza	Consejero	Independiente	2022

Tabla 8. Principales accionistas

Nombre	% Capital
D. José Carlos Suárez García	14,4%
D. Antonio Suárez García	10,8%
D. Enrique Suárez García	8,6%
Dña. María Purificación Suárez García	6,8%
D. Luis Suárez García	6,6%
D. Guillermo Suárez García	6,4%
D. Tomás Reinares Fernández	5,9%
D. Manuel Angel Busto Riego	5,4%
Autocartera	7,9%
Directivos	6,2%
Otros miembros familia Suárez García	8,4%
Free Float	12,6%
Total	100%

SCO se fundó en 1969 entre otros, por Tomás Reinares, actual secretario del Consejo con un 5,9% del capital de SCO. El capital de la compañía está controlado por la familia Suárez García (c.62% del capital). Destacan José Carlos Suárez (consejero delegado desde 2018 y consejero desde 2000) con un 14,4% y Antonio Suárez (presidente del Consejo desde 2018 y consejero desde 2008) con el 10,8% del capital. SCO cotiza en BME Growth desde diciembre de 2022.

- Un Consejo de Administración con alta exposición al precio de la acción.** SCO tiene un Consejo de Administración compuesto por 6 miembros (Tabla 7), controlando directamente c.31% del capital de la compañía. El Consejo estará compuesto por un mínimo de tres y un máximo de diez miembros. De los 6 miembros uno es ejecutivo (José Carlos Suárez, consejero delegado; aunque dominical *de facto*), dos dominicales (presidente y secretario del consejo), 2 independientes y otro consejero externo. La duración del cargo de consejero es de 4 años, pudiendo ser reelegidos por periodos de igual duración sin límite de mandatos.
- Independencia de sus comisiones** La Comisión de Auditoría está presidida e integrada mayoritariamente por consejeros independientes (el 66,7% del total).
- Retribución del Consejo de Administración.** Los consejeros por el desempeño de sus funciones tienen derecho a percibir una retribución: (1) fija que asciende a EUR 1.800 brutos más gastos por cada asistencia al Consejo y actualizable anualmente al IPC y (2) una retribución variable que consiste en: (i) una cantidad conjunta para todos (a partes iguales) del 8% sobre el resultado de explotación de las cuentas anuales auditadas, cuando se haya repartido dividendo, y (ii) acciones de la sociedad por un importe total máximo de EUR 0,4Mn anuales (1,2% del número de acciones al precio actual de mercado). La retribución variable no procederá para los consejeros independientes o cuando formen parte de la comisión de auditoría. La retribución total del consejo en 2022 fue de EUR 0,2Mn (vs EUR 0,1Mn en 2021).
- Retribución de la alta dirección.** Los miembros del comité de dirección (11) tienen (i) una retribución fija anual y (ii) una retribución variable complementaria en efectivo en función del resultado anual de la sociedad. Por otro lado, para el comité y otros mandos intermedios hay acordado un plan de remuneración en acciones en función del resultado de la compañía. La retribución total del comité de dirección en 2022 fue de EUR 1,2Mn (vs EUR 1,1Mn en 2021; c.5% s/gastos de personal).
- Retribución al accionista.** No existe obligación estatutaria de reparto de dividendo de la compañía. No obstante, la compañía tiene la intención de repartir a futuro un 20% de los beneficios que se generan anualmente, aunque dependerá de factores como los resultados de la compañía, la situación financiera, necesidades de tesorería... En 2021 la compañía repartió un dividendo de EUR 0,2Mn y de EUR 0,5Mn en 2022. Para el 2023e estimamos un pay-out del 20% (EUR 0,6Mn; EUR c.0,1 por acción).
- Conflictos de interés.** No hay transacciones materiales con partes vinculadas con la "propiedad" en la contratación de proveedores/clientes. Ni tampoco en las decisiones de inversión de la compañía.
- Política ESG.** La compañía cuenta con las siguientes políticas aprobadas por el Consejo: (i) de seguridad de la información, (ii) de gestión de servicios, (iii) medioambiental y (iv) seguridad y salud en el trabajo. Además, desde 2014 tiene en marcha el proyecto Nóminas Solidarias, con el que la compañía realiza una donación anual (por ejemplo, al banco de alimentos) en función de su crecimiento.

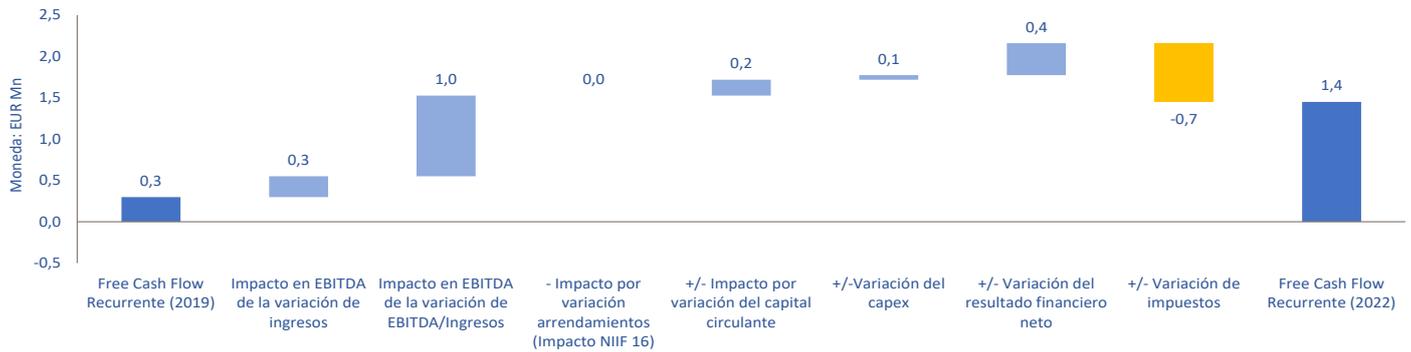
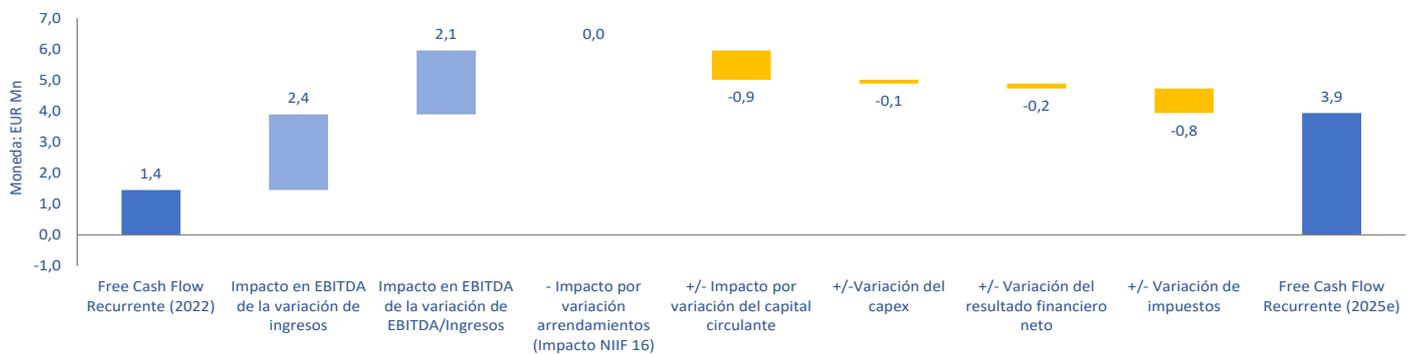
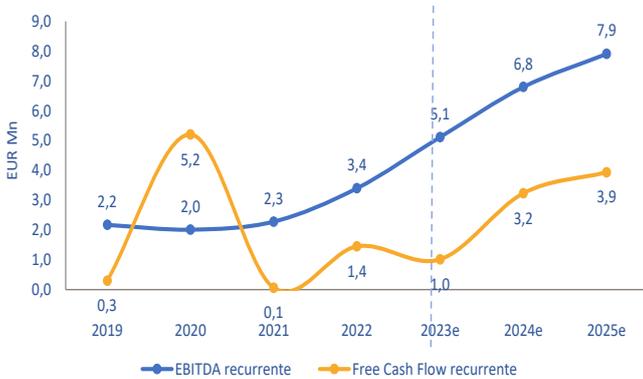
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,3	0,6	0,4	0,2	0,3	1,6	1,4	1,2		
Inmovilizado material	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,8	2,2	2,5		
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	12,6	14,2	16,0		
Total activo	14,0	20,4	14,5	15,2	16,3	20,7	22,1	23,7		
Patrimonio neto	3,3	3,5	3,7	3,9	5,4	7,9	11,3	15,4		
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	5,4	3,1	0,2		
Pasivo circulante	6,4	6,2	5,4	6,2	6,4	7,4	7,7	8,1		
Total pasivo	14,0	20,4	14,5	15,2	16,3	20,7	22,1	23,7		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	30,8	30,6	28,7	30,6	34,0	45,0	51,0	56,0	2,5%	18,1%
<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>32,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>9,7%</i>		
Coste de ventas	(5,1)	(3,6)	(3,5)	(4,2)	(4,7)	(7,0)	(7,9)	(8,7)		
Margen Bruto	25,7	27,0	25,2	26,5	29,3	38,0	43,1	47,3	3,4%	17,3%
<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>84,5%</i>	<i>84,5%</i>	<i>84,5%</i>		
Gastos de personal	(21,3)	(22,1)	(21,4)	(22,1)	(23,9)	(30,4)	(33,6)	(36,4)		
Otros costes de explotación	(2,3)	(2,7)	(1,8)	(2,1)	(2,0)	(2,5)	(2,7)	(3,0)		
EBITDA recurrente	2,1	2,2	2,0	2,3	3,4	5,1	6,8	7,9	13,3%	32,5%
<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>50,5%</i>	<i>32,9%</i>	<i>16,3%</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>11,4%</i>	<i>13,3%</i>	<i>14,1%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-	-		
EBITDA	2,2	2,3	2,1	2,4	3,5	5,1	6,8	7,9	12,7%	31,6%
Depreciación y provisiones	(0,5)	(1,1)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,3)	(1,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,7	1,2	0,9	1,6	2,7	4,3	5,8	6,7	12,0%	36,0%
<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>60,7%</i>	<i>35,0%</i>	<i>16,0%</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>9,6%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,5)	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,5)	(0,5)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,6	0,7	0,5	1,0	2,6	3,8	5,3	6,5	12,8%	36,2%
<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>48,2%</i>	<i>41,0%</i>	<i>20,8%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,6	0,7	0,5	1,0	2,6	3,8	5,3	6,5	12,8%	36,2%
Impuestos	(0,3)	0,2	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,1)	(1,3)		
<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	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,3	0,9	0,4	0,5	1,9	3,0	4,3	5,2	9,7%	40,3%
<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>62,2%</i>	<i>41,0%</i>	<i>20,8%</i>		
Beneficio ordinario neto	1,2	0,6	0,3	0,6	1,8	3,0	4,3	5,2	10,5%	41,7%
<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>66,8%</i>	<i>41,0%</i>	<i>20,8%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						5,1	6,8	7,9	13,3%	32,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,0)	(1,2)	(1,6)		
Cash Flow operativo recurrente						3,1	5,6	6,3	30,0%	31,6%
CAPEX						(0,9)	(0,8)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,5)	(0,3)		
Impuestos						(0,8)	(1,1)	(1,3)		
Free Cash Flow Recurrente						1,0	3,2	3,9	23,5%	39,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(1,4)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,4)	3,2	3,9	22,8%	47,0%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,6)	(0,9)	(1,0)		
Variación de Deuda financiera neta						1,0	(2,4)	(2,9)		

Los estados financieros de 2018 – 2020 corresponden a la matriz, pero no son consolidados (la variación es mínima). Para los años 2021 – 2022 sí que son consolidados.

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
EBITDA recurrente	2,2	2,0	2,3	3,4	5,1	6,8	7,9	16,1%	32,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	5,2%	-7,4%	13,4%	49,0%	50,5%	32,9%	16,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	7,1%	7,0%	7,4%	10,0%	11,4%	13,3%	14,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	4,1	(0,5)	(0,6)	(2,0)	(1,2)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,4	6,1	1,7	2,8	3,1	5,6	6,3	26,9%	31,6%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	141,7%	345,5%	-71,3%	59,5%	12,8%	77,7%	13,7%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	4,5%	21,1%	5,7%	8,2%	7,0%	10,9%	11,3%		
- CAPEX	(0,8)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,4)	(0,6)	(0,1)	(0,5)	(0,5)	(0,3)		
- Impuestos	0,2	(0,2)	(0,5)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,3)		
= Free Cash Flow recurrente	0,3	5,2	0,1	1,4	1,0	3,2	3,9	69,2%	39,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	106,8%	n.a.	-98,9%	n.a.	-30,1%	218,6%	21,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,0%	18,1%	0,2%	4,3%	2,3%	6,3%	7,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,0)	(0,2)	0,4	0,1	(1,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,3	5,0	0,5	1,2	(0,4)	3,2	3,9	63,2%	47,0%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	106,3%	n.a.	-90,9%	170,7%	-131,2%	935,9%	21,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,8%	14,3%	0,2%	4,0%	2,8%	8,9%	10,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,8%	13,8%	1,3%	3,4%	n.a.	8,9%	10,8%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(4,4)	0,3	5,2	0,1	1,4	1,0	3,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,0)	(0,1)	0,1	0,2	1,1	0,7	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,1	(0,0)	0,1	0,9	0,6	1,0	0,4		
= Variación EBITDA recurrente	0,1	(0,2)	0,3	1,1	1,7	1,7	1,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,5	4,9	(4,6)	(0,1)	(1,4)	0,8	(0,3)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	4,6	4,7	(4,3)	1,0	0,4	2,4	0,8		
+/- Variación del CAPEX	(0,3)	0,5	(0,3)	(0,1)	(0,1)	0,0	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,1	(0,2)	0,5	(0,4)	0,0	0,2		
+/- Variación de impuestos	0,5	(0,4)	(0,3)	0,0	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4,7	4,9	(5,1)	1,4	(0,4)	2,2	0,7		
Free Cash Flow Recurrente	0,3	5,2	0,1	1,4	1,0	3,2	3,9		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	1,2	0,9	1,6	2,7	4,3	5,8	6,7	31,2%	36,0%
* 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)	(0,9)	(1,2)	(1,3)		
EBITDA recurrente	2,2	2,0	2,3	3,4	5,1	6,8	7,9	16,1%	32,5%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,8)	4,1	(0,5)	(0,6)	(2,0)	(1,2)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,4	6,1	1,7	2,8	3,1	5,6	6,3	26,9%	31,6%
- CAPEX	(0,8)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,6	5,5	0,7	1,3	1,4	3,6	4,2	31,5%	45,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	114,6%	824,6%	-87,3%	93,9%	5,8%	152,9%	15,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,9%	19,1%	2,3%	4,0%	3,2%	7,1%	7,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,0)	(0,2)	0,4	0,1	(1,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	0,6	5,3	1,1	1,1	0,0	3,6	4,2	25,2%	54,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	114,0%	821,1%	-79,5%	3,7%	-97,9%	n.a.	15,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,5%	13,5%	1,7%	3,3%	3,5%	8,9%	10,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	1,4%	13,1%	2,7%	2,8%	0,1%	8,9%	10,3%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)

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

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	36,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	4,5	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	40,5	

Anexo 4. Principales comparables 2023e

EUR Mn		Sopra Steria	ADP	Indra	Izertis	Capgemini	Altia	SAP	AECOM	SCO
Datos	Mercado	SOP-FR	ADP-US	IDR-ES	IZER-ES	CAP-FR	ALC-ES	SAP-DE	ACM-US	SCO-ES
	Ticker (Factset)	France	United States	Spain	Spain	France	Spain	Germany	United States	Spain
	País	4.015,0	80.725,8	2.118,1	196,2	28.858,0	220,1	151.548,3	10.303,4	36,5
	Market cap	4.532,5	82.137,7	2.157,5	217,9	31.949,7	213,4	150.883,6	12.055,3	40,5
	Enterprise value (EV)	5.626,0	16.217,0	4.008,6	156,8	22.889,9	222,0	31.357,4	5.977,3	45,0
Información financiera básica	Total Ingresos	10,3%	8,6%	4,1%	22,9%	4,1%	4,8%	1,6%	-49,8%	32,4%
	Cto.Total Ingresos	4,6%	6,5%	4,3%	18,2%	6,6%	n.a.	8,8%	n.a.	11,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	676,0	4.484,5	426,5	21,0	3.634,6	23,0	9.001,5	868,4	5,1
	EBITDA	22,6%	14,8%	10,3%	27,2%	5,4%	10,6%	21,5%	10,8%	47,5%
	Cto. EBITDA	8,5%	9,3%	6,8%	17,6%	9,2%	n.a.	14,0%	7,2%	24,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	12,0%	27,7%	10,6%	13,4%	15,9%	10,4%	28,7%	14,5%	11,4%
	EBITDA/Ingresos	496,0	4.035,7	324,3	12,3	2.974,5	19,4	8.722,4	744,0	4,3
	EBIT	31,4%	17,3%	13,1%	37,0%	8,9%	12,8%	58,2%	17,4%	60,7%
	Cto. EBIT	7,2%	9,2%	8,3%	33,9%	9,8%	n.a.	14,1%	9,0%	25,1%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,8%	24,9%	8,1%	7,8%	13,0%	8,7%	27,8%	12,4%	9,6%
	EBIT/Ingresos	302,6	3.070,7	203,8	7,1	1.936,8	14,1	6.184,5	466,5	3,0
	Beneficio Neto	22,1%	15,1%	18,6%	64,8%	25,2%	14,6%	170,8%	32,5%	62,2%
	Cto. Beneficio Neto	12,5%	9,2%	10,0%	40,4%	10,5%	n.a.	15,5%	10,4%	30,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	1,5%	1,5%	1,5%	10,2%	1,5%	n.a.	3,3%	1,8%	1,9%
	CAPEX/Ventas	304,7	4.108,4	208,3	0,2	1.929,1	13,1	5.009,9	561,4	(0,4)
	Free Cash Flow	435,8	473,7	(78,4)	41,6	1.703,5	10,5	(1.689,0)	1.239,5	5,4
Deuda financiera Neta	0,6	0,1	n.a.	2,0	0,5	0,5	n.a.	1,4	1,1	
DN/EBITDA (x)	31,0%	54,9%	25,7%	0,0%	30,1%	24,4%	38,2%	10,6%	20,0%	
Pay-out	P/E (x)	11,4	26,4	10,5	28,2	14,6	15,2	23,4	22,1	12,0
Múltiplos y Ratios	P/BV (x)	1,9	n.a.	1,9	3,8	2,6	n.a.	3,3	4,4	4,6
	EV/Ingresos (x)	0,8	5,1	0,5	1,4	1,4	1,0	4,8	2,0	0,9
	EV/EBITDA (x)	6,7	18,3	5,1	10,4	8,8	9,3	16,8	13,9	7,9
	EV/EBIT (x)	9,1	20,4	6,7	17,8	10,7	11,0	17,3	16,2	9,4
	ROE	16,4	118,8	17,8	13,4	17,8	n.a.	14,1	19,9	45,5
	FCF Yield (%)	7,6	5,1	9,8	0,1	6,7	6,0	3,3	5,4	2,8
	DPA	4,63	4,02	0,30	0,00	3,43	0,05	2,02	0,35	0,06
	Dvd Yield	2,4%	2,1%	2,5%	0,0%	2,1%	1,6%	1,6%	0,5%	1,7%

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).

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid
T: +34 915 904 226
institodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (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 o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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
04-May-2023	n.a.	3,80	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andres Abad

