

Company Update

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 7.94

closing price as of 12/12/2022

Target price: EUR 10.70

from Target Price: EUR 9.70

Upside/Downside Potential 34.7%

Reuters/Bloomberg

IZER.MC/IZER SM

Market capitalisation (EURm) 196

Current N° of shares (m) 25

Free float 28%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) 9

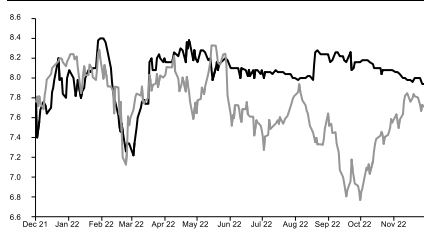
Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) 32.73

Price high/low 12 months 8.40 / 7.22

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) -1.73/-3.64/0.00

Key financials (EUR)	12/21	12/22e	12/23e
Sales (m)	65	91	125
EBITDA (m)	7	11	16
EBITDA margin	11.2%	12.5%	12.5%
EBIT (m)	2	4	7
EBIT margin	2.6%	4.3%	5.2%
Net Profit (adj.)(m)	0	2	3
ROCE	3.2%	5.5%	8.3%
Net debt/(cash) (m)	14	34	40
Net Debt Equity	0.4	1.0	1.2
Net Debt/EBITDA	2.0	2.9	2.6
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	8.5	7.6	6.2
EV/Sales	3.0	2.5	1.8
EV/EBITDA	26.9	19.6	14.8
EV/EBITDA (adj.)	26.9	19.6	14.8
EV/EBIT	nm	57.8	35.4
P/E (adj.)	nm	nm	nm
P/BV	5.8	6.2	5.7
OpFCF yield	0.4%	3.6%	5.0%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	0.02	0.06	0.11
BVPS	1.37	1.29	1.40
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Laren Capital, S.L.U. 56%; Management Team 14%;
Santander AM 1.88%;

Source: FactSet

IZERTIS IBEX 35 (Rebased)

Analyst(s)

Juan Peña

juan.pena@gvcgaesco.es

+34 91 436 78 16

Reason: Estimates revision

13 December 2022

Combinación óptima de crecimiento orgánico e inorgánico

Un año después de nuestro inicio de cobertura revisamos las estimaciones tras un 2022 intenso en cuanto a actividad corporativa en el que se han realizado seis adquisiciones. Una de las bases de la valoración de la compañía es la capacidad para ejecutar crecimiento inorgánico a múltiplos adecuados y por el momento la compañía está realizando esta actividad a la perfección. Estimamos un cierre de FY22 con una fuerte mejora de márgenes gracias al crecimiento de las líneas de negocio de mayor valor añadido.

- ✓ Los **resultados del primer semestre** ya marcaron una primera señal de **mejora de márgenes** muy positiva que estimamos se confirme en los resultados anuales pese a los impactos macro (principalmente en salarios y en costes de proveedores).
- ✓ Preveamos que las **adquisiciones** realizadas durante el año (y en 2021) aportarán c.EUR18m de ingresos mientras que el crecimiento orgánico aportará c.EUR8m (c.+13%) durante el ejercicio, **cumpliendo** con las dos premisas que estimamos en nuestro inicio de cobertura (entre EUR15-20m al año de ingresos procedentes de crecimiento inorgánico y >10% anual de crecimiento orgánico).
- ✓ El **mercado** sigue en **proceso de consolidación** con numerosas operaciones realizadas durante el año. Pensamos que esta tendencia continuará durante los próximos años, impulsada además por el aumento del tamaño de los proyectos y por la escasez de mano de obra cualificada.
- ✓ A nivel **márgenes**, las adquisiciones realizadas en 2022 aportan mayor margen EBITDA al grupo (el total de las seis compras realizadas en 2022 se integran con c.20% de margen) y los negocios de mayor valor añadido (Digital Transformation y Intelligent Infrastructures & Governance) siguen aumentando su peso sobre el total pasando de un 68% en 2021 a un c.75% en FY22, según nuestras estimaciones. **Esperamos que el margen EBITDA normalizado continúe creciendo en los próximos años.**
- ✓ Estimamos que el nivel de **contratación** y de cartera de proyectos de la compañía no sufrirá **ningún impacto** durante la segunda mitad de FY22 y las previsiones para FY23 contemplan un crecimiento similar al observado durante 2022, ya que los clientes no están mostrando restricciones o recortes de alcance de los proyectos a contratar.
- ✓ Debido a la **intensa actividad de M&A** de la compañía, estimamos que la **deuda neta** se situará en c.EUR33m a cierre de FY22 (3.0x DN/EBITDA). Estimamos que el ratio irá descendiendo en los próximos años debido al aumento del EBITDA en mayor proporción que el de la deuda neta. Además, preveamos un descenso de la deuda neta a partir del ejercicio FY24 debido a la fuerte generación de caja de la compañía.
- ✓ En base a todo lo anterior, aumentamos nuestro **precio objetivo** hasta los **EUR10.7 por acción** (+10% vs precio anterior), a pesar de una subida en la WACC (del 8.5% al 9.0%) y bajar la g, optando por un enfoque más conservador. El precio objetivo otorga un **potencial del +35%** sobre precios actuales por lo que reiteramos la recomendación de Comprar.

ÍNDICE

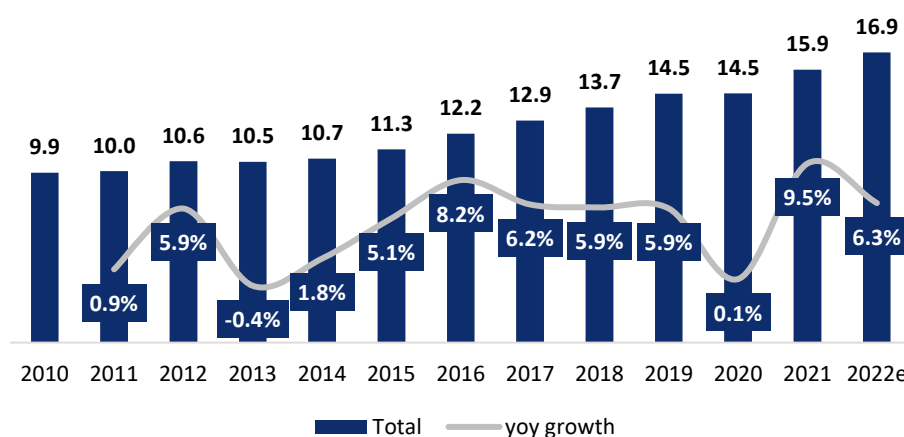
Análisis de mercado	3
Resultados H122	4
Estimaciones 2022-2027	5
Valoración	7
Comparables	8
ESG Focus	9
Conclusión	11

Análisis de mercado

Tal y como se explicó en el informe de inicio de cobertura, la compañía opera en el mercado de la consultoría tecnológica.

La Asociación Española de Empresas de Consultoría (AEC) publica todos los años un informe sobre la situación del sector. El último disponible con datos de 2021 muestra un crecimiento del 9.5% de la actividad (afectado positivamente por el mal dato de 2020 debido al Covid), manteniendo una evolución mejor que el PIB nacional (+5.1%), tal y como viene produciéndose en los últimos años. Para 2022 el organismo estimó un crecimiento del 6.3% para el sector recuperando la senda vista en los últimos años y demostrando la fortaleza del mismo.

Ingresos del sector de consultoría España
2010-2022e (kM€)



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

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

Durante este ejercicio económico han sido muchas las operaciones corporativas realizadas. La más destacada ha sido la compra de Ibermática por parte de Ayesa, creando un gigante de c.EUR600m de facturación. Otras compañías como Vass ha realizado tres adquisiciones durante 2022, AtSistemas ha realizado operaciones y ha anunciado su intención de salir a cotizar a Bolsa... en definitiva el movimiento sectorial ha sido muy intenso durante el ejercicio.

Tal y como se comentó hace un año, esta atomización del mercado hace imprescindible la consolidación del mismo e Izertis está siendo un actor clave en este proceso.

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

En nuestras estimaciones hemos incorporado c.EUR15m de ingresos procedentes de crecimiento inorgánico cada año con un margen EBITDA del 10% y un múltiplo medio de compra situado en EV/EBITDA de 9x.

Resultados H122

En los resultados del primer semestre, la compañía mostró un fuerte crecimiento de ingresos y EBITDA y, lo que es más relevante, una gran mejora del margen hasta el 12.9% marcando máximo histórico, muy por encima de nuestras estimaciones para el año (11.2%) y de las cifras del plan estratégico de la compañía (c.10%). Debido a las numerosas adquisiciones durante el año la deuda neta se situó en EUR31m (3.3x DN/EBITDA).

IZERTIS. POST-H1'22 RESULTS.

EURm	H1'21	H1'22	Δ% y/y
Total income	31.71	41.44	30.7%
Digital Transformation	13.47	18.14	34.7%
Technological Infrastructures & Services	7.76	10.96	41.2%
Business Operations	5.11	6.09	19.1%
Business Solutions	3.86	4.55	17.8%
Others	0.07	0.97	1216.2%
Other income (non operative)	1.44	0.74	-48.9%
Supplies	-8.61	-8.13	-5.6%
Gross margin	23.10	33.31	44.2%
% gross margin	72.8%	80.4%	7.5pp
Personnel costs	-18.41	-25.97	41.1%
Other general costs	-2.00	-2.37	18.4%
Other results	0.05	-0.05	-192.7%
Impairment & Results of sale of assets	0.00	0.00	n.a
EBITDA	2.75	4.93	79.2%
other non recurrent costs	0.31	0.21	-33.6%
Normalized EBITDA	3.06	5.14	67.9%
Normalized EBITDA mg (%)	10.1%	12.9%	2.8pp
EBIT	0.52	1.48	184.3%
Net income	0.07	0.48	548.6%

Source: Izertis & GVC Gaesco Valores

Los ventas netas se incrementaron un +31% con todas las líneas de negocio creciendo muy por encima del 10%. Estimamos que el crecimiento orgánico alcanzó el +12%, por encima de nuestras estimaciones previas de c.+10%. Las líneas de negocio de mayor valor añadido representaron más del 70% de las ventas. Destaca el crecimiento de las líneas de negocio de menor valor añadido tras la reestructuración realizada en los últimos años. El margen bruto de la compañía también crece de manera notable hasta el 80.4% (+7.5pp vs H121) demostrando la capacidad de la compañía para crecer en los negocios más rentables y de mayor valor.

En relación al EBITDA normalizado (excluyendo extraordinarios) el crecimiento es muy notable tanto a nivel reportado (+68%) como a nivel orgánico (+34%, según nuestras estimaciones). Respecto a dicho margen, se sitúa en el 12.9% a cierre de H122, estimando un 12% excluyendo las adquisiciones realizadas durante 2022, lo que tiene dos consecuencias muy relevantes: por un lado, a nivel orgánico el negocio está cada vez generando un margen mayor y por otro lado, las adquisiciones realizadas fortalecen este crecimiento aportando margen incremental, lo que se reflejará en un mayor margen a futuro.

La deuda neta se sitúa en EUR31m (3.3x DN/EBITDA) debido al fuerte ritmo de adquisiciones llevado a cabo por la compañía. Los vencimientos a corto plazo de dicha deuda se elevan a EUR18m, disponiendo la compañía de EUR27m de efectivo y equivalentes, además de líneas de crédito sin disponer.

Estimaciones 2022-2027

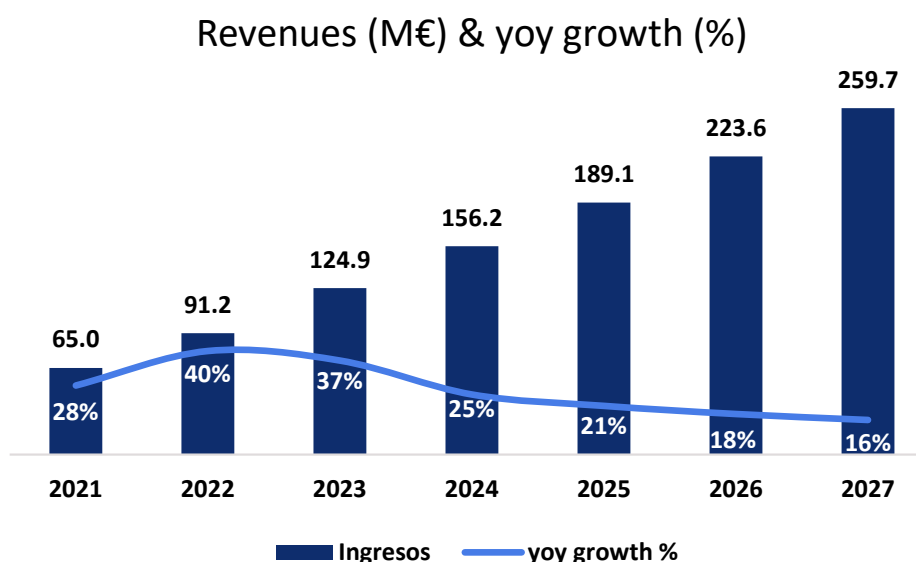
Estimamos que la tendencia observada durante la primera mitad del ejercicio se mantendrá durante el año. Preveemos un margen EBITDA normalizado del 12.5% para FY22 alcanzando los EUR11.4m.

Asumimos que los objetivos operativos marcados en el Plan Estratégico 2023 publicado por la compañía se superarán ampliamente, ya que estimamos un EBITDA normalizado de EUR15.6m en FY23 frente a los EUR12.5m proyectados. Los ingresos estarán en línea con lo anunciado por la compañía (c.EUR125m).

En nuestras proyecciones a partir de 2023, a nivel ingresos se basan en un crecimiento orgánico de c.13-14% en las dos líneas de negocio de mayor valor añadido y del c.6% en las dos líneas de negocio de menor valor añadido, en línea con la proyección del mercado de consultoría.

Adicionalmente, incluimos c.EUR15m de ingresos adicionales anuales procedentes del crecimiento inorgánico con un margen del c.10%.

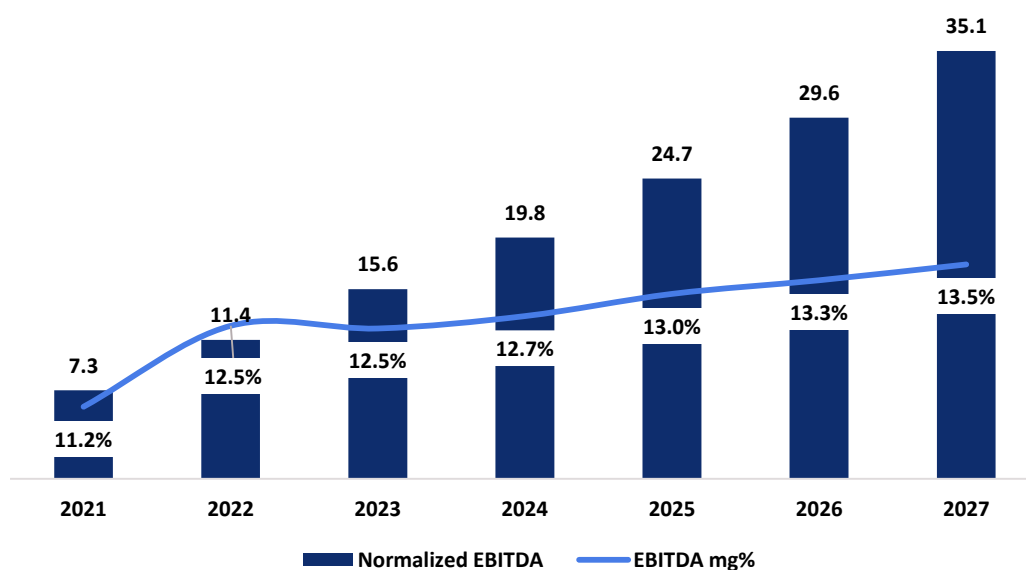
La proyección de ingresos (incluyendo crecimiento orgánico e inorgánico) es la siguiente:



En cuanto a las adquisiciones, la compañía mantiene un modelo mixto de pago que se basa en una parte en efectivo, otra parte en acciones y otra parte diferida en tres años habitualmente. La previsión es cambiar este modelo y reducir el pago en acciones en el futuro manteniendo un pago *up front* en efectivo y un pago diferido en tres años (generalmente 60/40).

A nivel EBITDA, estimamos un crecimiento sostenido del margen en los próximos años hasta un 13.5% en 2027. Este incremento de margen viene conducido por dos vías: por un lado, el incremento de la proporción de los ingresos de mayor valor añadido y por otro lado, por el incremento de los márgenes de los clientes al ir consiguiendo proyectos de mayor tamaño y complejidad. Las dos líneas de negocio de mayor valor añadido pasarán de pesar un c.75% en los ingresos de la compañía en FY22 a un c.88% en FY27e.

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



La intensa actividad compradora realizada durante estos ejercicios provoca que el FCF se mantenga en negativo durante los dos próximos años hasta que en FY24 la fuerte generación de EBITDA permita compensar los gastos de M&A y financieros. Hay que tener en cuenta que la compañía tiene c.50% de su deuda a tipo variable y el impacto de la subida de tipos se verá reflejada a partir del ejercicio FY23 (+EUR1.4m de gastos financieros 2023 vs 2022).

IZERTIS. CF BREAKDOWN (EURm)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA	11.1	15.2	19.5	24.3	29.3	34.8
Organic Capex	-1.6	-1.7	-1.7	-1.9	-2.0	-2.1
M&A Capex (cash)	-17.6	-13.0	-11.3	-13.3	-14.8	-14.8
Finance + Taxes	-2.0	-3.4	-4.2	-5.1	-5.9	-6.7
WC	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.2
FCF	-10.6	-3.3	2.1	4.0	6.8	11.3
/ Sales	-12%	-3%	1%	2%	3%	4%

Source: Izertis & GVC Gaesco Valores Estimates

Durante los últimos meses la compañía ha llevado a cabo varias iniciativas de financiación como la concesión de un préstamo de EUR8m por parte de Crisae (entidad de Banco Sabadell) y las tradicionales emisiones de pagarés a tres meses por EUR10m y EUR8m.

Como consecuencia de todo lo anterior, la foto de deuda neta de la compañía queda tal y como se muestra a continuación:

DEBT NET CALCULATION	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Debt net at closing	33.5	39.9	38.8	38.1	32.9	26.4
EBITDA	11.1	15.2	19.5	24.3	29.3	34.8
DN/EBITDA	3.0x	2.6x	2.0x	1.6x	1.1x	0.8x

Source: Izertis & GVC Gaesco Valores Estimates

Esperamos una reducción de la deuda bruta a partir de 2025 y unos niveles por debajo de 1x en 2027, gracias al fuerte crecimiento del EBITDA y la robusta generación de caja a partir de 2026.

Valoración

En base a todo lo anterior, alcanzamos una valoración de EUR10.7 por acción, con un potencial de c.+35% sobre precios actuales. El peso del valor terminal en la valoración es del 76.8% (vs 87.9% en nuestra valoración anterior) y hemos utilizado una WACC del 9.0% y una g=1.9%. El EV/EBITDA terminal es de 8.9x y el PER27e es de 20.8x.

IZERTIS. DCF VALUATION

CASH FLOW (EURm)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	VR			
Sales	46.3	50.7	65.0	91.2	124.9	156.2	189.1	223.6	259.7	295.0	331.7	370.0	377.1			
EBITDA	4.0	7.7	7.2	11.1	15.2	19.5	24.3	29.3	34.8	40.0	45.2	50.7	52.8			
<i>EBITDA M.</i>	8.6%	15.1%	11.0%	12.2%	12.2%	12.5%	12.9%	13.1%	13.4%	13.5%	13.6%	13.7%	14.0%			
DDA	-3.0	-3.9	-5.6	-7.5	-9.1	-10.5	-11.8	-13.4	-14.8	-16.2	-17.6	-19.1	-19.6			
EBIT	1.0	3.8	1.6	3.6	6.2	9.0	12.5	15.9	20.0	23.7	27.6	31.7	33.2			
<i>Effective tax rate</i>	-29.6%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%			
NOPLAT	1.2	2.8	1.2	2.7	4.6	6.8	9.4	11.9	15.0	17.8	20.7	23.8	24.9			
Depreciation&other provisions	3.0	3.9	5.6	7.5	9.1	10.5	11.8	13.4	14.8	16.2	17.6	19.1	19.6			
Gross Operating Cash Flow	4.3	6.7	6.8	10.2	13.7	17.2	21.2	25.3	29.8	34.0	38.3	42.8	44.5			
Capex	-2.5	-1.6	-3.7	-35.2	-14.7	-13.0	-15.2	-16.8	-16.9	-15.5	-15.2	-14.8	-14.0			
Capex/sales	5.3%	3.2%	5.7%	38.5%	11.8%	8.3%	8.0%	7.5%	6.5%	5.2%	4.6%	4.0%	3.7%			
Change in Net Working Capital	0.2	0.5	-3.4	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.4			
Cash Flow to be discounted	2.0	5.6	-0.3	-25.5	-1.4	4.0	6.0	8.6	13.1	18.8	23.5	28.5	31.0			
DCF VALUATION (EUR m)																
WACC					9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%			
Discount Rate factor					1.00	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.60	0.55	0.50			
Discounted Cash Flow					-1.4	3.7	5.0	6.7	9.3	12.3	14.0	15.6				
Cumulated DCF					-1.4	2.3	7.3	14.0	23.2	35.5	49.5	65.1				
WACC & DCF ANALYSIS																
Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	3.5%												Cumulated DCF	65.1	- Net Financial Debt (22) **	33.0
Company Risk Factor or Beta	1.3												Perpetual Growth Rate (g)	1.9%	- Minorities (estimated value)	0.3
Mkt Risk Premium	5.0%												Normalised Annual CF	31.0	+ Associates	0.0
Cost of Equity (Ke or COE)	9.9%												Terminal Value at Nominal Year	447.8	- Pension underfunding	0.0
Cost of Debt (gross)	8.0%												Disc. Rate of Terminal Value	0.5	- Off-balance sheet commitm.	0.0
Debt Tax Rate	25.0%												Discounted Terminal Value	225.5		
Cost of Debt net (kd or COD)	6.0%														Equity Market Value (EUR m)	263.7
Target Gearing (D/E) or % Kd	25%												Financial assets	6.3	Number of shares (m)	24.6
% Ke	75%												Enterprise Value (EURm)	296.9	Fair Value per share (EUR)	10.7
Normative Tax Rate	25%														Price (EUR)	7.9
WACC	9.0%														Potential upside (downside)	35%

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

Hemos considerado las últimas emisiones de acciones realizadas por la compañía para el pago de contraprestaciones por M&A y estimamos que cerrará el año en c.25m de acciones. Para los pagos a realizar en 2023 en acciones los hemos considerado como caja en la estimación del Capex por M&A, incluido en la tabla anterior.

Los múltiplos implícitos en la valoración son los siguientes:

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EV/Sales	4.6x	3.3x	2.4x	1.9x	1.6x	1.3x	1.2x	1.0x	0.9x	0.8x
EV/EBITDA	41.8x	27.1x	19.7x	15.4x	12.3x	10.2x	8.6x	7.5x	6.7x	5.9x
P/E	683.6x	173.4x	97.1x	55.4x	36.1x	26.6x	20.2x	16.4x	13.6x	11.5x

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

DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. g

		Perpetuity growth rate				
		0.9%	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%
W.A.C.C.	8.5%	10.3	11.0	11.8	12.8	13.9
	8.7%	9.8	10.5	11.2	12.1	13.1
	9.0%	9.4	10.0	10.7	11.5	12.4
	9.2%	9.0	9.6	10.2	10.9	11.8
	9.5%	8.6	9.1	9.7	10.4	11.2

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

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

WACC	Residual Adj. EBITDA M.					
		13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%
	8.5%	10.9	11.4	11.8	12.3	12.8
	8.7%	10.4	10.8	11.3	11.7	12.1
	9.0%	9.9	10.3	10.7	11.1	11.5
	9.2%	9.4	9.8	10.2	10.6	11.0
	9.5%	9.0	9.3	9.7	10.1	10.5

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

Comparables

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

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

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

Company	Price change ytd	EV/EBITDA 22e	EV/EBITDA 23e	Market Cap/Sales 22e	Market Cap/Sales 23e
IZERTIS	-2.9%	20.0	14.6	2.1	1.5
Nagarro	-45.7%	11.7	9.8	1.5	1.3
Reply	-32.4%	13.0	11.2	2.2	2.0
NNIT AS	-43.8%	16.7	8.7	0.6	0.6
NetCompany	-61.1%	16.1	13.5	2.4	2.1
Epam Sístems	-42.6%	22.6	18.4	4.2	3.5
Globant	-38.1%	21.3	16.7	4.5	3.6
Endava	-52.0%	21.9	16.5	6.2	4.8
Market average	-45%	17.6	13.5	3.1	2.5

En la tabla se puede observar cómo la fuerte caída de los comparables en Bolsa durante el ejercicio 2022 ha hecho que los múltiplos de cotización se reduzcan drásticamente en el sector (sobre todo en las compañías europeas, mientras que las americanas se siguen manteniendo en un EV/EBITDA22 por encima de 20x). Izertis ha conseguido mantener una estabilidad en la cotización gracias a su buen desempeño y al mantenimiento (o incluso mejora) de las estimaciones, mientras que el resto de los competidores han visto rebajadas sus estimaciones de crecimiento a futuro.

ESG Focus

Desde nuestro informe de inicio de cobertura hace un año, la compañía ha intensificado y mejorado su reporte en materia de ESG.

En particular, ha incluido en su Estado de Información No Financiera un apartado sobre los ODS detallando los objetivos a cumplir en los próximos años.

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



La actividad de Izertis centra su atención en los siguientes objetivos específicos que tienen una mayor relación con sus líneas de negocio:

Objetivo 1: Erradicación de la pobreza. Izertis contribuye al objetivo de poner en práctica a nivel nacional sistemas y medidas apropiadas de protección social para todos y, para 2030, lograr una amplia cobertura de los pobres y los más vulnerables. De esta forma, se pretende garantizar que todos los hombres y mujeres, en particular los pobres y los más vulnerables, tengan los mismos derechos a los recursos económicos, así como acceso a los servicios básicos, la propiedad y el control de las tierras y otros bienes, la herencia, los recursos naturales, las nuevas tecnologías y los servicios económicos, incluida la microfinanciación.

En este contexto, Izertis ha donado en los últimos años a la Fundación Mar de Niebla en Gijón equipos y componentes informáticos en desuso, estropeados y obsoletos para los alumnos que obtengan el Certificado de Profesionalidad de “Operaciones auxiliares de montaje y mantenimiento de sistemas”. El objetivo de dicha donación es que los alumnos puedan aprender a repararlos para posteriormente donarlos a familias o entidades que más los necesiten.

Objetivo 2: Acción contra el Hambre. Colaboración anual con el Banco de Alimentos

Objetivo 3: Salud y bienestar. Además de diversas políticas de seguridad laboral, la compañía se hizo con el concurso convocado por el Gobierno de Cabo Verde y el Banco Mundial para la creación de identificadores digitales personales (DID) en los que se recoge toda la información sanitaria de pacientes nacionales y extranjeros que se encuentren en el país. El proyecto se ha implantado gracias a la tecnología blockchain, permitiendo a cada persona ser portadora de sus datos de manera “única e inmutable”.

Objetivo 4: Educación de calidad. La compañía se compromete a dar acceso a un número creciente de jóvenes y adultos que tengan las competencias necesarias, en particular técnicas y profesionales, para acceder al empleo, el trabajo decente y el emprendimiento, asegurando un acceso igualitario de hombres y mujeres. En este sentido, en 2021 se incorporaron a la plantilla de 377 profesionales, de los que un 31% eran mujeres.

Adicionalmente, se ha creado una cátedra de Blockchain liderada por Izertis en la Universidad de Pompeu Fabra.

Objetivo 5: Igualdad de género. En este objetivo centra su atención en asegurar la participación plena y efectiva de las mujeres y la igualdad de oportunidades de liderazgo a todos los niveles decisorios en la vida política, económica y pública. Así, a cierre de 2021 un 32,3% de la plantilla total, un 33,3% en el Comité de Dirección y un 25% en el Consejo de Administración estaba compuesto por mujeres.

Objetivo 7: Energía asequible y sostenible. Un 90% de la energía contratada procede de fuentes renovables.

Objetivo 9: Industria, innovación e infraestructura. Incremento de >40% del presupuesto de innovación con respecto a 2020.

Objetivo 10: Reducir inequidades. Plan de Igualdad implantado de uso obligatorio.

Objetivo 12: Consumo responsable. Aumento de los esfuerzos en reciclaje de materiales.

Objetivo 13: Acción climática. Proyectos de concienciación climática y reciclaje en África.

Objetivo 17: Alianzas. La compañía se unió en 2021 a la Alianza Global para el desarrollo del ecosistema blockchain en América Latina y el Caribe: LACChain con el objetivo de colaborar en la difusión y desarrollo de materiales de proyectos blockchain.

Destacamos esta evolución en materia ESG de la compañía, que seguirá evolucionando durante ejercicios siguientes.

Conclusión

Un año después de nuestro inicio de cobertura, se puede afirmar que la compañía está ejecutando el plan marcado a la perfección, la integración de compañías se mantiene a un ritmo alto y el crecimiento orgánico del grupo está superando el 10%.

La compañía cada vez es más conocida y puede optar a proyectos de mayor envergadura, lo que le permite poder crecer de manera orgánica y también ser más atractiva en operaciones de M&A, donde la parte vendedora conoce el potencial de crecimiento de Izertis.

Los márgenes están creciendo pese al duro contexto de mercado y la compañía está logrando ejecutar las integraciones en tiempo récord.

El mercado continúa muy activo y se espera que el intenso movimiento corporativo vivido en 2022 continúe en 2023 y siguientes, por lo que en nuestras estimaciones seguimos contando con crecimiento inorgánico que acompañe al orgánico.

Pensamos que el potencial de crecimiento de la compañía se mantiene intacto y que este primer año de cobertura ha hecho reducir el riesgo de ejecución pese a los condicionantes de mercado.

Izertis: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
Sales	46.3	50.7	65.0	91.2	125	156
Cost of Sales & Operating Costs	-41.7	-45.5	-57.8	-79.8	-109.4	-136.4
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	4.6	5.3	7.3	11.4	15.6	19.8
EBITDA (adj.)*	4.6	5.3	7.3	11.4	15.6	19.8
Depreciation	-3.0	-3.9	-5.6	-7.5	-9.1	-10.5
EBITA	1.6	1.4	1.7	3.9	6.5	9.3
EBITA (adj)*	1.6	1.4	1.7	3.9	6.5	9.3
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	1.6	1.4	1.7	3.9	6.5	9.3
EBIT (adj.)*	1.6	1.4	1.7	3.9	6.5	9.3
Net Financial Interest	-0.4	-1.4	-0.9	-1.5	-2.5	-2.6
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	-0.6	2.4	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3
Earnings Before Tax (EBT)	0.5	1.9	0.7	2.1	3.7	6.4
Tax	-0.2	-0.5	-0.3	-0.5	-0.9	-1.6
<i>Tax rate</i>	<i>46.3%</i>	<i>27.9%</i>	<i>45.8%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	0.3	1.4	0.4	1.5	2.8	4.8
Net Profit (adj.)	0.3	1.4	0.4	1.5	2.8	4.8
CASH FLOW (EURm)	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
Cash Flow from Operations before change in NWC	3.4	5.7	6.0	9.1	11.8	15.3
Change in Net Working Capital	0.2	0.5	-3.4	-0.5	-0.4	-0.2
Cash Flow from Operations	3.5	6.2	2.6	8.5	11.4	15.1
Capex	-2.5	-1.6	-1.9	-1.6	-1.7	-1.7
Net Financial Investments	0.0	0.0	-1.8	-33.6	-13.0	-11.3
Free Cash Flow	1.1	4.5	-1.1	-26.6	-3.3	2.1
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-2.4	0.1	-3.6	7.5	-3.1	-1.0
Change in Net Financial Debt	-1.4	4.7	-4.7	-19.1	-6.4	1.1
NOPLAT	1.6	1.4	1.7	3.9	6.5	9.3
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
Net Tangible Assets	1.9	1.8	1.6	1.7	1.7	1.8
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	20.2	26.7	39.6	58.4	65.8	72.9
Right-of-Use Assets (Lease Assets)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Financial Assets & Other	3.1	5.5	5.6	5.2	4.9	4.8
Total Fixed Assets	25.2	33.9	46.9	65.4	72.5	79.4
Inventories	0.0	0.4	0.8	0.9	0.9	1.0
Trade receivables	12.9	12.3	14.6	15.8	16.9	17.9
Other current assets	2.1	0.7	1.1	1.2	1.3	1.3
Cash (-)	-4.2	-15.0	-37.7	-30.2	-30.8	-31.4
Total Current Assets	19.2	28.5	54.3	48.1	49.9	51.7
Total Assets	44.4	62.4	101.2	113.4	122.4	131.1
Shareholders Equity	15.6	23.6	32.0	31.7	34.4	39.2
Minority	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Total Equity	15.7	23.8	32.2	32.0	34.7	39.5
Long term interest bearing debt	9.1	16.8	35.3	46.4	52.9	52.8
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lease Liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	1.7	3.8	5.0	4.8	4.5	4.1
Total Long Term Liabilities	10.8	20.6	40.3	51.2	57.4	56.9
Short term interest bearing debt	9.4	7.9	16.8	17.3	17.8	17.4
Trade payables	5.4	5.7	5.1	5.7	6.5	7.4
Other current liabilities	3.1	4.3	6.8	7.3	6.0	10.0
Total Current Liabilities	17.9	17.9	28.6	30.3	30.3	34.7
Total Liabilities and Shareholders' Equity	44.4	62.4	101.2	113.4	122.4	131.1
Net Capital Employed	31.8	37.4	51.6	70.3	79.1	82.3
Net Working Capital	7.5	7.0	10.4	11.0	11.4	11.5
GROWTH & MARGINS	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
<i>Sales growth</i>	<i>26.1%</i>	<i>9.5%</i>	<i>28.2%</i>	<i>40.3%</i>	<i>36.9%</i>	<i>25.1%</i>
EBITDA (adj.)* growth	40.8%	14.2%	38.0%	56.9%	36.4%	27.1%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>26.7%</i>	<i>-13.2%</i>	<i>20.3%</i>	<i>131.7%</i>	<i>68.1%</i>	<i>43.1%</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>26.7%</i>	<i>-13.2%</i>	<i>20.3%</i>	<i>131.7%</i>	<i>68.1%</i>	<i>43.1%</i>

Izertis: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
Net Profit growth	-55.3%	447.6%	-71.6%	294.3%	78.5%	75.4%
EPS adj. growth	-55.3%	440.4%	-73.8%	274.5%	78.5%	75.4%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	10.0%	10.4%	11.2%	12.5%	12.5%	12.7%
EBITA (adj)* margin	3.5%	2.7%	2.6%	4.3%	5.2%	6.0%
EBIT (adj)* margin	3.5%	2.7%	2.6%	4.3%	5.2%	6.0%
RATIOS	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
Net Debt/Equity	0.9	0.4	0.4	1.0	1.2	1.0
Net Debt/EBITDA	3.1	1.8	2.0	2.9	2.6	2.0
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	11.8	3.7	8.5	7.6	6.2	7.7
Capex/D&A	81.6%	42.3%	34.5%	20.6%	18.8%	16.2%
Capex/Sales	5.3%	3.2%	3.0%	1.7%	1.4%	1.1%
NWC/Sales	16.3%	13.9%	16.0%	12.0%	9.1%	7.4%
ROE (average)	2.1%	7.0%	1.4%	4.8%	8.3%	13.1%
ROCE (adj.)	5.4%	3.9%	3.2%	5.5%	8.3%	10.8%
WACC	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
ROCE (adj.)/WACC	0.6	0.4	0.4	0.6	0.9	1.2
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
Average diluted number of shares	21.3	21.6	23.4	24.6	24.6	24.6
EPS (reported)	0.01	0.06	0.02	0.06	0.11	0.20
EPS (adj.)	0.01	0.06	0.02	0.06	0.11	0.20
BVPS	0.73	1.09	1.37	1.29	1.40	1.59
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
EV/Sales	2.0	3.3	3.0	2.5	1.8	1.5
EV/EBITDA	20.5	31.7	26.9	19.6	14.8	11.6
EV/EBITDA (adj.)*	20.5	31.7	26.9	19.6	14.8	11.6
EV/EBITA	59.1	120.0	116.9	57.8	35.4	24.6
EV/EBITA (adj.)*	59.1	120.0	116.9	57.8	35.4	24.6
EV/EBIT	59.1	n.m.	n.m.	57.8	35.4	24.6
EV/EBIT (adj.)*	59.1	n.m.	n.m.	57.8	35.4	24.6
P/E (adj.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	40.6
P/BV	5.4	6.9	5.8	6.2	5.7	5.0
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	3.2	4.7	3.8	3.2	2.9	2.7
OpFCF yield	1.3%	2.8%	0.4%	3.6%	5.0%	6.9%
OpFCF/EV	1.1%	2.7%	0.3%	3.1%	4.2%	5.8%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022e	12/2023e	12/2024e
Price** (EUR)	3.92	7.54	7.98	7.94	7.94	7.94
Outstanding number of shares for main stock	21.3	21.6	23.4	24.6	24.6	24.6
Total Market Cap	83.5	162.8	186.8	195.7	195.7	195.7
Gross Financial Debt (+)	18.5	24.7	52.1	63.7	70.7	70.2
Cash & Marketable Securities (-)	-4.2	-15.0	-37.7	-30.2	-30.8	-31.4
Net Financial Debt	14.4	9.7	14.4	33.5	39.9	38.8
Lease Liabilities (+)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt	14.4	9.7	14.4	33.5	39.9	38.8
Other EV components	-3.1	-5.5	-5.6	-5.2	-4.9	-4.8
Enterprise Value (EV adj.)	94.7	167.0	195.6	224.0	230.7	229.7

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.)= EBITDA (or EBITA) +/- Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.)= EBIT +/- Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

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

Sector: Technology/Computer Services

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

European Coverage of the Members of ESN

Automobiles & Parts	Mem(*)	L'Oreal	CIC	Finecobank	BAK	Antin Infrastructure	CIC
Brembo	BAK	Lvmh	CIC	Generalfinance	BAK	Applus	GVC
Cie Automotive	GVC	Maisons Du Monde	CIC	Illimity Bank	BAK	Arteche	GVC
Faurecia	CIC	Monnalisa	BAK	Mediobanca	BAK	Avio	BAK
Ferrari	BAK	Ovs	BAK	Poste Italiane	BAK	Biesse	BAK
Gestamp	GVC	Piaggio	BAK	Rothschild & Co	CIC	Bollore	CIC
Indelb	BAK	Richemont	CIC	Food & Beverage	Mem(*)	Bureau Veritas	CIC
Landi Renzo	BAK	Smcp	CIC	Ab Inbev	CIC	Caf	GVC
Michelin	CIC	Swatch Group	CIC	Advini	CIC	Catenon	GVC
Pirelli & C.	BAK	Technogym	BAK	Bonduelle	CIC	Cellnex Telecom	GVC
Plastic Omnium	CIC	Trigano	CIC	Campari	BAK	Cembre	BAK
Renault	CIC	Ubisoft	CIC	Carlsberg As-B	CIC	Chargeurs	CIC
Sogefi	BAK	Energy	Mem(*)	Danone	CIC	Clasquin	IAC
Stellantis	BAK	Cgg	CIC	Diageo	CIC	Cnh Industrial	BAK
Valeo	CIC	Ecoslops	CIC	Ebro Foods	GVC	Corticeira Amorim	CBI
Banks	Mem(*)	Eni	BAK	Enervit	BAK	Ctt	CBI
Banca Mps	BAK	Galp Energia	CBI	Fleury Michon	CIC	Danieli	BAK
Banco Sabadell	GVC	Gas Plus	BAK	Heineken	CIC	Datalogic	BAK
Banco Santander	GVC	Gtt	CIC	Italian Wine Brands	BAK	Enav	BAK
Bankinter	GVC	Maurel Et Prom	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Enogia	CIC
Bbva	GVC	Neoen	CIC	Laurent Perrier	CIC	Exel Industries	CIC
Bnp Paribas	CIC	Plc	BAK	Ldc	CIC	Fiera Milano	BAK
Bper	BAK	Repsol	GVC	Lindt & Sprüngli	CIC	Fincantieri	BAK
Caixabank	GVC	Rubis	CIC	Nestle	CIC	Getlink	CIC
Credem	BAK	Saipem	BAK	Orsero	BAK	Global Dominion	GVC
Credit Agricole Sa	CIC	Technip Energies	CIC	Pernod Ricard	CIC	Haulotte Group	CIC
Intesa Sanpaolo	BAK	Technipfmc Plc	CIC	Remy Cointreau	CIC	Interpump	BAK
Societe Generale	CIC	Tecnicas Reunidas	GVC	Tipiak	CIC	Inwit	BAK
Unicaja Banco	GVC	Tenaris	BAK	Vilmorin	CIC	Legrand	CIC
Unicredit	BAK	Totalenergies	CIC	Viscofan	GVC	Leonardo	BAK
Basic Resources	Mem(*)	Vallourec	CIC	Vranken	CIC	Logista	GVC
Acerinox	GVC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Healthcare	Mem(*)	Manitou	CIC
Altri	CBI	Cir	BAK	Abionyx Pharma	CIC	Nbi Bearings Europe	GVC
Arcelormittal	GVC	Corp. Financiera Alba	GVC	Amplifon	BAK	Nexans	CIC
Ence	GVC	Digital Magics	BAK	Atrys Health	GVC	Nicolas Correa	GVC
Neodecortech	BAK	Eurazeo	CIC	Biomerieux	CIC	Openjobmetis	BAK
Semapa	CBI	Gbl	CIC	Crossject	CIC	Osai	BAK
The Navigator Company	CBI	Peugeot Invest	CIC	Diasorin	BAK	Prima Industrie	BAK
Tubacex	GVC	Rallye	CIC	El.En.	BAK	Prosegur	GVC
Chemicals	Mem(*)	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Fermentalg	CIC	Prosegur Cash	GVC
Air Liquide	CIC	Wendel	CIC	Fine Foods	BAK	Prysmian	BAK
Arkema	CIC	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Genfit	CIC	Rai Way	BAK
Plasticos Compuestos	GVC	Dovalue	BAK	Gpi	BAK	Rexel	CIC
Consumer Products & Services	Mem(*)	Nexi	BAK	Guerbet	CIC	Saes	BAK
Abeo	CIC	Tinexta	BAK	Ipsen	CIC	Salcef	BAK
Beneteau	CIC	Financial Services Banks	Mem(*)	Korian	CIC	Schneider Electric Se	CIC
Capelli	CIC	Amundi	CIC	Oncodesign	CIC	Somfy	CIC
De Longhi	BAK	Anima	BAK	Orpea	CIC	Talgo	GVC
Fila	BAK	Azimut	BAK	Prim Sa	GVC	Teleperformance	CIC
Givaudan	CIC	Banca Generali	BAK	Recordati	BAK	Verallia	CIC
Groupe Seb	CIC	Banca Ifis	BAK	Theraclion	CIC	Vidrala	GVC
Hermes Intl.	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Vetoquinol	CIC	Zignago Vetro	BAK
Hexaom	CIC	Banca Sistema	BAK	Virbac	CIC	Insurance	Mem(*)
Interparfums	CIC	Bff Bank	BAK	Vytrus Biotech	GVC	Axa	CIC
Kaufman & Broad	IAC	Dea Capital	BAK	Industrial Goods & Services	Mem(*)	Catalana Occidente	GVC
Kering	CIC	Dws	CIC	Alstom	CIC	Generali	BAK

Linea Directa Aseguradora	GVC	Tf1	CIC	Ekinops	CIC	Terna	BAK
Mapfre	GVC	Universal Music Group	CIC	Nos	CBI	Veolia	CIC
Net Insurance	BAK	Vivendi	CIC	Orange	CIC	Voltalia	CIC
Unipolsai	BAK	Vocento	GVC	Parlem Telecom	GVC		
Materials, Construction	Mem(*)	Personal Care, Drug & Grocery S	Mem(*)	Telecom Italia	BAK		
Abp Nocivelli	BAK	Carrefour	CIC	Telefonica	GVC		
Acs	GVC	Casino	CIC	Tiscali	BAK		
Aena	GVC	Jeronimo Martins	CBI	Unidata	BAK		
Atlantia	BAK	Marr	BAK	Vodafone	BAK		
Buzzi Unicem	BAK	Sonae	CBI	Travel & Leisure	Mem(*)		
Cementir	BAK	Unilever	CIC	Accor	CIC		
Cementos Molins	GVC	Winfarm	CIC	Autogrill	BAK		
Crh	CIC	Real Estate	Mem(*)	Compagnie Des Alpes	CIC		
Eiffage	CIC	Igd	BAK	Edreams Odigeo	GVC		
Fcc	GVC	Inmobiliaria Colonial	GVC	Elior	CIC		
Ferrovial	GVC	Inversa Prime	GVC	Fdj	CIC		
Groupe Adp	CIC	Lar España	GVC	Groupe Partouche	IAC		
Groupe Poujoulat	CIC	Merlin Properties	GVC	Hunyvers	CIC		
Groupe Sfpí S.A.	CIC	Realia	GVC	I Grandi Viaggi	BAK		
Heidelberg Cement	CIC	Retail	Mem(*)	Ibersol	CBI		
Herige	CIC	Aramis Group	CIC	Int. Airlines Group	GVC		
Holcim	CIC	Burberry	CIC	Melia Hotels International	GVC		
Imerys	CIC	Fnac Darty	CIC	Nh Hotel Group	GVC		
Maire Tecnimont	BAK	Inditex	GVC	Pierre Et Vacances	CIC		
Mota Engil	CBI	Unieuro	BAK	Sodexo	CIC		
Obrascon Huarte Lain	GVC	Technology	Mem(*)	Utilities	Mem(*)		
Sacyr	GVC	Agile Content	GVC	A2A	BAK		
Saint-Gobain	CIC	Akka Technologies	CIC	Acciona	GVC		
Sergeferrari Group	CIC	Almawave	BAK	Acea	BAK		
Sika	CIC	Alten	CIC	Albioma	CIC		
Spie	CIC	Amadeus	GVC	Alerion Clean Power	BAK		
Tarkett	CIC	Atos	CIC	Audax	GVC		
Thermador Groupe	CIC	Axway Software	CIC	Derichebourg	CIC		
Vicat	CIC	Capgemini	CIC	Edf	CIC		
Vinci	CIC	Cast	CIC	Edp	CBI		
Webuild	BAK	Dassault Systemes	CIC	Enagas	GVC		
Media	Mem(*)	Digital Value	BAK	Encavis Ag	CIC		
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Esi Group	CIC	Endesa	GVC		
Atresmedia	GVC	Exprivia	BAK	Enel	BAK		
Believe	CIC	Gigas Hosting	GVC	Engie	CIC		
Cairo Communication	BAK	Indra Sistemas	GVC	E-Pango	CIC		
Digital Bros	BAK	Izertis	GVC	Erg	BAK		
Fill Up Media	CIC	Lleida.Net	GVC	Greenvolt	CBI		
GI Events	CIC	Memscap	IAC	Hera	BAK		
Il Sole 24 Ore	BAK	Neurones	CIC	Holaluz	GVC		
Ipsos	CIC	Ovhcloud	CIC	Iberdrola	GVC		
Jcdecoux	CIC	Reply	BAK	Iren	BAK		
Lagardere	CIC	Sii	CIC	Italgas	BAK		
M6	CIC	Sopra Steria Group	CIC	Naturgy	GVC		
Mediaset Espana	GVC	Spindox	BAK	Opdenenergy	GVC		
Mfe-Mediaforeurope	BAK	Stmicroelectronics	BAK	Redeia	GVC		
Miogroup	GVC	Tier1 Technology	GVC	Ren	CBI		
Nrj Group	CIC	Visiativ	CIC	Seche Environnement	CIC		
Prisa	GVC	Vogo	CIC	Snam	BAK		
Publicis	CIC	Telecommunications	Mem(*)	Solaria	GVC		
Rcs Mediagroup	BAK	Bouygues	CIC	Solarprofit	GVC		

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

as at 16 November 2022

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
Matteo Cuconato	BAK	+390243444784	matteo.cuconato@bancaakros.it
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cic.fr
Eric Lemarié	CIC	+33 1 53 48 64 25	eric.lemarie@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvgaesco.es
Arnaud Palliez	CIC	+33 1 41 81 74 24	arnaud.palliez@cic.fr
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère, CFA	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.gvcgaesco.es. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

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

As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA.; Griño Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Solaria Casiopea (bonos MARF); Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA. Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimization S.A., Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Fútbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH); Vytrus Biotech.; Labiana Health, S.A.; Axon Partners Group, S.A., Biotechnology Assets S.A.
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A.; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Inversa Prime Socimi SA; Profithol S.A. (SPH); Hannum S.A., OPDEnergy Holding S.A.; Labiana Health S.A., Axon Partners Group S.A., Deoleo S.A., Audasa, S.A., Agile Content, S.A, GIGAS Hosting, S.A., TIER 1 Technology, S.A., Atrys Health, S.A, Pangea Oncology, S.A, Obras y Servicios COPASA, Inmobiliaria del Sur, S.A.G
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins; Atrys Health; Desarrollo Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A. (DESA).
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports (sponsored) may/could have been previously shown to the companies: Agile Content; Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; TIER1 Technology; Vytrus Biotech.

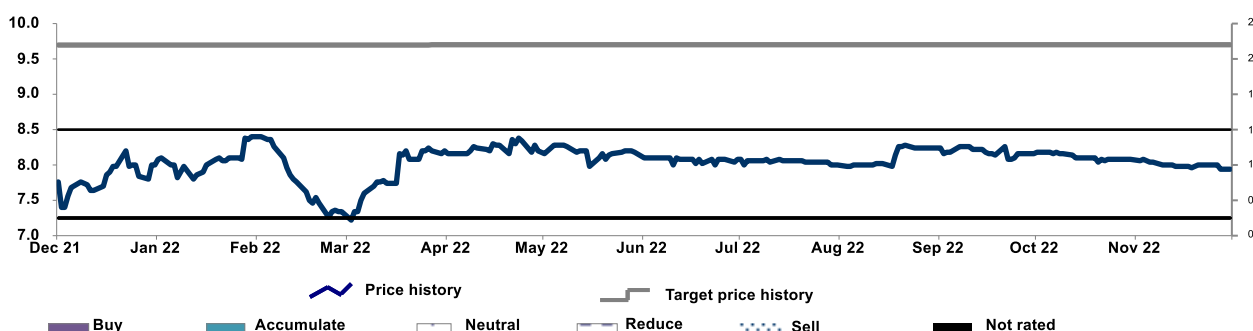
Recommendation history for IZERTIS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
07-Apr-22	Buy	9.70	8.24
29-Nov-21	Buy	9.70	7.20

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.

Current analyst: Juan Peña (since 01/12/2018)



ESN Recommendation System

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



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

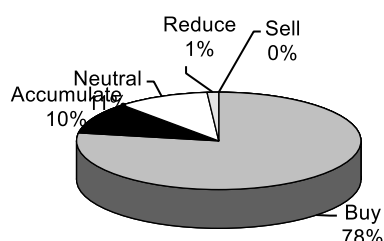
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

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

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

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: **13th of December 2022 07:10CET**

First date and time of dissemination: **13th of December 2022 07:15CET**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. The views expressed in this research report accurately reflect the research analyst's personal views about the subject securities and issuers. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. Unless otherwise specified in the research report, no part of the research analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in the research report. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website (https://www.esnpartnership.eu/research_and_database) or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cic-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.gvcgaesco.es regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)

