

Full Company Report

Reason: Company newsflow

4 July 2024

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 3.10

closing price as of 03/07/2024

Target price: EUR 5.00**Upside/Downside Potential 61.3%**

Reuters/Bloomberg

TR1.MC/TR1 SM

Market capitalisation (EURm) 31

Current N° of shares (m) 10

Free float 32%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) 11

Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) 12.60

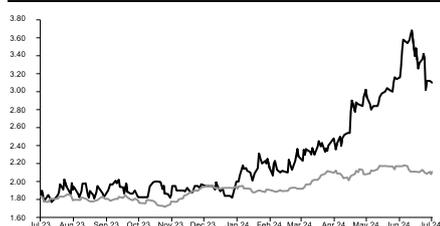
Price high/low 12 months 3.68 / 1.77

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) -1.90/25.00/68.94

Key financials (EUR)	12/23	12/24e	12/25e
Sales (m)	22	26	29
EBITDA (m)	3	4	4
EBITDA margin	14.4%	13.7%	14.0%
EBIT (m)	2	3	3
EBIT margin	10.3%	9.9%	10.6%
Net Profit (adj.)(m)	2	2	2
ROCE	39.3%	39.4%	45.1%
Net debt/(cash) (m)	(3)	(4)	(5)
Net Debt Equity	-0.4	-0.4	-0.5
Net Debt/EBITDA	-0.9	-1.0	-1.2
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	75.7	154.3	(408.3)
EV/Sales	0.7	1.1	0.9
EV/EBITDA	4.8	7.8	6.4
EV/EBITDA (adj.)	4.8	7.8	6.4
EV/EBIT	6.8	10.8	8.5
P/E (adj.)	10.7	15.4	12.5
P/BV	2.9	3.6	3.0
OpFCF yield	20.4%	6.3%	7.7%
Dividend yield	2.5%	2.9%	3.6%
EPS (adj.)	0.17	0.20	0.25
BVPS	0.63	0.87	1.03
DPS	0.08	0.09	0.11

Shareholders

Microsist. y Software 42%; Executives, Employees and others 26%;



Source: FactSet


Analyst(s)

Victor Peiro Pérez

victor.peiro@gvcgaesco.es

+34 91 436 7812

Especialización sectorial, adaptación al cliente

Tier1 ha presentado un plan estratégico 2024-26, en el que avanza en su objetivo de posicionarse como un jugador de primer nivel en la oferta de software para el negocio y los servicios IT para la innovación y transformación digital del sector retail en España y Portugal, con una prudente entrada en otros países como Brasil. La empresa abre su estrategia de combinar el crecimiento orgánico e inorgánico, con adquisiciones de más tamaño y no solo de producto sino de IT, siempre dentro de una prudencia financiera.

- ✓ La compañía ha conseguido un crecimiento medio próximo al 22% en los últimos cinco años, sobre todo apoyada en el sector de retail alimentario y no alimentario (en el que factura casi el 65%) y en menor medida en otros sectores. Por productos el software propio ha crecido un 40% de media entre 2019 y 2023, frente al 17% del mantenimiento de infraestructuras.
- ✓ El aumento de ingresos ha venido de la mano de un mayor crecimiento de software, incrementando su proporción hasta alrededor del 45% del total (42% en 2022 y 35% de 2021). Los ingresos por servicios representan un 41,7%.
- ✓ Este mix de crecimiento ha llevado a la mejora de la rentabilidad operativa, ya que el margen Ebitda ha pasado de una media del 11% en 2021 y 22 al 14,4% en 2023. A medio plazo proyectamos un incremento hasta superar el 15%.
- ✓ En cuanto al crecimiento inorgánico, desde 2017, aproximadamente un 25% del crecimiento de ventas ha provenido de adquisiciones y la aportación alcanza al 20% de los ingresos que estimamos para 2024.
- ✓ Esperamos crecimientos medios anuales del 8-10% en las inversiones en software y IT en el sector de la distribución en los próximos 5 años, ya que las necesidades de integración de plataformas y digitalización del negocio seguirán demandando más inversión. Estimamos una TACC 2023-30 de las ventas de Tier1 del 11% y del 12% en Ebitda.
- ✓ Comerzria ya se ha establecido como un producto consolidado, con una base amplia de clientes que lo usan con recurrencia y con una creciente demanda del producto vía SaaS Enhanced, que aporta mucho margen a la compañía.
- ✓ A pesar de este crecimiento y adquisiciones, se ha mantenido una sólida estructura financiera, con una posición neta de tesorería de alrededor de 3 mEUR a cierre de 2023 y un creciente pago de dividendo, con un objetivo de Pay Out del 45%. Con nuestras estimaciones pensamos que esta salud financiera se va a mantener a medio plazo, aunque la deuda podría crecer si Tier1 es más ambicioso en adquisiciones.
- ✓ La visibilidad del negocio de Tier1 ha mejorado en los últimos años, ya que, a pesar del fuerte crecimiento del producto propio, el peso del negocio recurrente se mantiene alrededor del 50%, con un crecimiento del 11% respecto al año 2022 impulsado sobre todo por el aumento del 21% en el producto software.
- ✓ Tier1 está bien posicionada para aprovechar ese crecimiento y por ello incrementamos un 40% nuestras estimaciones de Ebitda en el periodo 2024-2030, con lo que revisamos el precio objetivo desde 3,4 a 5 EUR/ acc.
- ✓ La empresa cotiza con descuento sobre los múltiplos del sector en base a 2025. Mantenemos nuestra recomendación de Comprar.

CONTENIDOS

Investment Case: buena posición en un sector expansivo	3
Tier1: servicios especializados y flexibles de IT	4
Dos líneas de negocio con diferentes dinámicas	4
Software propio, eficiente, ágil y flexible	5
Infraestructuras TIC	5
comerzzia: la pieza clave para las expectativas de crecimiento del Grupo	6
Modelo de negocio y comercialización	7
Una estrategia focalizada en el crecimiento orgánico...	8
...y apoyado en un crecimiento inorgánico selectivo	9
2024-2026 un impulso controlado al crecimiento inorgánico	9
Una base de clientes amplia y con peso sobre ventas diversificado	10
La distribución necesita aumentar la inversión en IT	11
El mercado objetivo de comerzzia	12
Software y IaaS: los segmentos de IT con más crecimiento	12
Los principales drivers de la transformación digital del mercado IT son:	13
Plan estratégico 2024-2026: crecimiento rentable	14
De los objetivos estratégicos a los objetivos financieros	14
Resultados de 2023: el broche de un buen track record	15
Resultados y cash Flow: continúa el crecimiento	16
Incluimos un moderado crecimiento inorgánico	17
Sólida posición financiera y circulante controlado	18
Subimos nuestra valoración por la mayor visibilidad	19
Análisis de comparables: Tier1 bien posicionado en valoración y rentabilidad	20
ESG Focus	21
Accionistas y retribución	22
Un pay-out del 50% una excepción en el sector	22

Investment Case: buena posición en un sector expansivo

Tier1 concentra la mayor parte de su actividad en el segmento del desarrollo e implementación de soluciones y servicios tecnológicos para el sector retail (alimentación y no alimentación) y de otros sectores. Pensamos que la inversión de estos sectores en tecnología en general va a seguir creciendo a niveles medios de alrededor del 8% en los próximos 3-5 años y que en los servicios de IT y de software ese crecimiento va a estar por encima (la inversión en hardware y telecomunicaciones pueden estar por debajo de la media). Por ello Tier1 puede tener vientos a favor procedentes del crecimiento sectorial.

Dado que Tier1 se ha posicionado de forma destacada en los sectores donde se ha especializado (atendiendo a los informes sectoriales de posicionamiento de productos de software en el sector de la distribución), pensamos que la empresa puede mantener un crecimiento adicional a la media sectorial, tal y como ha hecho en los últimos años. Entre 2019 y 2023, las ventas totales de la empresa han crecido un 22%, con las ventas de software propio aumentando un 40% y los ingresos de servicios de IT un 17,6%. Por sectores, Tier1 ha incrementado los ingresos procedentes de Retail en un 24% en ese periodo y un 13,6% en otros sectores. En los últimos 10 años, el sector global de IT ha crecido en Europa en una media de alrededor del 7%, dependiendo de la fuente.

Por tanto, nuestras estimaciones de que los ingresos y el Ebitda de Tier1 crezcan un 11% y un 12% de media anual entre 2023 y 2030, nos parece alcanzables, en el entorno comentado de un crecimiento anual sectorial del 7-9% y con el track record demostrado por la empresa en los últimos años.

Desde 2016 el margen Ebitda de la empresa ha pasado desde 9,6% hasta 14,4%, con diferentes altibajos, pero con una tendencia de fondo creciente, que refleja sobre todo el crecimiento de las ventas del producto propio, con el consiguiente efecto de apalancamiento y en menor medida el efecto de las adquisiciones, con ciertas sinergias de costes, aunque la mayor parte de las veces las adquisiciones generan sinergias de ingresos. Para el futuro, hemos sido conservadores llegando a algo superior al 15%, tanto en las estimaciones como en el cálculo del valor residual en la valoración por DCF.

Con relación a la valoración relativa en comparación con la media de empresas comparables, Tier1 cotiza con un descuento frente a la media que se sitúa alrededor del 40% tanto en términos de EV/Ebitda como de P/E. En términos de P/ventas, el descuento es del 15% en la media entre 2024 y 2025. Aunque nos parece que una parte importante del descuento obedece simplemente al reducido tamaño actual de la empresa, no todo es debido a ese factor. De hecho, los múltiplos medios de la media de las empresas más pequeñas del sector, cotizan a un descuento frente al total del universo del 20% en términos de EV/Ebitda y en términos de P/E, pero con una prima del 10% si consideramos la ratio Cotización/ventas.

Este descuento de Tier1, no se justifica por rentabilidad, ya que la empresa tiene un ROE un 50% superior a su grupo de comparables y un margen Ebitda solo un 8% por debajo de la media, dado que en la media hay empresas en las que la venta del producto propio es realizada mayoritariamente como SaaS, que es la dirección natural de Tier1 a largo plazo. Por otra parte, Tier1, tiene posición de caja neta frente a una media sectorial de 0,3-0,7x Deuda Neta/Ebitda.

Dentro de la estrategia de crecimiento de la empresa el crecimiento orgánico sigue siendo la principal palanca, pero esperamos que las adquisiciones también seguirán jugando un papel importante (de hecho, hemos incorporado pequeñas adquisiciones cada dos años en línea con la historia de la empresa). Tampoco descartamos que la empresa tome parte, en el medio plazo, en el proceso lógico de consolidación sectorial, que es continuo en el segmento IT o dé entrada a un socio industrial.

Nuestra recomendación de Comprar se basa en el buen posicionamiento que tiene Tier1 para extraer valor y crecimiento del proceso de digitalización de muchos sectores, como el de retail. Con mayor masa crítica y mayor crecimiento en el producto propio, esperamos que los márgenes y el tamaño de la empresa siga creciendo, lo que puede facilitar un re-reteng en línea de lo que vemos en otras empresas del sector.

Tier1: servicios especializados y flexibles de IT

Tier1 es un Grupo empresarial con sede en Sevilla y fundado en 2002, cuya actividad es la prestación de servicios informáticos, principalmente el desarrollo, construcción e implantación de software propio y el despliegue y mantenimiento de infraestructuras de Tecnología de la Información, principalmente focalizado en el sector retail, con un crecimiento en ventas del 16% medio anual desde 2016.

La empresa desarrolla su actividad en 60 países, con más de 10 oficinas en España, Brasil, EEUU y Portugal y otros mercados y unos 325 empleados, más de 1000 clientes y obtiene una facturación de casi 22 mEUR y capitaliza unos 30 mEUR. De esos ingresos, unos 11 mEUR son actualmente recurrentes.

La cabecera del grupo es Tier1 que desarrolla las actividades consolidadas de desarrollo, implantación y soporte de software y el despliegue y mantenimiento de infraestructuras TI. Tier1 tiene dos filiales: Tier7 (al 100%) que realiza una actividad similar en Canarias y Comerzzia (con un 90%) que se centra en el desarrollo y ventas de licencias de un nuevo software especializado en la gestión integrada de la presencia multicanal de empresas del sector retail. El restante 10% de Comerzzia está en manos del implantador de software Seidor. Tier1 tiene un 81% de ASG (Aplicaciones y Sistemas de Gestión) directa e indirectamente (Comerzzia tiene un 58%), que también desarrolla e implanta software para el sector mayorista y que fue adquirida en 2017. Otras filiales en las que participa Comerzzia después de las adquisiciones que ha realizado son clickoin (20%), Computata (62%), cpi retail (51%) y Nextt (52%).

Al ser una empresa de servicios de IT, el activo principal son los empleados, y de los 325, un 41% son graduados, principalmente ingenieros, un 53% técnicos y un 6% otros. La edad media es de 36,5 años y la antigüedad media de 5,5 años con un 25% con más de 10 años de antigüedad.

La estrategia se basa en los siguientes criterios: a) inversión en producto propio, b) eficiencia, c) focalización sectorial (>60% clientes en el sector retail), d) fuerza de ventas propias y acuerdos con partners, e) crecimiento mixto orgánico y adquisiciones y f) mantenimiento de una sólida solvencia financiera.

Dos líneas de negocio con diferentes dinámicas

Comerzzia, que es la filial que engloba la actividad de desarrollo de producto propio, fue constituida en 2010 y por lo tanto, aunque es la parte “joven” del negocio, está plenamente consolidada, aunque puede diferenciarse de las actividades tradicionales por el diferente ritmo de crecimiento, por la distinta valoración por parte del mercado y por el gran apalancamiento operativo, que implica que con el crecimiento sus márgenes se ensanchan.

Dentro de las actividades tradicionales, que se desarrollan desde los orígenes de la empresa en 1993 (en 2002 se creó jurídicamente MP Sistemas que se transformó en Tier1), incluimos:

- a) Construcción e implantación de software. Tier1 construye soluciones informáticas para procesos empresariales, tales como compras, ventas, finanzas, logística, gestión de activos y otros. Estas soluciones informáticas se programan utilizando los más modernos lenguajes y herramientas tecnológicas. Asimismo, Tier1 implanta, con medios propios, estas soluciones en sus clientes.
- b) Despliegue y mantenimiento de infraestructuras TIC. Tier1 ofrece soluciones llave en mano en Infraestructuras de Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC). Engloba productos de hardware, software, telecomunicaciones, automatización y comunicación de negocios y servicios de TI. Además de desplegar las soluciones las mantiene, tanto de manera remota como in situ, ofertando servicios con cobertura 24 horas los 365 días al año.

En la parte más reciente del negocio, la actividad de implantación de productos, destaca la plataforma para el comercio unificado “comerzzia”. Comerzzia Tecnologías Específicas para el Comercio, S.L. fue constituida en 2010 y es propietaria del producto denominado “comerzzia”. El software comerzzia es una plataforma unificada y modular para el comercio que permite a los retailers (cadenas de tiendas) optimizar las experiencias de compra de sus

clientes a través de los diferentes puntos de venta, físicos y on line, lo que debe posibilitar aumentos de ventas. El posicionamiento estratégico de comerzzia reside en sus avanzadas capacidades para la gestión bajo el concepto de la omnicanalidad, donde la información sobre los clientes, las ventas o el stock es fácilmente accesible desde cualquier punto de la organización donde sea necesario.

El software comerzzia satisface las necesidades de servicios informáticos surgidas del desarrollo de nuevas formas de comercio (internet y dispositivos móviles) y de su precisa integración con las tradicionales formas de comercio en tiendas.

El vehículo de expansión de comerzzia es a través de acuerdos con implantadores de software como Seidor o la propia Tier1. La empresa tiene un acuerdo preferencial con Seidor, que además se ha reforzado con una participación del 10% de Seidor en comerzzia.

Frente a otras plataformas tecnológicas comparables, comerzzia ha sido identificada por la consultora de referencia en el sector tecnológico, Gartner, como una de las mejores soluciones disponibles en el mercado para satisfacer las necesidades del comercio unificado en sus informes de Market Guide de 2016,2018, 2020, 2021, 2023 y 2024 y en su Vendor Guide de 2019, 2020, 2021 y 2022.

Software propio, eficiente, ágil y flexible

Como constructor de software, Tier1 se centra en desarrollar productos flexibles a las necesidades de los clientes. Entre las soluciones propias, además de comerzzia, las que más destacan son: Atractor, Engage, Lustrum y Securinvoice.

- **Atractor:** es un software (cliente-servidor) de gestión empresarial centrado en la gestión y control integrado de la empresa. El producto es modular, por lo que se puede ir implantando en logística, contabilidad, recursos humanos, ventas, márketing, etc.
- **Engage:** Plataforma web, que aporta un canal unificado de comunicación e intercambio de información con los proveedores. Puede incluir el proceso de homologación, licitación, contratación, facturación, incidencias, relaciones laborales, etc.
- **Lustrum:** Solución para el control y mantenimiento de los activos e infraestructuras industriales, comerciales y tecnológicas distribuidas en varios territorios de empresas, con el fin de maximizar la disponibilidad de los mismos, gestionando las incidencias y minimizando el coste de solucionarlas.
- **Securinvoice:** incluye dos soluciones: a) una para la automatización de los procesos de Suministro Inmediato de Información de los impuestos IVA y IGIC y b) generación de facturación electrónica. En el primer caso la aplicación es integrable en cualquier sistema informático en las instalaciones propias del cliente o en la nube.

Además de estos productos de Tier1, la empresa desarrolla soluciones a medida incluyendo programas satélites, soluciones de movilidad o proyectos de integración.

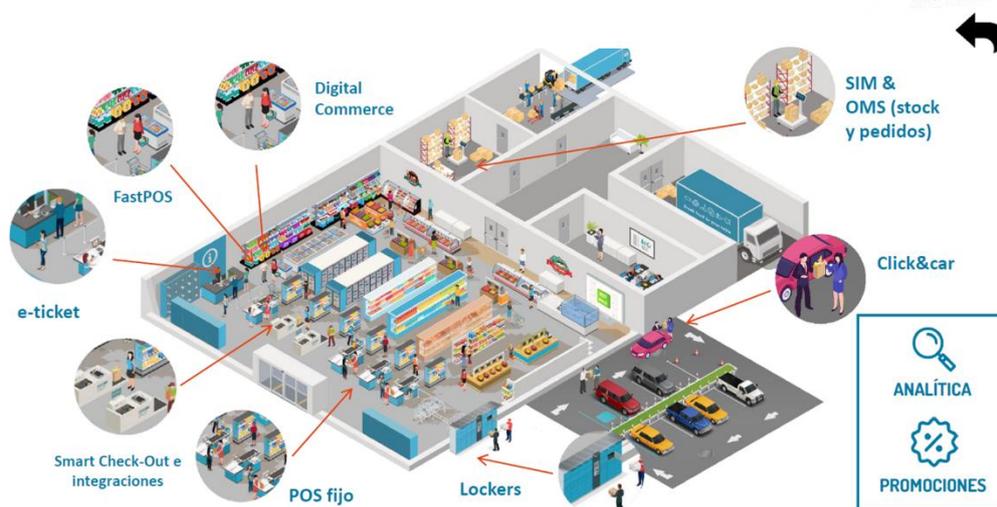
Infraestructuras TIC

Tier1 ofrece soluciones llave en mano para el despliegue y el mantenimiento de infraestructuras informáticas, con el objetivo de aumentar la productividad y disponibilidad de sus clientes. Dentro de esta actividad se incluye: a) servicio de Datacenter y cloud, b) comunicaciones y redes de datos, videoconferencia, c) seguridad y auditoría informática, d) Movilidad, teletrabajo, consultoría de trabajo y despliegue y mantenimiento de infraestructuras, incluyendo adecuaciones de CPD, seguridad de acceso, centralitas, etc.

comerzzia: la pieza clave para las expectativas de crecimiento del Grupo

comerzzia es una plataforma modular para todos los procesos de ventas en el comercio para la gestión de cadenas de tiendas (sobre todo en el sector terciario (moda, alimentación, bazar y otras), que permite gestionar y optimizar el proceso de compra de los clientes de la cadena que se hacen a través de los diferentes canales posibles (tableta, móvil, página web, etc) de forma unificada, consistente y sin fisuras, con el objetivo de generar una mayor vinculación con la marca y por lo tanto más ventas, **es decir es la solución global de Tier1 para un comercio unificado eficiente**. Después de una sólida evolución desde 2019, comerzzia se ha afianzado como un fabricante de un “motor de ventas” que aporta valor al cliente. En concreto, se ha demostrado que la adaptación de comerzzia ha aportado: a) incremento de ingresos, b) control absoluto del dato (del cliente y de su comportamiento), c) escalabilidad (en dimensión, en diferentes mercados y en diferentes canales), d) acompañamiento (implantación, operación y evolución) y e) garantías y confianza (buenas referencias de los clientes, los partners y Gartner).

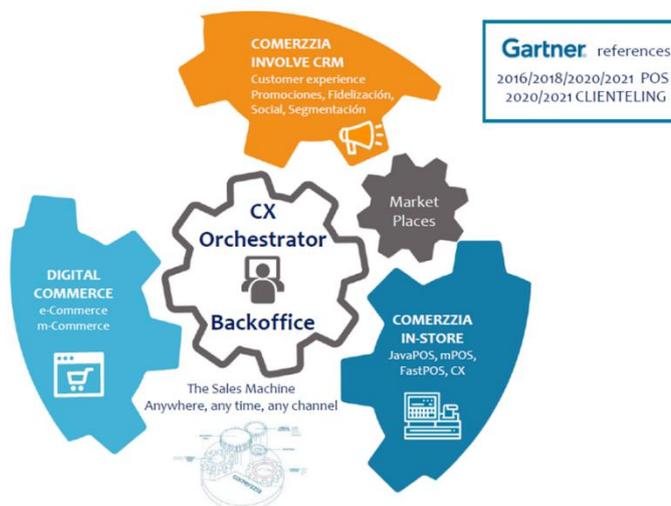
Los clientes objetivo son empresas medianas y empresas con políticas omnicanal y de fidelización. En la siguiente figura se representa cuáles serían los módulos del negocio que quedarían coordinados de una forma totalmente integrada y fluida en lo que comerzzia llama gestión “phygital”



Los principales módulos de comerzzia son:

- Backoffice: Omnichannel Core, que gestiona de forma centralizada los procesos y utiliza toda la información de los clientes, productos, stocks y ventas de forma sincronizada en todos los puntos de venta. Unifica la política de precios, el surtido, actualización de precios, gestión de mercancías entre tiendas y aprovisionamientos.
- eCommerce-mCommerce. Módulo para la gestión de la venta a través de Internet (web y dispositivos móviles). El módulo dispone de características como diseño personalizable, posicionamiento SEO, pasarela de pagos on-line, cesta de compra y lista de deseos personalizable, showrooming, contenidos, ventas cruzadas, gestión de stock, etc
- Punto de Venta (POS) especializado y personalizable para el sector retail, con generación de ticketing digital, vales, tarjetas regalo e integración con pasarelas de pago.
- CRM comerzzia Involve, que es el módulo de fidelización y promoción en las redes sociales de las promociones y experiencia digital, basado en el big data aplicado.

comerzzia aporta valor al cliente, solucionando la creciente complejidad del retailer, a través de una sencilla implementación, aumento de la cesta media de la compra (cross-selling, up-selling), bajo coste de propiedad (el TCO más bajo del mercado), rápida puesta en marcha, gestión de campañas, programas de fidelización, analítica de datos y adaptación fiscal a más de 60 países. Una de las características de la plataforma es su modularidad:



Por lo tanto, comerzzia ofrece una solución integrada unificando la experiencia del cliente, mientras que en el mercado solo se encuentran soluciones parciales con costes de implantación mayores. Además, es una solución escalable que permite desagregar ventas y costes de forma ajustable a cada negocio.

Modelo de negocio y comercialización

Comerzzia vende su producto principalmente a través de una red de partners como Seidor, además de la propia Tier1. Sus opciones de compra pueden ser por pago por uso SaaS (en la nube), SaaS Enhanced (infraestructura en la nube siempre disponible, accesible, escalable y flexible, que es el segmento que más está creciendo) y On premise (la compra pura y dura de licencias). La empresa mantiene una relación estrecha y continua con los clientes en reuniones en las que se analizan cuestiones propias del sector, lo que unido al conocimiento de los procesos y la tecnología del cliente crea una relación diferencial. En 2022 la empresa constituyó una joint venture y sede en Brasil con Seidor Brasil como parter, que supone una alternativa ligera en riesgo y capex. Según Gartner, comerzzia se ofrece como una solución SaaS disponible en Amazon Web Services, Google Cloud, Microsoft Azure o OVHcloud o disponible para ser licenciada on-premises.

La generación de ingresos se origina a través de la venta o alquiler de licencias (donde el ingreso se reparte entre Comerzzia y el partner desde un 50/50% a un 90/10% respectivamente, mantenimiento de licencias y servicios de implantación (dónde el ingreso es 100% del partner de implantación).

Comerzzia se diferencia dentro de un medio en el que predominan: a) competidores globales y generalistas no exclusivos del sector retail con una oferta global de productos o servicios (Cegid, Oracle, Salesforce...), b) competencia especializada en el sector retail pero de ámbito local, c) players especializados sólo en comercio electrónico (Magento) y d) grandes jugadores (IBM, Oracle, SAP, Microsoft) con una estrategia comercial directa.

Comerzzia ha destacado en el mercado de aplicaciones para PoS para empresas de tamaño medio dentro del estudio anual que hace el líder mundial de análisis de tecnologías, Gartner. La razón para haber sido incluida como una de las mejores aplicaciones para la transformación de los POS en los últimos años es la combinación de flexibilidad, modularidad y omnicanalidad. Las funcionalidades que destaca Gartner son la gestión integrada de inventarios, CRM y jornada laboral, integración de comercio electrónico y redes sociales, buena integración con la gestión de pedidos, capacidad de recibir cobros y pagos, capacidad analítica de datos y cuadro de mandos y capacidad de crecimiento fuera del mercado de origen. También se tiene en cuenta la capacidad de soporte y servicio.

Algunos de los principales competidores de comerzzia en la oferta de soluciones para PoS mencionados en la última guía de mercado retail de Gartner son: Cegid, E3 Retail, Extenda Retail, Jumpmind, LS Retail, Manhattan Associates, Microsoft, New Store, Orisha/Openbravo, Planet, Sit oo PoS y Tata Consultancy Services y Wynd. Casi todas ellas son de EEUU.

Una estrategia focalizada en el crecimiento orgánico...

El grupo Tier1 tiene su sede central en Sevilla y a nivel nacional cuenta con delegaciones en Barcelona, Lisboa y Bilbao (después de las adquisiciones realizadas) y oficinas distribuidas por todo el territorio de la península Ibérica.

A nivel internacional Tier1 Technology, S.A. y sus sociedades dependientes tiene presencia en Latinoamérica (principalmente en Brasil) y en Estados Unidos a través de filiales. Adicionalmente, opera en todos aquellos países en los que sus clientes tienen presencia, como Francia, Portugal, México, Perú, Argentina y Emiratos Árabes. La estrategia de Tier1 pasa por los siguientes aspectos:

1. **Más expansión internacional** de sus actividades consolidadas y en el refuerzo del crecimiento de comerzzia. Todo ello en un marco de mejora de la rentabilidad y mantenimiento de una estructura financiera saneada. Para ello se reforzará con recursos dedicados al crecimiento orgánico internacional o a alguna operación corporativa que aporte crecimiento inorgánico. Adicionalmente se continuará buscando apoyos en alianzas comerciales con actores tecnológicos de primer nivel como la que mantiene con Seidor. La expansión internacional será abordada tanto mediante estructuras propias como mediante acuerdos de colaboración con otros grupos tecnológicos.
2. **Consolidación de volumen y márgenes en las líneas de negocio recurrentes:** Fabricación de soluciones software, implantación de esos productos informáticos y el despliegue y mantenimiento de infraestructuras TIC.
3. **Crecimiento y escalabilidad de su filial Comerzzia.** Hasta la fecha básicamente centrada en clientes nacionales y cuyo desarrollo internacional ya se ha iniciado. Tier1 se apoya para este proyecto en destacadas empresas consultoras y tecnológicas que aportan sus capacidades comerciales y de implantación de herramientas informáticas. Tier1 continúa posicionando a comerzzia como un producto líder a nivel nacional e internacional y desde 2020 ha avanzado de forma exitosa en España, empezando a abrir mercado en otros países. Para ello la empresa dedicará recursos a captación e impulso de clientes de referencia en nuevos mercados, asociaciones corporativas con empresas especializadas en el sector retail y desarrollo de canales de distribución e implementación a nivel nacional e internacional.
4. **Posibles operaciones corporativas para desarrollar crecimiento inorgánico.** Las empresas objetivo deben tener bajo o nulo endeudamiento, preferiblemente en beneficios, pero no necesariamente, estructura bien dimensionada, cultura común, negocio relevante (ventas entre 5 y 10 mEUR), estructura de propiedad sencilla, preferiblemente con soluciones para el sector retail. El track récord de Tier1 en adquisiciones se ha ajustado a operaciones más pequeñas hasta el momento. En los últimos 8 años ha realizado cuatro adquisiciones: ASG en 2017, Computata y CPI retail en 2021 y Next en 2023. Por eso hemos incluido una adquisición de 2 millones de euros de ventas, con un coste de adquisición de 0,8x ventas estimadas.



...y apoyado en un crecimiento inorgánico selectivo

Las adquisiciones no son una herramienta desconocida para Tier1, ya que desde 2017 ha ejecutado cuatro adquisiciones centradas en compañías desarrolladoras de software.

	2017	2021	2021	2023
ADQUISICIONES				
	<ul style="list-style-type: none"> • Año: 2017 • Inversión: 0,3M€ • % entrada: 51% (49% en los 4 socios directivos) • % actual: 81 % • Sede: Madrid • Software para Mayorista y Distribución <u>Food</u>. • VV₂₀₁₇: 0,7 M€ 	<ul style="list-style-type: none"> • Año: 2021 • Inversión: 1,1 M€ • % entrada: 62% (38% en los 4 socios directivos) • Sede: Bilbao • Software para Mayorista y Distribución <u>Food</u>. • VV₂₀₂₀: 2,0 M€. 	<ul style="list-style-type: none"> • Año: 2021 • Inversión: 0,2 M€ • % entrada: 51% (49% en socio directivo) • Sede: Lisboa • Software para <u>Retail</u> Especialista. • VV₂₀₂₁: 0,7 M€. 	<ul style="list-style-type: none"> • Año: 2023 • Inversión: 0,3 M€ • % entrada: 40% +12% (48% en los 4 socios directivos) • Sede: Barcelona • Software para Restauración. • VV₂₀₂₃: 1,8 M€.

La política de adquisiciones de Tier1 ha sido tradicionalmente muy prudente y pensamos que lo seguirá siendo. Hasta 2024, el target era adquirir una empresa de pequeña dimensión con software propio para los sectores de retail y restauración, intentando que los socios fundadores se mantuvieran en el capital y financiando la compra solo con fondos propios. Las compras realizadas de compañías no han estado centradas en la aportación de volumen, sino que siempre han tenido un ángulo de aportación de un producto nuevo o complementario a los que realiza Comerzzia, una tipología de cliente en el que la penetración de comerzzia o Tier1 es limitada o un nuevo mercado geográfico.

En el conjunto de esas operaciones pasada, el grupo ha invertido unos dos millones de euros (por una media de participación del 57%) y ha consolidado 5,2 mEUR de ventas en ese periodo. Teniendo en cuenta la valoración por el 100% de esas empresas, el múltiplo implícito pagado por Tier1 ha sido de 0,64x precio/ventas.

Entre 2017 y 2024e, estimamos una tasa de crecimiento media anual, tacc, del 15,4% y sin las adquisiciones hubiese sido del 11,7%, es decir el crecimiento no orgánico ha aportado casi el 25% del crecimiento.

Además de estas adquisiciones, Tier1 ha materializado en 2022 una JV con Seidor Retail Brasil, como otra forma no orgánica de crecimiento, que contribuirá a alcanzar el objetivo de alcanzar en 2026 unas ventas de 3 mEUR en Latinoamérica.

2024-2026 un impulso controlado al crecimiento inorgánico

El plan estratégico presentado recientemente, añade cierta ambición a la política de M&A con el objetivo de impulsar el crecimiento, aunque manteniendo el riesgo controlado. En adquisiciones ahora se contempla no solo a los productores de software sino a empresas de servicios de IT e implantadores de software. El tamaño objetivo sería de entre 5 y 10 mEUR y la participación siempre por encima del 50%. En términos de criterios financieros, seguirá prefiriéndose que no haya ni pasivo laboral ni deuda elevados, pero si se utiliza deuda, se fija en 1,5x sobre Ebitda el máximo de endeudamiento. Más allá de las adquisiciones, no se excluyen fusiones potenciales con empresas de volumen de negocio iguales o superiores a la propia Tier1, con foco en retail.

El foco sectorial seguirá siendo el retail generalista o retail especializado (como por ejemplo farmacia). En el ámbito geográfico sigue siendo Iberia pero se amplía a Latam y a Europa, sobre todo Francia y Portugal.

En el plan estratégico presentado, no se incluyen los ingresos ni las inversiones de posibles operaciones corporativas, pero nosotros hemos seguido incluyendo una adquisición de 2 mEUR de ingresos en 2026, en 2029, 2031 y 2033, con un multiplicador conservador de 0,75x precio/ventas.

Una base de clientes amplia y con peso sobre ventas diversificado

Tier1 tiene en su actividad consolidada unos 1.000 clientes que ha multiplicado por 3 en los últimos 5 años. En las actividades en expansión la solución comerzzia ha multiplicado sus clientes por 3x desde 22 a 60 entre 2016 y 2018. Según los últimos datos los 10 primeros clientes generan el 42% de las ventas, por lo tanto, los restantes 340 clientes aportan el 58%. El primer y segundo cliente aportan respectivamente el 15% y 10% de las ventas del Grupo. Como se demostró durante la Pandemia de 2020, las reestructuraciones, los impagos y provisiones son bajos en el sector ya que los servicios de IT que presta Tier1 son necesarios para la continuidad de la actividad.

A pesar de la gran cantidad de clientes, podemos destacar los principales verticales en los que trabaja Tier1:

- **Retail y Horeca**
- **Fabricación**
- **Servicios:**
- **Distribución**
- **Ingeniería**
- **Administraciones Públicas**

La penetración de Tier1 es mucho mayor en el sector de retail (lógicamente por su origen empresarial), mientras que el camino a recorrer en otros sectores como restauración, industria o servicios, el mercado potencial que se puede capturar es muy significativo.

Tier1-Comerzzia aportan valor a los clientes: casos de éxito

Entre algunos de los muchos casos de éxito y los logros conseguidos para el cliente, podemos destacar los siguientes:

- **SPAR:** Se ha realizado, el Smart Check Out, la gestión de campañas y el OMS desde tienda, consiguiendo un aumento del ticket medio y de las ventas por m2.
- **E.Leclerc:** Preparación de pedidos en tienda, Click&Car, integración del sistema promocional, aumentando la venta on-line y el tráfico en tienda.
- **IskayPet:** Solución global unificada, gestión de campañas y analítica avanzada, fidelización y promociones, impulsando las experiencias unificadas y flexibles.
- **Bimba y Lola:** Solución global unificada con integración de promociones y fidelización, consiguiendo una rápida internacionalización y un aumento de tráfico y facturación en tienda.
- **Transgourmet: Servicios** de IT con soporte remoto y presencial, servicios auxiliares para las 78 sedes y 11.000 elementos en España, con 3.000 usuarios.
- **Empresa tier 1 de retail en España:** Soporte on site para 8.000 balanzas incluyendo revisiones legales y soporte presencial, remoto y de servicios auxiliares.

La distribución necesita aumentar la inversión en IT

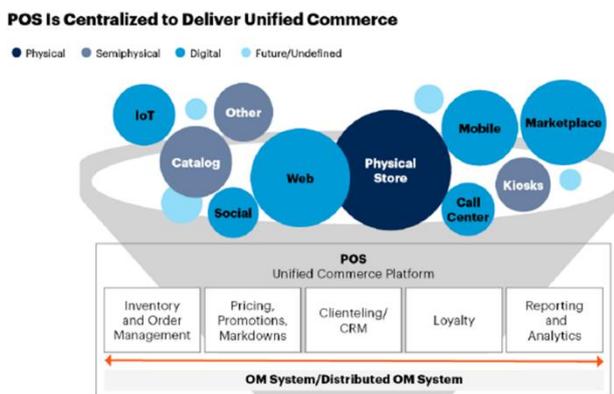
El futuro de la integración de las diferentes plataformas de comercio pasar por la digitalización integrada de los puntos de venta de la cadena de tiendas y para esto la oferta de comerzzia desarrollada y distribuida como SaaS por Tier1 y otros vendors, tiene plena operatividad. Las aplicaciones de punto de venta anclan las plataformas de comercio unificado para una experiencia del cliente sin fisuras en todos los puntos de contacto con el minorista a través de la red multicanal.

En cierto modo, el sector retail continúa experimentando cierta disrupción con la necesidad de gestionar los siguientes desafíos:

- a) Creciente complejidad de la experiencia de compra, ya que las nuevas herramientas y canales hacen del comercio una actividad omnicanal, más que multicanalidad, ya que los diferentes canales de compra están integrados para ofrecen una experiencia fluida y sin fricciones, que es una de las funcionalidades que ofrece comerzzia. Entre un 50% y un 75% de los consumidores utilizan una combinación de canales online y offline, con EEUU en el rango más elevado y Europa en el bajo.
- b) Las cadenas de suministro siguen teniendo fisuras que necesitan mejorarse y las políticas comerciales necesitan adaptarse a los movimientos de la cadena de valor para no provocar impactos a las cadenas de distribución como falta de oferta.
- c) Mayor competencia, ya que la digitalización rebaja las barreras de entrada en el sector, elevando el coste de adquisición por cliente, que según algunos estudios se ha multiplicado por tres desde los años previos a la pandemia.
- d) Impactos de la inflación, que hacen que las preferencias de los consumidores sean muy cambiantes y la lealtad a las marcas y productos se haya reducido drásticamente.
- e) Los proveedores de marketing y IT deben dar más por menos y por ello los clientes buscan las mejores soluciones modulares para el sector, segmento en el que se posiciona comerzzia.

En este contexto, el segmento de los distribuidores de mediano tamaño está evolucionando en sus demandas de soluciones de digitalización siguiendo las siguientes tendencias:

1. Soluciones unificadas para todas las necesidades
2. Soluciones flexibles con agilidad en la implementación de capacidades necesarias para sobrevivir en un entorno sectorial cambiante.
3. Soluciones que permitan la conexión de puntos de venta asociados con todas las funcionalidades de datos e información
4. Soluciones en la nube nativa que garanticen la resistencia, la seguridad y la privacidad de los datos, así como la recuperación en caso de desastre.



Source: Gartner Market guide

Comerzzia se ha adaptado rápidamente al desarrollo de las aplicaciones de los puntos de venta para distribuidores de tamaño medio-pequeño, incorporando aplicaciones nativas en la nube, complementarias y sin las ataduras que suelen tener las aplicaciones ofrecidas a los grandes retailers. En el mercado hay aplicaciones nacidas directamente para los dispositivos móviles que ofrecen los diferentes roles de las tiendas asociadas. La mayoría de los desarrolladores se centran en soluciones basadas en la nube para adaptarse al crecimiento de la implementación de la instalación en la nube.

El mercado para Comerzzia está formado por todas aquellas empresas de retail medianas y grandes que vean que la funcionalidad de sus Puntos de Venta no aportan todo lo necesario para ofrecer una experiencia adecuada a sus clientes, comparando sus funcionalidades actuales con la necesidad de ofrecer una capacidad unificada de click and collect, remplazo de existencias, atención al cliente, servicio premium de gestión de la orden de compra y una experiencia de fidelización, con programas y análisis de los datos de comportamiento comercial de sus clientes.

El mercado objetivo de comerzzia

El software comerzzia facilita esa evolución desde los puntos de venta (PoS) hacia red de soluciones multicanal en la que el PoS es el anclaje de una plataforma comercial unificada, que además de la funcionalidad de ventas, reporting y devoluciones, debe ofrecer otras funciones como compras de inventarios fuera de las tiendas, programas de fidelización y de personalización, así como la posibilidad de combinación de compra on line con recogida física.

El segmento al que se dirige principalmente Comerzzia es el de los distribuidores retail con presencia multicanal, multi-geografía, incluyendo tiendas físicas y ventas on-line.

Y en este universo de compañías, Comerzzia y por lo tanto Tier1, tienen aún mucho mercado que capturar, porque la experiencia de cliente (CX) aún tiene mucho que mejorar según algunos estudios de mercado que señalan que mientras una gran mayoría de empresas afirman que ofrecen una buena CX, ni tan siquiera un 15% de los clientes afirma que las empresas están creando una experiencia que les haga ser altamente leales a la marca.

Al final la gestión coordinada de la empresa, en su actividad de back y front y entre todos sus canales de venta, no solo optimiza los procesos y por tanto mejora los resultados, sino que realmente mejora la CX y por ello, potencialmente puede incrementar las ventas. Al contrario, una mala CX puede frenar a muchos consumidores a repetir compras en un operador aunque su producto sea muy bueno. Y ahí es donde entra en juego la oferta de comerzzia.

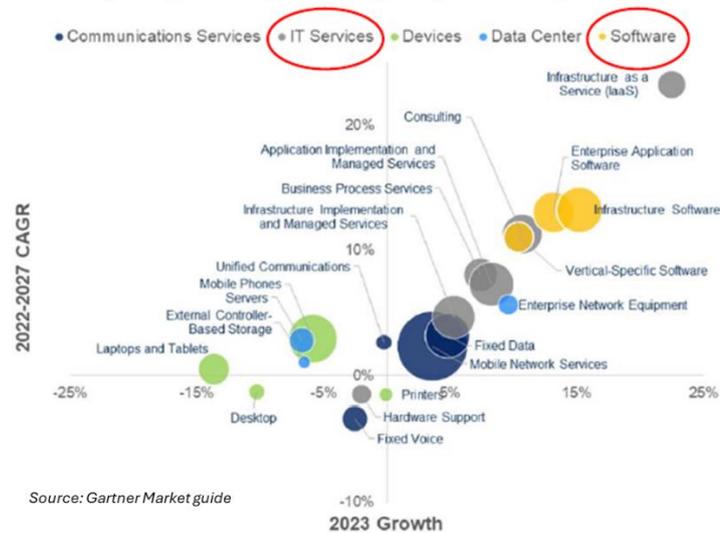
Software y IaaS: los segmentos de IT con más crecimiento

De acuerdo con diferentes estudios de mercado y declaraciones de agentes consolidados en el mundo del retail, esperamos que la inversión en IT del sector recupere y se estabilice en un dígito alto de crecimiento medio anual en los próximos cinco años. Este crecimiento está por debajo de la media de crecimiento de la inversión en IT de todas las industrias que se aproximará al 9%, con sectores como las utilities, las de salud o los sectores financieros (bancos y seguros) creciendo incluso por encima del 10%. Pensamos que la necesidad de avanzar en la transformación digital del sector retail, seguirá impulsando el crecimiento del gasto en IT en la mayoría de los verticales.

Dentro de la categoría de IT incluimos diferentes segmentos con distintas previsiones de crecimientos. La media mencionada de crecimiento de un dígito medio alto (5-7%), está apoyada en un crecimiento más elevado 8-10% en software y servicios de IT, que son precisamente los principales nichos en los que Tier1 y comerzzia desarrollan su actividad. El segmento de telecomunicaciones ya está bastante maduro y se mantendrá sin crecimiento pero estable y otros nichos como el hardware, los negocios de uso de data center o el mantenimiento de la infraestructura interna crecerán entre el 0% y el 5%.

De acuerdo con estas estimaciones de evolución de las inversiones tecnológicas del sector retail, las dos actividades principales de Tier1, servicios de IT y software propio, serían justamente los dos segmentos con mayor crecimiento a medio plazo.

Global IT Spending Growth by Market Segment (Constant US\$)



Este atractivo crecimiento en software (8-10%) se apoya en casi todos los tipos de software ya que tanto los programas específicos, como los genéricos (ERP, SCM, CRM) crecerán alrededor del 9%. La mayor parte de parte de la inversión en software, que es la de infraestructuras estimamos que se incrementará de media anual en alrededor del 11% y todo lo relacionado con análisis de datos y business intelligence también crecerá a doble dígito.

Dentro de la inversión en IT services, destaca el fuerte crecimiento de IaaS que debido a la necesidad de flexibilidad en los servicios puede incrementarse en más de un 20%. El resto de servicios como consultoría, Business Process Services y los servicios internos pensamos que tendrán una evolución algo superior al IPC entre 4%-6%.

En términos geográficos, las mayores tasas de crecimiento se esperan en Asia, con una expansión anual de casi el 10% y en EEUU, aunque en este caso, no esperamos mucha diferencia en otras regiones como EMEA, sino simplemente diferencias de menos de un punto. Latinoamérica se situaría entre Europa y EEUU en términos de crecimiento medio del medio plazo.

Los principales drivers de la transformación digital del mercado IT son:

- **Movilidad:** que permite acceder y gestionar la información y los servicios desde cualquier lugar y en cualquier momento.
- **AI:** es una de las prioridades de inversión para rediseñar procesos o repensar las experiencias e interacciones con clientes.
- **SAAS/CLOUD:** permite a las empresas escalar sus recursos informáticos según las necesidades, pagando solo por el uso realizado.
- **Gestión de Datos y Ciberseguridad:** La mejora de la gestión de los datos y la ciberseguridad es una prioridad muy importante para las empresas.
- **Cambios en los hábitos de consumo:** ya que éstos, están teniendo un impacto significativo en cómo las empresas crean valor.

Y los driver específicos para la transformación digital del mercado retail incluyen el Comercio Unificado, el sistema de gestión de órdenes, gestión de la fuerza laboral, la disponibilidad de una tecnología integrable, modular y flexible y necesidad de que el software acompañe en la expansión internacional sin limitaciones, por ejemplo de las diferencias de fiscalidad.

Plan estratégico 2024-2026: crecimiento rentable

La empresa ha presentado un plan estratégico 2024-2026, que ha impulsado el consejo, una vez finalizado con éxito los anteriores centrados en el salto al BME Growth y la consecución del liderazgo en IT retail en Iberia. Los objetivos principales de la estrategia serían los siguientes:

1. Desarrollo internacional, convirtiendo a comerzzia en el líder en Iberia y referente en Europa y Latam.
2. Afianzar el liderazgo de servicios IT en el sector retail en Iberia.
3. Complementar el crecimiento orgánico vía adquisiciones de forma rentable
4. Reforzar las capacidades y el talento de la organización para una nueva dimensión de la empresa y un nuevo target de clientes.

Para cumplir esos objetivos, Tier1 ha definido unos ejes de crecimiento con unas palancas para apoyarlo:

1. Fortalecer comerzzia en Iberia y desarrollarla internacionalmente, desarrollando una red de partners globales y locales. En el aspecto de los partners ya se está avanzando, focalizándose en los actuales en Iberia (Tier1, Seidor e Inetum), en Brasil en la JV con Seidor Brasil, en Colombia y Chile con Belltech, en Italia Retex y en Francia y México se está buscando un partner local para establecer JV.
2. Desarrollo de un caudal de productos y servicios competitivos y de alta calidad en IT para el sector retail en Europa, que garanticen crecimiento y rentabilidad. Se aprovecha el hecho de que el 79% de los CIOs del sector minorista tienen intención de aumentar el número de tiendas físicas y el 69-71% de incrementar la inversión en tecnología para tiendas.
3. Refuerzo de la presencia de servicios de IT de Tier1 en la industria, con impulso al software propietario como Securinvoice y Atractor, que favorecerá un crecimiento del 28% en cagr 2023-2026 de la facturación en ese sector hasta 2,5 mEUR.
4. Mejora de la eficacia y la eficiencia de los procesos operativos y de soporte clave, con una unificación tecnológica de las empresas de grupo de cara a las inversiones en I+D, con foco en la aceleración de uso de la IA aplicada a comerzzia, a los procesos y calidad de programación y a la propia productividad interna.
5. Atracción, desarrollo y fidelización de talento.
6. Reordenación accionarial y gobernanza reforzada.

De los objetivos estratégicos a los objetivos financieros

La traducción en cifras objetivo para 2026, de las actuaciones estratégicas es la siguiente:

Tier1: objetivos 2026, crecimiento rentable para los accionistas

	2023	2026
Ingresos	21,8 M€	31-33 M€
EBITDA	3,1 M€	4,8 M€
% Ingresos Internacionales	6,0%	12-15%
% Ingresos Recurrentes	≈50%	> 50%
Inversión en Software	Prudencia	< 0,8 M€/año
Dividendos	Continuidad	Pay out ≈ 50% sobre Resultado Neto Atribuible

Resultados de 2023: el broche de un buen track récord

El crecimiento del 19% en las ventas el año 2023, significó una continuidad de lo que ha sido el crecimiento medio anual desde la pandemia (2019-23 CARG 21,5%) y adicionalmente significó un aumento del margen Ebitda que superó el nivel de 2017, que por ahora había sido el máximo histórico. Hay que destacar que en 2023 no se incluye crecimiento inorgánico, ya que la adquisición de Next (una compañía de IT especializada en restauración) no se consolidará hasta 2024.

Las principales cifras de las partidas financieras más destacables son las siguientes:

Tier1: selected 2023 financial items			
mEUR	2023	2022	Incr.
Sales	21.8	18.3	19.1%
Software	9.7	7.7	26.4%
IT Services	10.9	8.2	33.0%
Others	1.2	2.4	-50.5%
Order Intake	20.0	11.8	69.8%
Recurrent *	10.3	9.3	10.8%
o/sales	47.4%	50.9%	
Ebitda	3.2	1.9	68.4%
o/sales	14.7%	10.4%	
Net Income	1.7	0.9	91.6%
Equity	7.5	5.9	26.7%
Net Cash	3.1	0.1	
Total Dividend **	0.8	0.3	156.7%

Tier1. GVC Gaesco Valores

* Revenues from multi-year contracts. ** payment

Las cifras de 2023 son un reflejo de cuáles son las tendencias que forman parte del objetivo de la empresa y que pensamos pueden seguir consiguiendo en el corto plazo. Destacaríamos la siguiente evolución:

1. Crecimiento de ventas. En 2023 han crecido un 19%, muy cerca del 21,5% media desde 2019 y el doble de lo que conservadoramente esperamos de media en los próximos 5 años. El sector estratégico de retail sigue mostrando un fuerte crecimiento del 16% similar al 2022. Estimamos que este incremento de las ventas ha estado significativamente por encima del crecimiento de la inversión en IT realizada por el sector retail a nivel mundial que según diferentes fuentes se ha situado entre el 4% y el 6% en 2023.
2. Aumento del margen Ebitda, por el incremento del peso de software propio desde el 42% de 2022 al 45% en 2023.
3. Crecimiento de las ventas procedentes de contratos plurianuales, que representan la recurrencia y visibilidad de los ingresos. Suben un 11% en 2023 y se colocan en el 47,4% del total de los ingresos de 2023, algo por debajo del 50,9% de 2022 por el fuerte aumento de las ventas de software, que suelen tener menos recurrencia.

Tier1: Recurrent Revenues

	Annualized recurrent					Total Reported	
	2023	% total	2022	% total	Incr.	2023	2022
Own Software	4.3	44%	3.5	46%	21%	9.7	7.7
Infrastructure	4.8	44%	4.5	55%	7%	10.9	8.2
Others	1.2	100%	1.3	53%	-5%	1.2	2.4
Total	10.3	47%	9.3	51%	11%	21.8	18.3

Source: Tier1

4. Sólida situación financiera, no solo manteniendo la posición de caja sino incrementándola desde menos de 1 mEUR a más de 3 mEUR.
5. Aumento del dividendo a pagar en 2024, desde 0,3 mEUR a 0,770 mEUR, cuando el máximo anterior fueron 0,45 mEUR en 2022, ya que se ha mantenido el 50% de Pay Out, en línea con lo reafirmado en el plan estratégico.

La compra de Nextt en 2023 y primera consolidación en 2024, puede hacer que los márgenes en este año sean algo inferiores al 15% que esperamos a medio plazo.

Resultados y cash Flow: continúa el crecimiento

El hecho de que Tier1 se haya especializado en el sector retail y distribución, se ha reflejado en un crecimiento medio, 2019-23 CARG, del 24% en las ventas a este segmento, mientras que en otros sectores el crecimiento ha sido del 13,6%.

Nuestras hipótesis de crecimiento medio para los próximos 6 años del 11% de ingresos, está apoyado en las mayores inversiones que el sector de la distribución está realizando después de la pandemia, para poder ser competitivo y mantener cuota de mercado después de una vez se recupere la normalidad, ya que la pandemia ha acelerado la tendencia de digitalización y la necesidad de tener una eficiente plataforma de omnicanalidad.

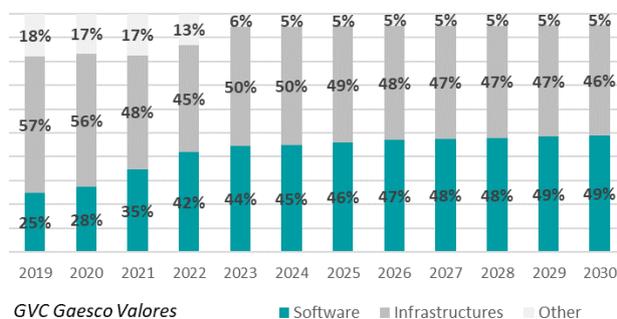
TIER1: Earnings & Cash Flows estimates

mEUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	CAGR 19-23	CAGR 23/30
Retail & Distribution	5.9	7.3	10.3	12.0	14.0	17.6	20.7	26.1	28.3	30.3	34.1	36.2	24.0%	14.6%
Industry & Services	2.5	3.2	3.4	3.5	4.2	4.4	4.7	5.1	5.4	5.7	5.9	6.1	13.6%	5.8%
Others	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1		
Public Sector	1.4	2.0	3.2	2.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7		
Total Revenues	10.0	12.9	17.1	18.3	21.8	25.7	29.1	34.9	37.3	39.6	43.7	46.0	21.5%	11.3%
Ebitda	1.2	1.4	2.2	1.9	3.149	3.5	4.1	5.0	5.6	5.9	6.6	7.0	26.4%	12.0%
% o/sales	12.3%	11.2%	13.2%	10.4%	14.4%	13.7%	14.0%	14.4%	14.9%	15.0%	15.0%	15.1%		
D&A	-0.3	-0.3	-0.7	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0		
Ebit	0.9	1.1	1.5	1.0	2.2	2.5	3.1	4.0	4.6	5.0	5.6	6.0	24.7%	15.2%
Net Income	0.6	0.8	1.2	0.9	1.7	2.0	2.5	3.2	3.7	4.1	4.7	5.1	27.7%	16.8%
FFO	1.0	1.2	2.0	1.8	2.8	3.0	3.5	4.2	4.7	5.1	5.7	6.0		
WCR	-0.2	0.6	0.2	-1.5	1.5	-0.4	-0.4	-0.7	-0.4	-0.4	-0.6	-0.3		
Capex	-0.3	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4		
FCF	0.5	1.3	0.8	-0.2	3.5	1.4	2.2	1.8	3.5	4.3	3.5	5.0		

GVC Gaesco Estimates

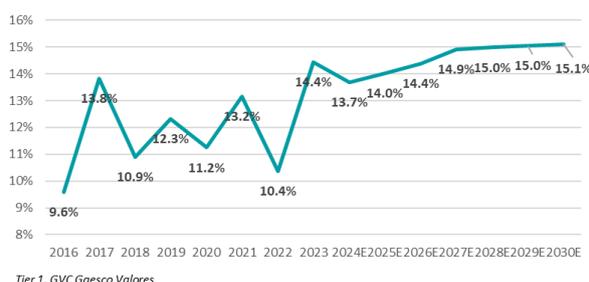
En 2024, la consolidación de Next aporta 2 mEUR de ingresos potenciales pero un menor margen Ebitda, la incorporación en Tier1 permitirá mejorar esa rentabilidad, ya que estaba determinada por el reducido tamaño de la empresa. En cuanto al crecimiento por producto propio software y servicio, la tendencia que esperamos es la que se ve en el siguiente gráfico.

Tier1: sales mix by product type

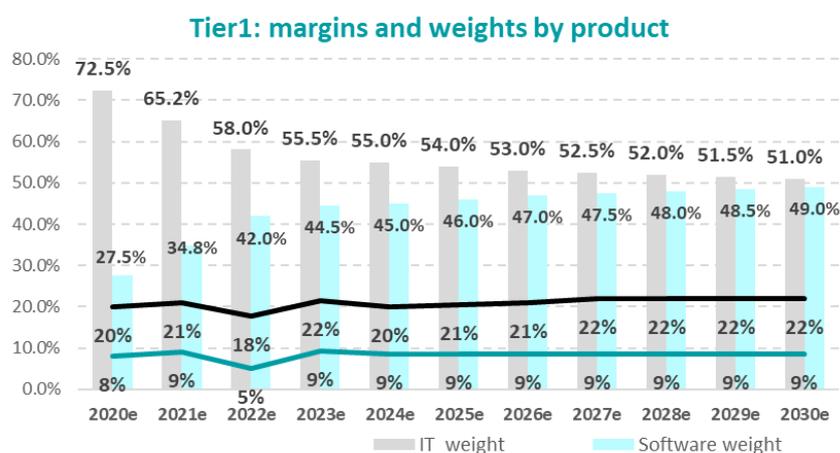


Somos conscientes de que somos conservadores, ya que solo incrementamos el peso un 5% desde el 44% al 49%, pero queremos ver cómo funciona la JV con Seidor en Brasil y como se implanta el producto de Next. Gracias a la creciente aportación del producto propio y a las ventas cruzadas procedentes de las últimas adquisiciones y más ventas de software propio en modalidad SaaS, esperamos una mejora de los márgenes Ebitda. Nuestra previsión de márgenes Ebitda es la siguiente:

Tier 1: Ebitda/ventas



La realidad es que el margen bruto del producto comertzia podría ser de alrededor del 60% pero hay que tener en cuenta las comisiones cedidas a los partners distribuidores. A nivel de grupo Tier 1, mantenemos a largo plazo un margen Ebitda del 15% y es el que hemos utilizado para la valoración por descuento de flujos.



GVC Gaesco Valores

Aunque podría ser superado a largo plazo, la razón de mantenerlo en esos niveles es la mencionada necesidad de ceder unas importantes comisiones de comercialización en un momento de expansión nacional e internacional. Además, en un momento en el que la empresa está en expansión y entrando fuerte en el segmento de grandes clientes (top 50 en distribución de alimentación), los procesos de implantación en este tipo de clientes suelen tener un ramp-up del contrato en el que Tier1 tiene que “sacrificar” márgenes a corto plazo para establecerse como proveedor y tratar de incrementar la penetración con más productos y servicios.

Incluimos un moderado crecimiento inorgánico

Respecto a crecimiento inorgánico, en los años posteriores hemos incluido una adquisición del mismo tamaño en los años 2024 (la mencionada Next), 2026, 2029, 2031 y 2033. Es decir, en cada uno de esos ejercicios incorporamos 2mEUR de crecimiento no orgánico y la inversión correspondiente de 1,5 mEUR por operación (0.75 precio/ventas), que por la estructura de pago, dividimos entre dos años (el de la operación y el siguiente).

Pensamos que, dada la situación financiera y la caja generada, se pueden afrontar estas operaciones sin necesidad de ampliaciones de capital, aunque por motivos de ampliación del free-float y el tamaño de la empresa, no descartamos que se contemplen.

TIER1: margins and profitability

mEUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ebitda Margin	12.3%	11.2%	13.2%	10.4%	14.4%	13.7%	14.0%	14.4%	14.9%	15.0%	15.0%	15.1%
Ebit Margin	9.2%	8.8%	8.9%	5.7%	10.3%	9.9%	10.6%	11.5%	12.2%	12.5%	12.8%	13.0%
Net Income Margin	6.4%	6.6%	7.1%	4.9%	7.8%	7.8%	8.5%	9.3%	10.0%	10.3%	10.7%	11.0%
ROE	18.6%	22.7%	21.6%	15.1%	22.9%	23.1%	24.1%	26.2%	25.4%	24.0%	23.5%	22.1%
ROIC	21.3%	31.9%	22.9%	12.8%	37.3%	37.6%	43.2%	44.9%	49.2%	54.6%	53.2%	56.2%
FCFYield (RRPP)	2%	4%	2%	-1%	11%	5%	7%	6%	11%	14%	11%	16%

GVC Gaesco Estimates.

La rentabilidad de la empresa en términos de ROE es bastante atractiva y está por encima de las empresas comparables del sector y esperamos que se mantenga entre el 20% y el 25% en el medio plazo. En lo referente a la generación de caja, vemos que el grado de conversión del Ebitda en Fondos generados por las operaciones es muy elevado, estimándolo en un 75%-80% en el medio plazo (en 2022 el FCF se penalizó por un consumo no recurrente de circulante y por el contrario en 2023, se benefició de la normalización del mismo).

Sólida posición financiera y circulante controlado

Tier1 ha vuelto a demostrar en 2023 la solidez financiera de su balance, con una posición neta de tesorería que alcanzó casi 3 mEUR a cierre del año, frente a una posición equilibrada en 2022, gracias al elevado grado de conversión de los resultados en caja.

TIER1: Cash Flow and investments estimates

mEUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	CAGR 19-23	CAGR 23/30
FFO before wc	1.0	1.2	2.0	1.8	2.8	3.0	3.5	4.2	4.7	5.1	5.7	6.0	27.3%	11.8%
wc needs	-0.2	0.6	0.2	-1.5	1.5	-0.4	-0.4	-0.7	-0.4	-0.4	-0.6	-0.3		
FFO	0.8	1.8	2.2	0.3	4.3	2.6	3.1	3.6	4.4	4.7	5.1	5.8	51.5%	3.0%
Capex	-0.3	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4		
Acquisitions&dispos.	0.0	0.0	-1.1	0.0	-0.2	-0.6	-0.3	-1.1	-0.4	0.0	-1.1	-0.4		
FCF	0.5	1.3	0.8	-0.2	3.5	1.4	2.2	1.8	3.5	4.3	3.5	5.0	64.5%	0.0%
Dividends	-0.4	-0.30	-0.35	-0.45	-0.30	-0.77	-0.90	-1.12	-1.46	-1.68	-1.84	-2.11	-6.9%	35.4%
Others	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
Net Cash/debt change	0.1	1.0	0.4	-0.6	3.2	0.6	1.2	0.7	2.0	2.6	1.7	2.8		
FCFYield (RRPP)	2%	4%	2%	-1%	11%	5%	7%	6%	11%	14%	11%	16%		
FFO/Ebitda	66%	123%	100%	17%	135%	74%	75%	71%	78%	80%	77%	83%		

GVC Gaesco Estimates. * (+reduction/-incr.)

Esta posición financiera es el resultado de una caja que aumenta desde 1.65mEUR en 2022 hasta 4,4 mEUR en 2023, y una deuda bruta que baja desde 1,3 a 0,5 mEUR. Dicha deuda bruta estaba básicamente ligada a proyectos y los costes medios son bajos, ya que esta deuda incluye financiación del estado o entidades públicas a I+D o préstamos ICO.

Además de la reducida deuda, otras dos características del balance de Tier1 son: 1) el relativamente elevado peso del circulante, y en especial por el saldo de clientes y 2) la importancia de los activos inmateriales (lógicamente programas informáticos).

TIER1: Balance-sheet selected item

mEUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Equity	3.5	3.7	5.6	5.9	7.5	8.7	10.3	12.4	14.7	17.1	19.9	22.9
Net Debt (cash)	-0.1	-1.0	-0.8	0.2	-3.0	-3.6	-4.9	-5.6	-7.6	-10.2	-11.8	-14.7
Invested Capital	3.5	2.8	5.3	6.5	4.8	5.4	5.7	7.2	7.4	7.3	8.4	8.5
Fixed Assets	1.2	1.1	3.8	3.5	3.3	3.5	3.4	4.2	4.1	3.6	4.2	4.0
o.w. Intangible Assets	0.7	0.7	2.3	2.1	1.8	2.0	2.0	2.6	2.6	2.3	2.8	2.7
Total Assets/liabilities	6.6	7.9	12.6	12.8	14.0	15.3	16.2	18.6	19.2	19.3	21.1	21.6
DN/Ebitda	-0.1x	-0.7x	-0.4x	0.1x	-0.9x	-1.0x	-1.2x	-1.1x	-1.4x	-1.7x	-1.8x	-2.1x
Working Capital	2.3	1.8	1.5	3.0	1.5	1.9	2.3	3.0	3.3	3.7	4.3	4.5
(o/sales)	23.1%	13.7%	9.0%	16.3%	6.9%	7.3%	7.9%	8.5%	8.9%	9.3%	9.7%	9.8%
Receivables	4.0	4.6	5.8	7.2	6.0	7.1	8.0	9.6	10.3	10.9	12.0	12.6
(o/sales)	40.4%	36.1%	34.0%	39.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
Payables	1.4	2.4	3.9	3.9	4.1	4.8	5.4	6.3	6.7	7.0	7.6	8.0
(o/sales)	14.2%	19.0%	22.6%	21.6%	18.7%	18.7%	18.4%	18.1%	17.9%	17.6%	17.3%	17.3%

GVC Gaesco Estimates

Los saldos de clientes supusieron el 56% del total de los activos en 2022, bajando el peso al 43% en 2023 (en términos de ventas ha bajado desde casi el 40% al 28%), por una normalización debido a un proyecto de mayor duración. El peso de los proveedores se ha mantenido en el 30% del activo total (y ha bajado en términos de ventas desde el 22% al 19%). Gracias a ello, el Circulante Neto de tesorería ha reducido su peso respecto a las ventas en 2023 desde el anormalmente elevado 16% al 7%, desde donde pensamos, de forma conservadoras que irá ascendiendo al 10% progresivamente. La compañía no tiene saldos de existencias o productos en curso, ya que utiliza el grado de avance en los proyectos como método de reconocimiento de ingresos y márgenes y los proyectos suelen tener una duración de menos de un año de plazo de ejecución.

A futuro, hemos estimado un mantenimiento de los periodos de cobro y pago, lo que supone cierta estabilidad en el peso de las diferentes partidas del circulante en comparación con los ingresos y por lo tanto una inversión en circulante, solo relacionada con dicho crecimiento.

Otra de las partidas importantes de toda empresa de fabricación de soluciones es el saldo de activos inmateriales. Sin embargo, debido a la conservadora política de reconocimiento de Tier1, el saldo neto de los activos inmateriales sólo alcanzó el 13% del balance total. El valor bruto de las aplicaciones informáticas a 2023 es de 3,1 mEUR, pero de ese importe, 2,3 mEUR ya están amortizados. El resto del activo fijo refleja el valor del hardware y algunas instalaciones en propiedad. Las oficinas centrales y los centros operativos son mayoritariamente arrendados y los pagos mínimos futuros referidos a esos arrendamientos equivalen a unas dos anualidades. El fondo de comercio es de tan solo 0,4 mEUR a pesar de las adquisiciones realizadas en los últimos años.

Subimos nuestra valoración por la mayor visibilidad

Después de varios años con efectos negativos y positivos derivados de la pandemia y de alguna rotación de clientes, pensamos que el año 2023 ha servido para demostrar que Tier1 ha sabido gestionar estas situaciones con una buena flexibilidad por lo que pensamos que la visibilidad sobre el crecimiento a medio plazo ha mejorado, lo que nos ha permitido mejorar las estimaciones de generación de caja y mantener la wacc que aplicábamos del 12% a pesar de la subida de interés, nivel que aún sigue recogiendo la ausencia de deuda y el tamaño limitado de la empresa.

Tier 1: DCF Group

CASH FLOW (EUR m)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Terminal
Net Sales	7.5	9.5	10.9	10.0	12.9	17.1	18.3	21.8	25.7	29.1	34.9	37.3	39.6	43.7	46.0	50.5	53.2	58.1	59.3
% change		25.8%	14.9%	-7.9%	28.6%	32.8%	7.1%	19.2%	17.8%	13.2%	19.9%	7.1%	6.2%	10.3%	5.3%	9.7%	5.4%	9.2%	2.0%
EBITDA	0.7	1.3	1.2	1.2	1.4	2.2	1.9	3.1	3.5	4.1	5.0	5.6	5.9	6.6	7.0	7.7	8.1	8.9	9.1
% margin		13.8%	10.9%	12.3%	11.2%	12.2%	10.4%	14.4%	13.7%	14.0%	14.4%	14.9%	15.0%	15.0%	15.1%	15.2%	15.3%	15.3%	15.3%
% change		81.1%	-9.3%	4.1%	17.5%	55.3%	-15.5%	65.8%	11.6%	16.1%	22.9%	11.1%	6.6%	10.8%	5.8%	10.2%	5.9%	9.6%	2.0%
D&A	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
% sales		0.9%	2.4%	2.6%	3.1%	2.4%	4.3%	4.7%	4.2%	3.8%	3.4%	2.9%	2.7%	2.5%	2.2%	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%
EBITA	0.7	1.1	0.9	0.9	1.1	1.5	1.0	2.2	2.5	3.1	4.0	4.6	5.0	5.6	6.0	6.7	7.2	8.0	8.2
% margin		8.7%	11.5%	8.3%	9.2%	8.8%	8.9%	5.7%	10.3%	9.9%	10.6%	11.5%	12.2%	12.5%	12.8%	13.0%	13.3%	13.5%	13.8%
% change		65.3%	-17.1%	2.9%	22.5%	34.4%	-31.7%	115.0%	13.4%	21.8%	30.0%	13.9%	8.4%	13.2%	7.1%	12.1%	7.0%	11.2%	2.2%
Taxes	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-0.9	-1.0	-1.2	-1.3	-1.4	-1.5	-1.7	-1.6
Normative tax rate		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Actual tax rate		11.5%	13.0%	20.0%	16.9%	18.6%	12.4%	9.6%	16.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPLAT	0.6	0.9	0.8	0.8	0.9	1.3	0.9	1.9	2.0	2.5	3.2	3.6	3.9	4.4	4.7	5.3	5.7	6.3	6.5
Depreciation & other provisions	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Gross Operating Cash Flow	0.7	1.2	1.1	1.1	1.2	2.1	1.8	2.8	3.0	3.5	4.2	4.6	4.9	5.4	5.7	6.2	6.6	7.2	7.4
Capex	0.0	-0.2	0.0	-0.3	-0.5	-1.5	-0.5	-0.7	-1.2	-0.9	-1.8	-0.9	-0.5	-1.6	-0.8	-1.5	-0.8	-1.5	-0.9
% sales		0.0%	2.1%	0.2%	3.3%	3.8%	8.7%	2.7%	3.4%	4.6%	3.1%	5.0%	2.4%	1.2%	3.6%	1.7%	3.1%	1.5%	2.6%
Change in Net Working C.	0.0	-0.1	-0.4	-0.2	0.6	0.2	-1.5	1.5	-0.4	-0.4	-0.7	-0.4	-0.4	-0.6	-0.3	-0.5	-0.3	-0.5	-0.5
Cash Flow to be discounted	0.7	0.9	0.6	0.5	1.3	0.9	-0.1	3.6	1.5	2.2	1.8	3.4	4.1	3.3	4.6	4.2	5.5	5.1	6.0

GVC Gaesco Estimates

Estimamos que la transformación del Ebitda en cash Flow libre de media en los años 2024-2033 de alrededor del 58%, si no se producen variaciones significativas importantes en el circulante, como si sucedió en 2022 y 2023 de forma excepcional.

WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate (FRR)	3.5%	Cumulated DCF (mEUR)	19.7	- Net Financial Debt 24 (mEUR)	3.6
Company Risk Factor or Beta	1.89			- Minorities (estimated value)	0.0
Mkt Risk Premium (MRP)	4.5%	Perpetual Growth (g)	2.0%	+ Associates	0.0
Cost of Equity (Ke or COE)	12.01%	Normalised Annual CF	6.0	- Pension underfunding	0.0
Cost of Debt (gross)	4.25%	Terminal Value (TV)	77.0	- Off-balance sheet commitments	0.0
Debt tax rate *	25.0%	Disc. Rate of T.V.	0.34	+Capital increase	0.0
Cost of Debt net (Kd or COD)	3.19%	Discounted T.V.	26.2	Equity Market Value (EUR m)	49.5
Target gearing (D/E) or % Kd	0%	PV Fiscal credit	-	Number of shares (mll)	10
% Ke	100.0%	Financial assets	-	Fair Value per share (EUR)	5.0
Normative Tax Rate	20%	Enterprise Value (EUR m)	45.9	Price (EUR)	3.1
WACC	12.0%			Potential upside (downside)	60.9%

GVC Gaesco Estimates

Obtenemos una valoración de casi 50 mEUR para el equity de la empresa y de 5 EUR/acc. Los multiplicadores implícitos con esta valoración serían los que exponemos en la siguiente tabla, reflejando los mayores múltiplos por crecimiento del tamaño de la empresa.

TIER1: DCF Valuation Exit Multiples

	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
EV/Sales	2.7x	2.5x	2.1x	1.8x	1.6x	1.3x	1.2x	1.2x
EV/EBITDA	20.4x	24.2x	14.6x	13.1x	11.3x	9.2x	8.2x	7.7x
P/E	41.1x	55.6x	29.0x	24.7x	20.0x	15.3x	13.3x	12.1x

GVC Gaesco Valores Estimates

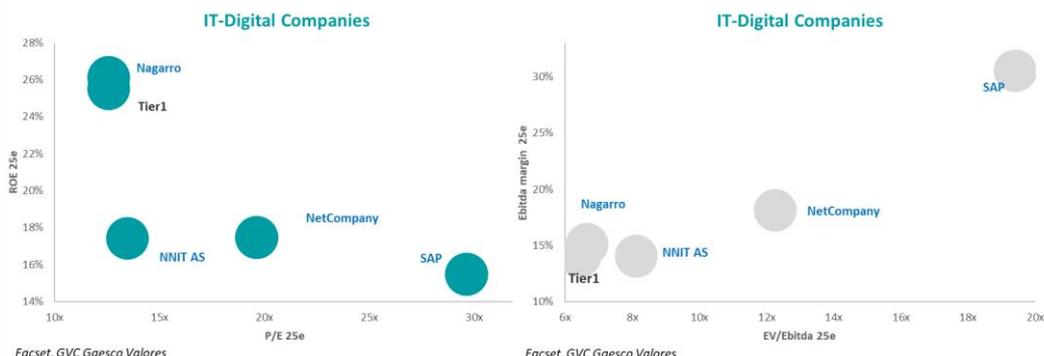
Hemos realizado un análisis de sensibilidad a las variables de valoración g y wacc y al margen Ebitda a largo plazo con los siguientes resultados:

WACC	Normalised EBITDA Margin							WACC	Perpetual growth rate (g)						
	9.3%	11.3%	13.3%	15.3%	17.3%	19.3%	21.3%		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
10.5%	4.4	4.8	5.2	5.5	5.9	6.3	6.6	10.5%	5.4	5.4	5.5	5.5	5.6	5.6	5.7
11.0%	4.3	4.6	5.0	5.3	5.7	6.0	6.4	11.0%	5.2	5.2	5.3	5.3	5.4	5.4	5.5
11.5%	4.1	4.5	4.8	5.1	5.5	5.8	6.1	11.5%	5.0	5.1	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3
12.0%	4.0	4.3	4.6	5.0	5.3	5.6	5.9	12.0%	4.9	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0	5.1
12.5%	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7	12.5%	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	4.9
13.0%	3.8	4.1	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	13.0%	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7
13.5%	3.7	3.9	4.2	4.5	4.8	5.0	5.3	13.5%	4.4	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6

GVC Gaesco Estimates

Análisis de comparables: Tier1 bien posicionado en valoración y rentabilidad

El universo de empresas que hemos utilizado para comparar con la empresa puede incluir algunas que no se ajusten a lo que es Tier1 en la actualidad, pero si a lo que puede ser en unos años con la evolución de su portfolio de productos. Por ello esta valoración puede ser útil para tener una indicación de cuál puede ser la evolución de los multiplicadores a medio plazo. Hay que tener en cuenta que hay compañías globales que realizan una amplia gama de actividades, englobando el despliegue e implantación de infraestructuras, entre las que están las que ejecuta Tier1 y otras compañías, de construcción de software e implantación de soluciones, a veces con mono-producto altamente escalable, que comparan mejor con la actividad de Comerzzia.



De estas comparaciones se pueden extraer dos conclusiones. Por un lado, las empresas con mayor margen Ebitda son más valoradas. Aquellas empresas que tienen un margen cercano o superior al 20%, son valoradas con multiplicadores EV/Ebitda superiores a 13x. Sin embargo, no hay una relación directa visible entre nivel de ROE y valoración por P/E, ya que parece valorarse la perspectiva de crecimiento, aunque sea mediante adquisiciones.

Tier1 presenta un atractivo relativo en valoración, con multiplicadores bajos en términos de P/E y de EV/Ebitda. Sus múltiplos, inferiores a la media sectorial no se justifican por rentabilidad de los recursos propios, que es de las más elevadas, ni por situación financiera (ya que es una de las empresas con menores niveles de endeudamiento). Esperamos que, si la empresa continúa incrementando la proporción de ingresos procedentes de su software propio y sigue demostrando su capacidad de crecer por encima del sector, se producirá una subida de los multiplicadores que el mercado le reconoce.

IT, Consulting, Software and Digital services companies															
Company	Market Cap mEUR	EV/Ebitda		P/Sales		P/E		EV/Ebit		Ebitda Margin		ROE		Deuda/Ebita	
		24e	25e	24e	25e	24e	25e	24e	25e	24e	25e	24e	25e	24e	25e
Atos	101	5.7x	4.9x	0.4x	0.4x	0.8x	0.7x	11.1x	9.6x	6.7%	8.5%	17.5%	17.4%	5.5x	4.8x
Capgemini	32,847	9.2x	8.2x	1.5x	1.3x	15.9x	14.4x	11.0x	9.6x	16.2%	16.5%	17.5%	17.4%	0.3x	-0.1x
cuatrochenta	32	19.0x	12.7x	1.4x	1.2x	38.7x	20.0x	38.0x	19.4x	7.4%	9.1%			3.2x	1.8x
Endava	1,610	12.7x	9.6x	1.8x	1.5x	20.8x	18.4x	15.5x	11.8x	13.8%	15.6%	10.5%	10.9%	-0.6x	-1.0x
Epam Sistemas	9,891	10.6x	8.8x	1.8x	1.5x	18.2x	16.7x	11.6x	9.7x	16.9%	17.3%	15.2%	14.2%	-3.0x	-3.5x
Fujitsu	30,928	11.2x	10.2x	1.4x	1.3x	17.9x	17.5x	15.9x	13.8x	12.2%	13.2%	14.4%	13.9%	-0.4x	-0.4x
GFT	650	7.2x	6.0x	0.8x	0.7x	12.8x	10.5x	9.7x	7.6x	11.1%	11.4%	17.6%	18.3%	0.7x	0.3x
Globant	7,116	16.0x	13.3x	3.0x	2.5x	27.8x	23.5x	20.1x	16.9x	18.9%	19.1%	12.7%	12.9%	-0.6x	-0.9x
Indra	3,355	6.4x	5.5x	0.7x	0.6x	12.2x	11.0x	7.9x	6.7x	11.1%	11.5%	20.9%	19.6%	0.0x	-0.3x
Izertis	240	12.4x	10.1x	1.5x	1.3x	38.1x	26.8x	22.2x	17.2x	15.2%	15.3%	8.3%	10.9%	2.4x	1.9x
Leonardo	12,465	7.3x	6.3x	0.9x	0.8x	13.2x	12.4x	10.7x	8.9x	11.9%	12.5%	10.7%	10.4%	1.0x	0.7x
Nagarro	1,068	8.4x	6.7x	1.2x	1.0x	16.1x	12.6x	11.2x	8.6x	14.3%	15.1%	26.0%	25.5%	0.8x	0.3x
NetCompany	2,022	15.0x	12.3x	2.5x	2.2x	26.1x	19.6x	19.3x	15.5x	16.6%	18.1%	14.3%	17.5%	1.5x	1.1x
NNIT AS	352	12.3x	8.1x	1.4x	1.1x	21.6x	13.5x	14.7x	9.4x	11.1%	14.1%	13.2%	17.4%	0.0x	-0.5x
Oracle	367,551	14.9x	12.9x	8.2x	7.2x	22.9x	19.9x	18.5x	16.1x	54.7%	56.1%	96.0%	69.0%	2.5x	2.0x
Reply	5,099	12.9x	11.3x	2.1x	1.8x	24.1x	21.8x	15.7x	13.7x	16.0%	16.1%	16.4%	15.8%	-1.1x	-1.4x
SAP	227,519	26.6x	19.4x	6.7x	5.9x	40.6x	29.6x	29.3x	22.0x	25.2%	30.5%	12.3%	15.5%	0.0x	-0.4x
SGE	12,727	19.8x	17.3x	4.9x	4.3x	29.6x	26.0x	23.3x	20.0x	24.5%	25.2%	30.4%	29.2%	1.1x	0.6x
Sopra	3,859	5.7x	5.1x	0.7x	0.6x	9.8x	8.7x	7.3x	6.3x	12.6%	12.7%	18.2%	18.2%	0.9x	0.5x
Thales	31,847	11.1x	9.7x	1.7x	1.6x	17.5x	15.8x	14.6x	12.5x	15.7%	16.2%	23.9%	23.7%	1.0x	0.6x
Tier1	31	7.8x	6.5x	1.2x	1.1x	15.5x	12.6x	10.9x	8.5x	13.7%	14.0%	26.7%	26.1%	-1.0x	-1.2x
Sector Median		11.2x	9.6x	1.5x	1.3x	18.2x	16.7x	14.7x	11.8x	14.3%	15.3%	16.4%	17.4%	0.7x	0.3x
Mean Comparable	710	13.7x	11.2x	1.5x	1.2x	32.1x	19.8x	20.8x	16.3x	14.7%	15.2%	13.2%	17.4%	1.2x	0.7x
Mean Mid-small	2,940	11.4x	8.5x	1.6x	1.3x	19.9x	15.1x	13.1x	9.5x	15.1%	15.6%	15.8%	17.4%	0.4x	-0.1x

Facset. GVC Gaesco Valores



ESG Focus

Tier1 es, por tamaño, una empresa que tiene aún unas exigencias regulatorias en materia de ESG limitadas y un impacto directo bajo en el medio ambiente por naturaleza del negocio. Aun así, hay algunos aspectos de compromiso en sostenibilidad que podemos mencionar:

- En medioambiente: La empresa tiene la certificación en gestión ambiental UNE-EN ISO 14001 de Aenor. Esta certificación es una muestra del compromiso del grupo Tier1 con la sostenibilidad ambiental, a través de prácticas diseñadas para reducir el impacto de la empresa en el planeta y fomentar una mejora continua.



- En Social: Tier1 colabora en la integración de personas con discapacidad a través de la fundación Valentín de Madariaga, además da soporte a la conmemoración del día de la discapacidad con Addeco. Por otra parte, patrocina un pádel solitario con el Colegio Portaceli y la Universidad de Loyola y un Cross solidario con la Hermandas del Carmen de San Juan de Aznalfarache.

También patrocina el deporte a través del equipo de ajedrez de la Casa de Ajedrez de Sevilla y el equipo de fútbol juvenil del Centro Deportivo David Castedo.

Otros patrocinios incluyen: a) la Investigación y Universidades como el equipo de fórmula student de la Universidad de Sevilla y la cultura con el patrocinio de Icónica Fest 2024, que es un festival de música en Sevilla donde se celebran 3º conciertos y donde Tier1 es partner tecnológico del evento con su software para Horeca comerzzia Nextt.

- En Gobernanza: La estructura y órganos de gobierno se rigen por principios y valores éticos que garantizan la transparencia y las mejores prácticas de gestión para empleados, clientes y accionistas.

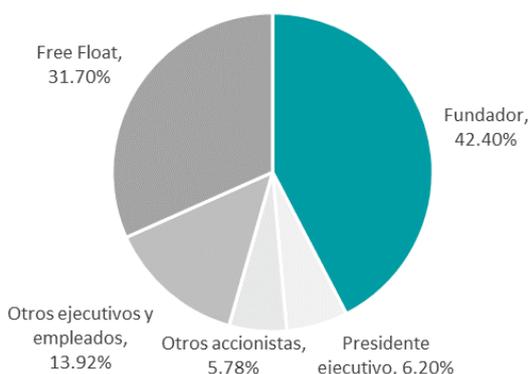
El Consejo de administración está formado por 6 consejeros de los que 3 son ejecutivos y 3 independientes, de los cuales una es mujer. Los principales ejecutivos son el Presidente Eduardo Fuentesal, el Director de Estrategia y principal accionista Javier Rubio y el Director General de Tier1, Leandro Gayango.

- El Free float de la compañía es del 31,37%, mientras que el fundador de la empresa tiene el 42,45% del capital y el resto está repartido entre empleados de Tier1, principalmente directivos, lo que persigue un management comprometido.

Accionistas y retribución

El accionariado de Tier1 ha ido abriéndose progresivamente a nuevos inversores hasta alcanzar el free float actual del 31,7%. La razón de que la entrada de estos nuevos accionistas haya sido progresiva es que la salida al mercado alternativo en 2018 se llevó a cabo a través de un listing de acciones antiguas sin ampliación de capital ni venta de acciones, ya que la fuerte posición financiera de la empresa ha hecho que hasta ahora no se haya necesitado una ampliación de capital.

Tier1 accionariado

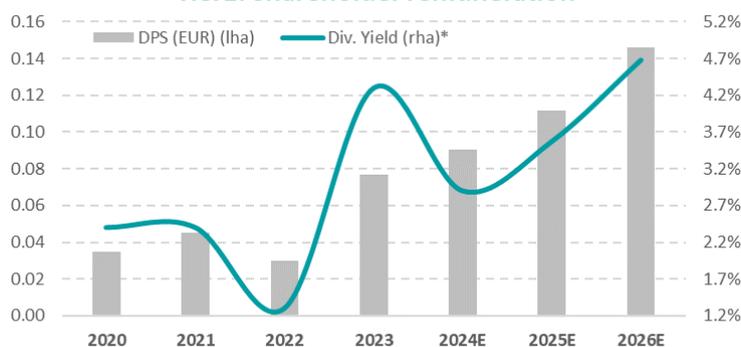


En el último plan estratégico de la empresa, los gestores de la empresa han indicado su intención de mejorar la liquidez del valor facilitando la entrada de inversores estratégicos y contando con la intención del principal accionista y fundador de la empresa de reducir su participación desde el nivel actual hasta el 20% (siempre manteniéndose como principal accionista). Este proceso se hará de forma ordenada, porque el principal objetivo es ensanchar la base de accionistas.

Como hemos señalado, dentro del crecimiento inorgánico, la empresa no descarta la integración con socios industriales que impulsen el crecimiento y aporten valor al proyecto, lo que sería otra palanca de aumento de la base accionarial y mejora de la liquidez. Otra de las opciones para aumentar el accionariado podría ser el intercambio de participaciones minoritarias en filiales por acciones en autocartera.

Un pay-out del 50% una excepción en el sector

Tier1: shareholder remuneration



GVC Gaesco Valores. Tier1 * on avg price for historic and last for estimates

Tier1, ha mantenido en los últimos años un Pay Out del 45% del beneficio atribuido a pagar dividendos. El pago de dividendos parece poco justificado en un sector con fuerte crecimiento, pero se apoya en la saneada situación financiera (con caja neta) que hasta ahora mantiene la empresa. Suponemos que, si se presentan oportunidades de crecimiento no orgánico, más grandes que las que hemos considerado y las realizadas hasta la fecha, esta política puede variarse en aras de un mayor crecimiento.

Tier1 Technology: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Sales	17.1	18.3	21.8	25.7	29.1	34.9
Cost of Sales & Operating Costs	-14.8	-16.4	-18.7	-22.2	-25.0	-29.9
Non Recurrent Expenses/Income	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	2.2	1.9	3.1	3.5	4.1	5.0
EBITDA (adj.)*	2.3	1.9	3.1	3.5	4.1	5.0
Depreciation	-0.7	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0
EBITA	1.5	1.0	2.2	2.5	3.1	4.0
EBITA (adj.)*	1.5	1.0	2.2	2.5	3.1	4.0
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	1.5	1.0	2.2	2.5	3.1	4.0
EBIT (adj.)*	1.5	1.0	2.2	2.5	3.1	4.0
Net Financial Interest	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0
Other Financials	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	1.5	1.0	2.2	2.5	3.1	4.1
Tax	-0.2	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8
<i>Tax rate</i>	<i>12.4%</i>	<i>9.6%</i>	<i>16.6%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	-0.1	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	1.2	0.9	1.7	2.0	2.5	3.2
Net Profit (adj.)	1.2	0.9	1.7	2.0	2.5	3.2
CASH FLOW (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Cash Flow from Operations before change in NWC	2.0	1.8	2.8	3.0	3.5	4.2
Change in Net Working Capital	0.2	-1.5	1.5	-0.4	-0.4	-0.7
Cash Flow from Operations	2.2	0.3	4.3	2.6	3.1	3.6
Capex	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.7	-0.6
Net Financial Investments	-1.1	0.0	-0.2	-0.6	-0.3	-1.1
Free Cash Flow	0.8	-0.2	3.5	1.4	2.2	1.8
Dividends	-0.4	-0.5	-0.3	-0.8	-0.9	-1.1
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Net Financial Debt	0.4	-0.6	3.2	0.6	1.2	0.7
NOPLAT	1.2	0.8	1.8	2.0	2.5	3.2
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Tangible Assets	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	2.8	2.5	2.2	2.4	2.4	3.0
Net Financial Assets & Other	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Total Fixed Assets	3.8	3.5	3.3	3.5	3.4	4.2
Inventories	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
Trade receivables	5.8	7.2	6.0	7.1	8.0	9.6
Other current assets	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Cash (-)	-2.9	-1.7	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
Total Current Assets	8.8	9.3	10.7	11.8	12.8	14.4
Total Assets	12.6	12.8	14.0	15.3	16.2	18.6
Shareholders Equity	4.6	4.9	6.3	8.7	10.3	12.4
Minority	1.0	1.0	1.1	0.0	0.0	0.0
Total Equity	5.6	5.9	7.5	8.7	10.3	12.4
Long term interest bearing debt	1.7	1.4	1.0	0.3	-0.9	-1.6
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Total Long Term Liabilities	2.3	1.9	1.3	0.6	-0.6	-1.3
Short term interest bearing debt	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Trade payables	3.9	3.9	4.1	4.8	5.4	6.3
Other current liabilities	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Total Current Liabilities	4.8	5.1	5.2	6.0	6.5	7.5
Total Liabilities and Shareholders' Equity	12.6	12.8	14.0	15.3	16.2	18.6
Net Capital Employed	5.3	6.5	4.8	5.4	5.7	7.2
Net Working Capital	1.5	3.0	1.5	1.9	2.3	3.0
GROWTH & MARGINS	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
<i>Sales growth</i>	<i>32.8%</i>	<i>7.1%</i>	<i>19.2%</i>	<i>17.8%</i>	<i>13.2%</i>	<i>19.9%</i>
EBITDA (adj.)* growth	55.8%	-15.8%	65.8%	11.6%	16.1%	22.9%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>35.2%</i>	<i>-32.0%</i>	<i>115.0%</i>	<i>13.4%</i>	<i>21.8%</i>	<i>30.0%</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>34.9%</i>	<i>-32.0%</i>	<i>115.0%</i>	<i>13.4%</i>	<i>21.8%</i>	<i>30.0%</i>

Tier1 Technology: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Profit growth	43.2%	-26.4%	91.5%	17.6%	23.3%	31.0%
EPS adj. growth	43.2%	-26.4%	91.5%	17.6%	23.3%	31.0%
DPS adj. growth	28.6%	-33.3%	156.7%	17.5%	23.3%	31.0%
EBITDA (adj)* margin	13.2%	10.4%	14.4%	13.7%	14.0%	14.4%
EBITA (adj)* margin	8.9%	5.7%	10.3%	9.9%	10.6%	11.5%
EBIT (adj)* margin	8.9%	5.7%	10.3%	9.9%	10.6%	11.5%
RATIOS	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Debt/Equity	-0.1	0.0	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4
Net Debt/EBITDA	-0.4	0.1	-0.9	-1.0	-1.2	-1.1
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	60.5	43.3	75.7	n.m.	n.m.	n.m.
Capex/D&A	54.1%	58.2%	59.6%	65.6%	66.0%	62.8%
Capex/Sales	2.3%	2.7%	2.5%	2.5%	2.2%	1.8%
NWC/Sales	9.0%	16.3%	6.9%	7.3%	7.9%	8.5%
ROE (average)	29.9%	18.8%	30.4%	26.7%	26.1%	28.6%
ROCE (adj.)	23.5%	13.0%	39.3%	39.4%	45.1%	46.4%
WACC	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
ROCE (adj.)/WACC	2.0	1.1	3.3	3.3	3.8	3.9
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Average diluted number of shares	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS (reported)	0.12	0.09	0.17	0.20	0.25	0.32
EPS (adj.)	0.12	0.09	0.17	0.20	0.25	0.32
BVPS	0.46	0.49	0.63	0.87	1.03	1.24
DPS	0.05	0.03	0.08	0.09	0.11	0.15
VALUATION	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
EV/Sales	1.8	1.1	0.7	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	13.9	10.3	4.8	7.8	6.4	5.1
EV/EBITDA (adj.)*	13.9	10.3	4.8	7.8	6.4	5.1
EV/EBITA	20.6	18.9	6.8	10.8	8.5	6.3
EV/EBITA (adj.)*	20.5	18.9	6.8	10.8	8.5	6.3
EV/EBIT	20.6	18.9	6.8	10.8	8.5	6.3
EV/EBIT (adj.)*	20.5	18.9	6.8	10.8	8.5	6.3
P/E (adj.)	26.5	21.9	10.7	15.4	12.5	9.5
P/BV	7.0	4.0	2.9	3.6	3.0	2.5
Total Yield Ratio	1.4%	1.5%	2.5%	2.9%	3.6%	4.7%
EV/CE	6.0	3.1	3.3	5.3	4.8	3.7
OpFCF yield	5.8%	-0.9%	20.4%	6.3%	7.7%	9.5%
OpFCF/EV	5.9%	-0.9%	24.4%	7.2%	9.2%	11.5%
Payout ratio	37.3%	33.7%	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%
Dividend yield (gross)	1.4%	1.5%	2.5%	2.9%	3.6%	4.7%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Price** (EUR)	3.21	1.95	1.82	3.10	3.10	3.10
Outstanding number of shares for main stock	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Total Market Cap	32.1	19.5	18.2	31.0	31.0	31.0
Gross Financial Debt (+)	2.1	1.9	1.4	0.8	-0.5	-1.2
Cash & Marketable Securities (-)	-2.9	-1.7	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
Net Financial Debt	-0.8	0.2	-3.0	-3.6	-4.9	-5.6
Lease Liabilities (+)						
Net Debt	-0.8	0.2	-3.0	-3.6	-4.9	-5.6
Other EV components	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Enterprise Value (EV adj.)	31.3	19.6	15.2	27.4	26.1	25.4

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: IT Provider, with focus on the retail and distribution sector (>50% on revenues). The company obtain 30% of revenues from licences and services based on software owned by the Group.

European Coverage of the Members of ESN 1/2

Automobiles & Parts	Mem(*)	Richemont	CIC	Bonduelle	CIC	Cnh Industrial	BAK
Brembo	BAK	Smcp	CIC	Campani	BAK	Corticeira Amorim	CBI
Cie Automotive	GVC	Swatch Group	CIC	Carlsberg As-B	CIC	Ctt	CBI
Ferrari	BAK	Technogym	BAK	Danone	CIC	Danieli	BAK
Forvia	CIC	Trigano	CIC	Diageo	CIC	Dassault Aviation	CIC
Gestamp	GVC	Ubisoft	CIC	Ebro Foods	GVC	Datalogic	BAK
Landi Renzo	BAK	Energy	Mem(*)	Fleury Michon	CIC	De Nora	BAK
Michelin	CIC	Anverne Group	CIC	Heineken	CIC	Desa	GVC
Opmobility	CIC	Eni	BAK	Italian Wine Brands	BAK	Edenred	CIC
Pirelli & C.	BAK	Galp Energia	CBI	Lans on-Boc	CIC	Eleonor	GVC
Renault	CIC	Gas Plus	BAK	Laurent Perrier	CIC	Elis	CIC
Sogefi	BAK	Gtt	CIC	Ldc	CIC	Enav	BAK
Stellantis	BAK	Maire	BAK	Lindt & Sprüngli	CIC	Enogia	CIC
Valeo	CIC	Murel Et Prom	CIC	Nestle	CIC	Exel Industries	CIC
Banks	Mem(*)	Pic	BAK	Orsero	BAK	Fincantieri	BAK
Banco Sabadell	GVC	Repsol	GVC	Pernod Ricard	CIC	Getlink	CIC
Banco Santander	GVC	Rubis	CIC	Remy Cointreau	CIC	Global Dominion	GVC
Bankinter	GVC	Saipem	BAK	Tipiak	CIC	Haulotte Group	CIC
Bova	GVC	Technip Energies	CIC	Vicofan	GVC	Interpump	BAK
Bnp Paribas	CIC	Tecnicas Reunidas	GVC	Vranken	CIC	Legrand	CIC
Caixabank	GVC	Tenaris	BAK	Healthcare	Mem(*)	Leonardo	BAK
Credem	BAK	Totalenergies	CIC	Amplifon	BAK	Lisi	CIC
Credit Agricole Sa	CIC	Vallourec	CIC	Atrys Health	GVC	Logista	GVC
Intesa Sanpaolo	BAK	Vridien	CIC	Biomerieux	CIC	Magis	BAK
Societe Generale	CIC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Diasorin	BAK	Manitou	CIC
Unicaja Banco	GVC	Cir	BAK	El En.	BAK	Nbi Bearings Europe	GVC
Basic Resources	Mem(*)	Corp. Financiera Alba	GVC	Essilorluxottica	CIC	Nexans	CIC
Acerinox	GVC	Eurazeo	CIC	Eurofins	CIC	Nicolasa Correa	GVC
Altri	CBI	First Capital	BAK	Fine Foods	BAK	Osai	BAK
Acelormittal	GVC	Gbl	CIC	Genfit	CIC	Prosegur	GVC
Ence	GVC	Peugeot Invest	CIC	Guerbet	CIC	Prosegur Cash	GVC
The Navigator Company	CBI	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Imd	BAK	Prysmian	BAK
Tubacex	GVC	Wendel	CIC	Ipsen	CIC	Rexel	CIC
Chemicals	Mem(*)	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Prim Sa	GVC	Saes	BAK
Air Liquide	CIC	Dovalue	BAK	Reordati	BAK	Safiran	CIC
Arkema	CIC	Euronext	CIC	Sanofi	CIC	Salcef	BAK
Consumer Products & Svcs	Mem(*)	Nexi	BAK	Sartorius Stedim	CIC	Schneider Electric Se	CIC
Abeo	CIC	Tinxta	BAK	Vetoquinol	CIC	Sgs	CIC
Beneteau	CIC	Financial Services Banks	Mem(*)	Virbac	CIC	Talgo	GVC
Capelli	CIC	Amundi	CIC	Vytrus Biotech	GVC	Teleperformance	CIC
De Longhi	BAK	Anima	BAK	Industrial Goods & Services	Mem(*)	Thales	CIC
Dexelance	BAK	Azimut	BAK	Airbus Se	CIC	Tikehau Capital	CIC
Fila	BAK	Banca Generali	BAK	Als tom	CIC	Verallia	CIC
Geox	BAK	Banca Ifis	BAK	Antin Infrastructure	CIC	Vidrala	GVC
Givaudan	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Applus	GVC	Zignago Vetro	BAK
Groupe Seb	CIC	Banca Sistema	BAK	Arteche	GVC	Insurance	Mem(*)
Hermes Intl.	CIC	Bff Bank	BAK	Avio	BAK	Axa	CIC
Hexaom	CIC	Dws	CIC	Biesse	BAK	Catalana Occidente	GVC
Interparfums	CIC	Finecobank	BAK	Bollore	CIC	Generali	BAK
Kaufman & Broad	IAC	Generalfinance	BAK	Bureau Veritas	CIC	Linea Directa Asseguradora	GVC
Kering	CIC	Illimity Bank	BAK	Caf	GVC	Mapfre	GVC
L'Oreal	CIC	Mediobanca	BAK	Catenon	GVC	Revo Insurance	BAK
Lvmh	CIC	Poste Italiane	BAK	Cellnex Telecom	GVC	Materials, Construction	Mem(*)
Maisons Du Monde	CIC	Food & Beverage	Mem(*)	Cembre	BAK	Abp Nocivelli	BAK
Ovs	BAK	Ab Inbev	CIC	Chargeurs	CIC	Acs	GVC
Piaggio	BAK	Advini	CIC	Clasquin	IAC	Aena	GVC

20 June 2024

European Coverage of the Members of ESN 2/2

Ariston Holding	BAK	Unilever	CIC	I Grandi Viaggi	BAK
Buzzi	BAK	Winfarm	CIC	Ibersol	CBI
Cementir	BAK	Real Estate	Mem(*)	Int. Airlines Group	GVC
Cementos Mblins	GVC	Igd	BAK	Lottomatica Group	BAK
Clerhp Estructuras	GVC	Inmobiliaria Colonial	GVC	Melia Hotels International	GVC
Crh	CIC	Inversa Prime	GVC	Nh Hotel Group	GVC
Eiffage	CIC	Klesios Socimi	GVC	Pluxee	CIC
Fcc	GVC	Lar España	GVC	Sicily By Car	BAK
Ferrovial	GVC	Merlin Properties	GVC	Sodexo	CIC
Fluidra	GVC	Realia	GVC	Utilities	Mem(*)
Groupe Adp	CIC	Retail	Mem(*)	AZA	BAK
Groupe Poujoulat	CIC	Aramis Group	CIC	Acciona	GVC
Heidelberg Materials	CIC	Burberry	CIC	Acciona Energia	GVC
Herige	CIC	Fnac Darty	CIC	Acea	BAK
Holcim	CIC	Inditex	GVC	Audax	GVC
Imerys	CIC	Unieuro	BAK	Derichebourg	CIC
Mota Engil	CBI	Technology	Mem(*)	Edp	CBI
Obrascon Huarte Lain	GVC	Agile Content	GVC	Enagas	GVC
Sacyr	GVC	Almawave	BAK	Encavis Ag	CIC
Saint-Gobain	CIC	Alten	CIC	Endesa	GVC
Serghefferrari Group	CIC	Amadeus	GVC	Enel	BAK
Sika	CIC	Atos	CIC	Engie	CIC
Spie	CIC	Axway Software	CIC	Erg	BAK
Tarkett	CIC	Capgemini	CIC	Greenvolt	CBI
Thermador Groupe	CIC	Dassault Systèmes	CIC	Hera	BAK
Vicat	CIC	Digital Value	BAK	Holaluz	GVC
Vinci	CIC	Gigas Hosting	GVC	Iberdrola	GVC
Webuild	BAK	Gpi	BAK	Iren	BAK
Media	Mem(*)	Indra Sistemas	GVC	Italgas	BAK
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Iberitis	GVC	Naturgy	GVC
Atresmedia	GVC	Lleida.Net	GVC	Neoen	CIC
Believe	CIC	Neuronas	CIC	Redeia	GVC
Deezer	CIC	Ovhcloud	CIC	Ren	CBI
Digital Bros	BAK	Sopra Steria Group	CIC	Seche Environnement	CIC
Fill Up Media	CIC	Spindox	BAK	Snam	BAK
GI Events	CIC	Stmicroelectronics	BAK	Solaria	GVC
Il Sole 24 Ore	BAK	Technoprobe	BAK	Terna	BAK
Ipsos	CIC	Tier1 Technology	GVC	Veolia	CIC
Jodecaux	CIC	Visiativ	CIC	Volltia	CIC
Lagardere	CIC	Vogo	CIC		
MB	CIC	Worldline	CIC		
Mogroup	GVC	Telecommunications	Mem(*)		
Nrj Group	CIC	Bouygues	CIC		
Prisa	GVC	Nos	CBI		
Publicis	CIC	Orange	CIC		
Tf1	CIC	Parlem Telecom	GVC		
Universal Music Group	CIC	Telefonica	GVC		
Vivendi	CIC	Unidata	BAK		
Vocento	GVC	Travel & Leisure	Mem(*)		
P,Care, Drug & Grocery St.	Mem(*)	Accor	CIC		
Bic	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC		
Carrefour	CIC	Edreams Odigeo	GVC		
Casino	CIC	Elior	CIC		
Jeronimo Martins	CBI	Fdj	CIC		
Marr	BAK	Groupe Paribuche	IAC		
Sonae	CBI	Hunyuers	CIC		

20 June 2024

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

List of ESN Analysts (**)

Andrea Belloli	BAK	+39 02 4344 4037	andrea.belloli@bancaakros.it
Gianmarco Bonacina	BAK	+39 02 4344 4065	gianmarco.bonacina@bancaakros.it
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Arnaud Cadart	CIC	+33 1 53 48 80 84	arnaud.cadart@cic.fr
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
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
Hervé Drouet	CIC	+33 1 53 48 23 45	herve.drouet@cic.fr
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
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 Mazzo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazzo@gvgaesco.es
Carmen Novel	BAK	+39 02 4344 4595	carmen.novel@bancaakros.it
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); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Holaluz Clidom SA; S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimization S.A., Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Futbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH); Vytrus Biotech.; Labiana Health, S.A.; Axon Partners Group, S.A., Biotechnology Assets S.A., Grupo Greening 2022, S.A.; Ktesios Real Estate Socimi, S.A., Gigas Hosting, S.A., Parlem Telecom, S.A., Vanadi Coffee
- 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 Energía y Celulosa; Cementos Molins; 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: Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Vytrus Biotech; Nicolás Correa; Prim; Ktesios, Cementos Molins.

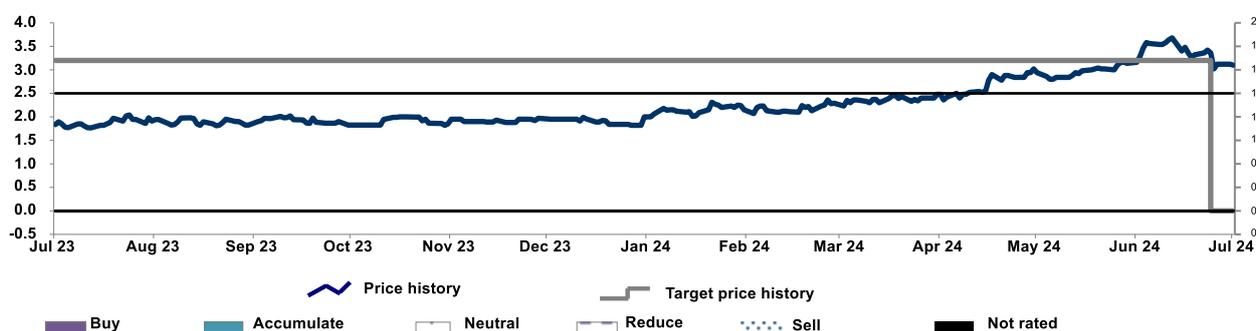
Recommendation history for TIER1 TECHNOLOGY

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
26-Jun-24	Buy	0.00	3.36
05-May-23	Buy	3.20	1.90
05-May-22	Buy	3.40	2.85

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: Victor Peiro Pérez (since 21/10/2019)



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

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	60	76%
Accumulate	8	10%
Neutral	9	11%
Reduce	1	1%
Sell	1	1%

of which Sponsored Research

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	11	92%
Accumulate	0	0%
Neutral	1	8%
Reduce	0	0%
Sell	0	0%

ESN Ratings Breakdown

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	230	66%
Accumulate	24	7%
Neutral	87	25%
Reduce	1	0%
Sell	4	1%

of which Sponsored Research

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	34	79%
Accumulate	2	5%
Neutral	7	16%
Reduce	0	0%
Sell	0	0%

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

Date and time of production: **08:00; 03/07/2024; CET**

First date and time of dissemination: **08:00; 04/07/2024; CET**

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

www.esnpartnership.eu

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 CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)

Members of ESN (European Securities Network LLP)

