

Seresco

4 de julio de 2024, 8:15h

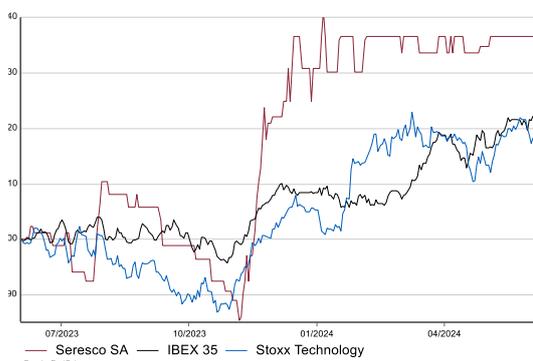
Eduardo Imedio Cano
Equity Research Analyst

Inicio de cobertura: una joya fuera del radar del mercado

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 7,94 eur
Precio actual: 4,60 eur
Potencial: 72,6 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-2%	0%	35%
Relativo	1%	0%	21%

SCO.MC / SCO ES

Capitalización (mln eur)	44,2
Nº acciones (mln)	9,6
Free Float	13,6%
Vol. día (miles eur)	1,5
Mín/Máx 12 meses (eur)	2,90 - 4,86
Revalorización YTD	2,2%

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

	2023	2024e	2025e
PER	21,0x	13,3x	8,8x
VE/EBITDA	11,2x	7,2x	5,1x
VE/Ventas	1,2x	1,0x	0,8x
P/VC	6,1x	4,6x	3,2x
DN/EBITDA	1,7x	1,4x	0,7x
Pay-Out	20,1%	18,1%	20,0%
Rent. Div.	0,9%	0,8%	1,5%
FCF Yield	-7,2%	-3,2%	8,5%
ROCE	22,5%	30,1%	42,3%
ROE	29,2%	34,5%	36,7%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Una compañía de servicios tecnológicos con 55 años de experiencia...

Grupo Seresco (SCO) es una compañía tecnológica española especializada en soluciones de software, transformación digital y catastro, con sede en Asturias y fundada en 1969. La compañía se establece en cinco áreas de negocio: **1) nómina y rrhh**, **2) ciberseguridad, sistemas y servicios**, **3) consultoría y software**, **4) servicios de transformación digital** y **5) cartografía y catastro**.

...con un modelo de negocio consolidado, rentable ...

A pesar de que todas las áreas cuentan con modelos de negocio independientes, consolidados y con una alta recurrencia en su facturación, Seresco tiene un importante potencial de crecimiento a través de **1) ventas cruzadas** entre los más de 3.000 clientes activos **2) capitalizar la tendencia a externalizar** todos los procesos de bajo valor añadido; **outsourcing** y **3) ampliar su presencia internacional (30% s/ventas 2024e)** de la mano de una de sus "punta de lanza" como es el área de **cartografía y catastro**.

...un ambicioso Plan Estratégico 2022-2025...

Seresco es una **compañía de crecimiento** (el EBITDA a un ritmo anual del 18,6% entre 2019 y 2023), con un **negocio rentable y generador de caja** (Mg.EBITDA 10,8% 2023), con un **bajo apalancamiento** (1,7x DFN/EBITDA 2023) y que opera en un **negocio con brillantes perspectivas** (se espera un crecimiento del 11,2% anual para el sector de las TIC entre 2022 y 2030). Tras la salida al BME Growth en dic22, Seresco fijó unos ambiciosos planes de crecimiento: **68,2 mln eur de facturación y 10,5 mln eur EBITDA en 2025** (vs 30,1 mln eur de facturación y 2,6 mln eur de EBITDA en 2021).

...cotizando a unos multiplicadores atractivos ...

A los precios actuales de cotización (4,60 eur/acc) y basándonos en nuestras estimaciones de cara al presente ejercicio, **las acciones de SCO cotizan a 7,2x VE/EBITDA, 8,9x VE/EBIT y un P/E de 13,3x**, unos multiplicadores que encontramos muy escasos para una compañía de crecimiento. Estos múltiplos se reducen a **VE/EBITDA 5,1x, VE/EBIT 5,9x y P/E 8,8x, con respecto a nuestra previsión para 2025e**.

Conclusión: SOBREPONDERAR y P.O. 7,94 eur/acc.

Todos los métodos de valoración empleados a lo largo de este informe nos sugieren que la compañía **cotiza con un importante descuento respecto de su valor intrínseco**. Por tanto, iniciamos cobertura con **precio objetivo de 7,94 eur/acción** y recomendación de **SOBREPONDERAR** sus acciones.

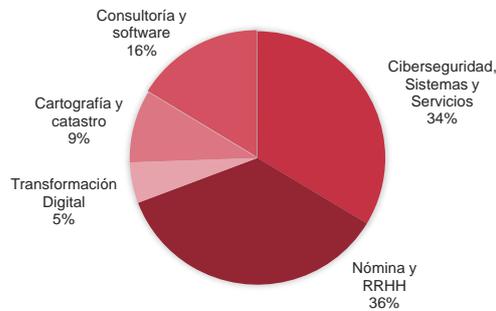
mIn eur	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Ventas	30,1	34,0	42,1	54,1	65,8	73,3
EBITDA	2,6	3,7	4,6	7,2	10,2	11,4
Margen (%)	8,6%	10,8%	10,8%	13,3%	15,5%	15,5%
EBITDA consenso	2,6	3,7	4,6	7,0	8,1	9,2
Bº neto	0,5	1,9	2,1	3,3	5,0	5,6
BPA (eur)	0,05	0,19	0,21	0,35	0,52	0,59
DPA (eur)	0,02	0,08	0,04	0,04	0,07	0,10
FCF	-3,7	-14,6	-40,1	-73,9	-125,8	-145,8
DFN + / Caja neta -	5,0	4,5	7,6	9,8	7,0	3,0

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Seresco en una página

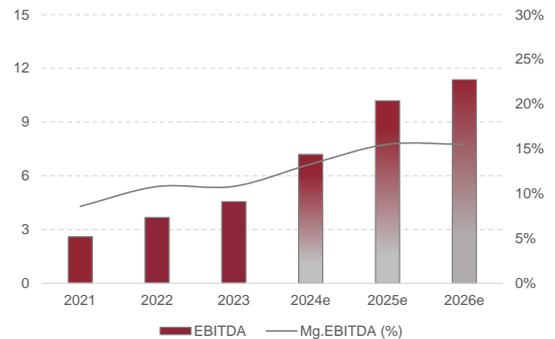
Fundada en 1969, Seresco es una empresa dedicada a ofrecer servicios de software y tecnología de la información. Cuenta con 5 líneas de negocio: gestión de nóminas y recursos humanos, servicios de cartografía y sistemas de información geográfica (SIG), soluciones de ciberseguridad, sistemas y servicios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

Ingresos por línea de negocio 2023



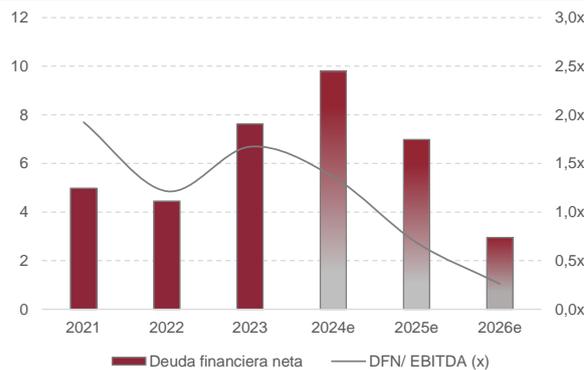
Fuente: Seresco y Renta 4 Banco

Evolución del EBITDA (mln eur)



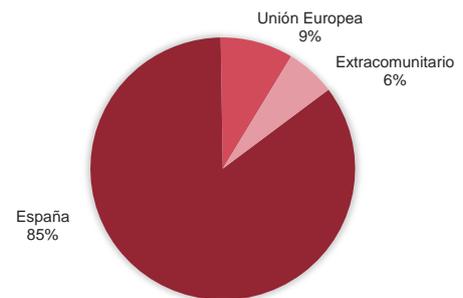
Fuente: Seresco y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda Financiera neta / EBITDA



Fuente: Seresco y estimaciones Renta 4 Banco

Desglose ingresos por geografía 2023



Fuente: Seresco y Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- 1- Compañía con **gran experiencia**, 55 años, y **track record** (el EBITDA ha crecido a una TACC del 18,6% entre 2019 y 2023), con un **negocio rentable** y generador de caja (Mg. EBITDA 10,8% 2023), con un **bajo apalancamiento** (1,7x DFN/EBITDA 2023), y que opera en un **sector con brillantes perspectivas** (crecimiento estimado del 11,25% anual para el sector de las TIC entre 2022 y 2030).
- 2- Riesgo bajo debido a su **diversificación** en cinco líneas de negocio, con **liderazgo** en gestión de nóminas (relevantes barreras de entrada) y en cartografía y catastro (creciendo a tasas superiores al 100% sin apenas competidores), que además presentan **gran potencial**.
- 3- Priorizando el crecimiento orgánico, también ha demostrado **gran capacidad para integrar sus adquisiciones con éxito**, generando caja desde el primer momento como ha sido el caso de ELO-SI y CIES.

Catalizadores

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

Riesgos

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

Índice

1. Tesis de inversión.....	4
1.1 Experiencia, brillantes perspectivas de crecimiento y una valoración atractiva	4
1.2 Posibles causas de la infravaloración de la compañía y análisis de sensibilidad	7
2. Seresco: una compañía con más de 55 años de historia.....	9
2.1 Seresco en la actualidad.....	9
2.2 Origen y trayectoria de Seresco.....	10
3. Modelo de negocio	10
3.1 ¿A qué se dedica Seresco?	11
3.2 Ventajas Competitivas	13
4. Sector y estrategia de crecimiento.....	16
4.1 Un Sector resiliente y de fuerte crecimiento.....	16
4.2 Crecimiento inorgánico	17
5. Estimaciones.....	18
5.1 Estimaciones R4e.....	18
6. Valoración	20
6.1 Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF).....	20
6.2 Principales compañías comparables y múltiplos implícitos	21
Anexo I. Principales Accionistas y Composición del Consejo de Administración.....	26
Anexo II. Glosario	27

1. Tesis de inversión

1.1 Experiencia, brillantes perspectivas de crecimiento y una valoración atractiva

Tras el análisis de Seresco iniciamos cobertura con recomendación de **SOBREPONDERAR** sus acciones, a las que asignamos un **precio objetivo de 7,94 eur/acción**, y que implica un **potencial de revalorización del 72,6%** con respecto a los precios actuales de cotización. Todos los métodos de valoración empleados a lo largo de este informe nos sugieren que la compañía cotiza con una importante infravaloración.

Cuadro 1. Valoración por el método de Descuento de Flujos de Caja

Valor Empresa (VE)	100%	84,7 M€
Deuda Financiera Neta 23		7,6
Participación de socios minoritarios		6,1
Valor teórico de los recursos propios		71,0 M€
Nº de acciones efectivas aj (Mn)		8,9
Precio Objetivo R4e		7,94 €/acc
Precio actual		4,60
Potencial de revalorización		72,6%

Fuente: estimaciones Renta 4

Si uno juzga Seresco únicamente por sus múltiplos de cotización, sin analizar los fundamentales de la compañía, podría pensar que se trata de una compañía de bajo crecimiento, con un negocio poco rentable, con problemas de endeudamiento, o que opera en un sector en decadencia.

Cuadro 2. Múltiplos actuales de cotización de Seresco con estimaciones R4e

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
VE/Ventas	1,0x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
VE/EBITDA	7,2x	5,1x	4,6x	4,3x	4,0x
VE/EBIT	8,9x	5,9x	5,3x	5,0x	4,7x
P/E	13,3x	8,8x	7,8x	7,3x	6,8x
P/FCF	-30,2x	11,5x	8,0x	6,7x	6,2x

Fuente: estimaciones Renta 4

Nada más lejos de la realidad, **Seresco es una compañía de crecimiento** (el EBITDA ha crecido a una tasa anual del 18,6% entre 2019 y 2023), **con un negocio rentable y generador de caja** (Mg. EBITDA 10,8% 2023), **con un bajo apalancamiento** (1,7x DFN/EBITDA 2023) **y que opera en un negocio con brillantes perspectivas** (se espera un crecimiento del 11,2% anual para el sector de las TIC entre 2022 y 2030).

Cuadro 3. Evolución de los resultados 2023 vs 2020

	2019	2023	TACC 19-23
Cifra de negocio	30,6	42,1	8,4%
EBITDA	2,3	4,6	18,6%
Mg. EBITDA (%)	7,5%	10,8%	
EBIT	1,2	3,3	29,1%
Mg. EBIT (%)	3,9%	7,8%	
Resultado neto	0,9	2,1	23,5%
Mg. Neto (%)	3,0%	5,1%	
DFN/EBITDA	4,6x	1,7x	

Fuente: estimaciones Renta 4

Sólido modelo de negocio y potencial de crecimiento. La compañía se establece en cinco áreas de negocio: **1) nóminas y rrhh, 2) ciberseguridad, sistemas y servicios, 3) consultoría y software, 4) servicios de transformación digital y 5) cartografía y catastro.** De esta forma, la actividad está bien diversificada, con modelos de negocio consolidados, rentables y con una alta recurrencia en su facturación. **En los últimos años,** el Grupo ha ido transitando de una posición consolidada a nivel nacional hacia una **proyección internacional, desarrollando actividad en Portugal y Latinoamérica** (Costa Rica, Colombia y Perú). A partir de la reestructuración accionarial en 2018 y, especialmente, tras la **salida al mercado de valores BME Growth** en diciembre de 2022, Seresco se prepara para acelerar el crecimiento tanto orgánico como inorgánico, partiendo de un suelo muy firme sobre el que fijar el crecimiento que la compañía espera obtener en el **Plan Estratégico 22-25: 68,2 mln eur de facturación y 10,5 mln eur EBITDA en 2025** (vs 30 mln eur de facturación y 2,6 mln eur de EBITDA en 2021).

Catalizadores orgánicos. todas las áreas cuentan con modelos de negocio independientes y con elevado potencial de crecimiento a través del *cross-selling* (ventas cruzadas entre los más de 3.000 clientes activos). Además, **creemos que hay tres áreas de negocio donde las ventajas competitivas de la compañía son más claras.**

Respecto a nómina y rrhh, esta área pretende capitalizar la tendencia a **externalizar todos los procesos de bajo valor añadido** dentro de su cadena de valor de las compañías. En España, donde Seresco mantiene una posición de **liderazgo en cuanto al número de nóminas gestionadas,** el sector del *outsourcing* todavía es **pequeño** en comparación con otros países, y presenta un **potencial de crecimiento** significativo. Además de la tendencia a la externalización, la gestión de nóminas tiene unos elevados **switching costs** o barreras de cambio, que **desincentivan al cliente a cambiar de empresa** para la gestión de las nóminas (ver punto 3).

Otro aspecto diferenciador de SCO, es su importante ventaja en **Cartografía y Catastro,** línea que en los últimos ejercicios crece a tasas **superiores al 100% en un sector donde apenas tiene competidores,** sobre todo en España, convirtiéndose en uno de los mayores proveedores de información geoespacial y soluciones **desde 1985.** La división tiene una inmensa capacidad de proyección internacional, como muestra la reciente adjudicación de un contrato para la realización del catastro en los territorios de Lambayeque, Piura y parte de Lima (Perú), por importe de **15,7 mln usd a ejecutar durante 2024 y 2025 (vs una facturación del área de 2,0 mln eur en 2022).**

Por último, en un contexto de aumento exponencial de los ataques cibernéticos, debemos destacar el **inmenso potencial de crecimiento que va a experimentar el área de Ciberseguridad,** donde las empresas cada vez ven más prioritario invertir para proteger tantos sus datos sensibles como los de sus clientes. Tras la **adquisición de CIES** en 2023, Seresco es capaz de ofrecer soluciones tecnológicas integrales de seguridad, lo que ofrece una gran oportunidad para expandir la oferta de **servicios de mayor valor añadido** e incrementar así la rentabilidad.

Apoysados en la tendencia de fondo del sector. Todos los sectores donde opera SCO se espera que experimenten un **crecimiento anual de doble dígito en esta década.** La creciente importancia de la digitalización, la resiliencia del sector ante las crisis y la tendencia al *outsourcing* en España, junto con el **aumento en la recurrencia, escalabilidad y cross-selling,** potenciado por el crecimiento inorgánico, crean un entorno propicio para la expansión continua de la empresa.

En conclusión, Seresco es una compañía con un modelo de negocio bien diversificado en 5 áreas, todas ellas operando con modelos de negocio consolidados, rentables. Adicionalmente y en nuestra opinión, **la cotización actual no recoge las brillantes perspectivas de crecimiento,** mostrando un importante descuento frente a lo que nosotros consideramos su valor intrínseco.

Elevado potencial de revalorización bajo distintos métodos de valoración. Bajo nuestra valoración por DCF (6.1 Valoración por Descuento de Flujos de Caja) obtenemos un **precio objetivo de 7,94 eur/acción**. Si en vez de aplicar la valoración actual de mercado, **aplicamos nuestra valoración del negocio subyacente obtenido por DCF** (85 mln eur de VE y 76 mln eur de fondos propios) a nuestras estimaciones, el resultado es que obtenemos unos **multiplicadores implícitos de 1,3x VE/Ventas, 8,3x VE/EBITDA, 9,7x VE/EBIT y P/E de 14,2x para el ejercicio 2025e**.

Cuadro 4. Múltiplos implícitos según valoración R4e

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
VE/Ventas	1,6x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
VE/EBITDA	11,8x	8,3x	7,5x	7,0x	6,6x
VE/EBIT	14,5x	9,7x	8,7x	8,2x	7,7x
P/E	21,4x	14,2x	12,6x	11,7x	10,9x
P/FCF	-49,6x	18,8x	13,2x	11,0x	10,2x

Fuente: estimaciones Renta 4

Con el objetivo de contrastar el análisis, hemos incluido un análisis de los múltiplos de Seresco frente a sus principales compañías comparables (6.3 Principales compañías comparables).

Cuadro 5. Resumen Principales Compañías Comparables

Compañía	País	Market Cap. (Mln eur)	Mg. EBITDA (%)		Crec. EBITDA (%)		VE/EBITDA (x)		PER (x)	
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
		YTD								
Promedio Total		3.078	13,0%	13,5%	20,7%	18,0%	11,0x	9,3x	19,8x	16,0x
Seresco		44	13,3%	15,5%	57,8%	41,7%	7,2x	5,1x	13,3x	8,8x
<i>Descuento vs promedio total</i>							-34,7%	-45,6%	-32,6%	-44,9%
Seresco múltiplos implícitos valoración DCF		44	13,3%	15,5%	57,8%	41,7%	11,8x	8,3x	21,4x	14,2x
<i>Descuento vs promedio total</i>							6,8%	-11,0%	8,3%	-11,5%

Fuente: estimaciones Renta 4

Aplicando los múltiplos actuales de cotización observamos cómo Seresco cotiza con un **descuento del 34,7% y 45,6%** respecto a los **múltiplos de EV/EBITDA** para los ejercicios **2024e y 2025e** y un **descuento del 32,6% y 44,9%** respecto al **PER** del promedio total de las 10 compañías seleccionadas (nacionales e internacionales) para los mismos años.

Comparando con nuestra valoración por DCF, podemos observar que **los múltiplos implícitos resultantes están en línea con el promedio de las compañías comparables**. De este modo, Seresco cotizaría con una prima del 6,8% y 8,3% vs EV/EBITDA y P/E 2024e, que bien podría estar **justificado por el mayor crecimiento esperado del EBITDA** (+57,8% vs 20,7% del sector). Respecto a los múltiplos del próximo ejercicio, EV/EBITDA y P/E 2025e, Seresco cotizaría con un descuento del 11,0%, y 11,5% respectivamente.

Con un Mg. EBITDA en línea con el promedio, **SCO es la compañía que más crecimiento del EBITDA espera** para los ejercicios 2024e y 2025e, mientras que es **la compañía que cotiza actualmente a múltiplos más bajos** de todas las compañías analizadas. Por tanto, no creemos que el descuento con el que Seresco cotiza esté justificado ni por el perfil de crecimiento ni por la rentabilidad del negocio subyacente.

1.2 Posibles causas de la infravaloración de la compañía y análisis de sensibilidad

La importante infravaloración de la compañía que hemos obtenido bajo las distintas metodologías de valoración aplicadas (ver punto 6. Valoración) nos lleva a **hacernos la obligada pregunta de cuáles son los posibles motivos por los que el mercado no está reconociendo un valor más aproximado** a lo que nosotros estimamos es el **valor intrínseco** de la compañía.

Considerando que la valoración obtenida es razonable con el valor intrínseco de la compañía, **el principal riesgo a nuestra valoración reside en que la compañía no cumpla con los objetivos** de crecimiento fijados en el Plan Estratégico 22-25 (68,2 mln eur de facturación y 10,5 mln eur EBITDA). Partiendo de la base de que nuestra estimación de EBITDA se sitúa un **3% por debajo** del *guidance* de Seresco, **hemos realizado un análisis de sensibilidad**, con el objetivo de analizar el grado de variabilidad de la valoración con respecto al cumplimiento de las estimaciones.

Cuadro 6. Análisis de sensibilidad con múltiplos de valoración: precio objetivo y potencial revalorización %

	EBITDA 25e (mln eur)						EBITDA 25e (mln eur)					
	8,16	9,17	10,19	11,21	12,23		8,16	9,17	10,19	11,21	12,23	
	7,3x	5,13	5,97	6,80	7,63	8,47	7,3x	12%	30%	48%	66%	84%
EV/	7,8x	5,59	6,48	7,37	8,26	9,15	7,8x	21%	41%	60%	80%	99%
EBITDA	8,3x	6,04	6,99	7,94	8,89	9,83	8,3x	31%	52%	73%	93%	114%
25e	8,8x	6,50	7,51	8,51	9,51	10,52	8,8x	41%	63%	85%	107%	129%
	9,3x	6,96	8,02	9,08	10,14	11,20	9,3x	51%	74%	97%	120%	144%

Fuente: estimaciones Renta 4

Los datos arrojados por el análisis de sensibilidad vienen a confirmar que **incluso en un escenario pesimista**, donde **1)** Seresco obtenga un EBITDA un 8,16 mln eur, un -22,2% inferior vs los 10,5 mln eur objetivo del Plan Estratégico a 2025 (a pesar de contar con una elevada visibilidad) y **2)** el mercado continúe asignando un múltiplo inferior a sus compañías comparables (7,3x EV/EBITDA 2025e vs 9,3x comparables), **el potencial que arroja continúa siendo positivo (+12%)**.

Respecto al cumplimiento del objetivo a 2025, en nuestra opinión, a falta de menos de 18 meses para la finalización del Plan, **la visibilidad del equipo directivo para cumplir es muy alta, habiendo ratificado los objetivos recientemente** en la presentación de resultados FY23 en abril. Teniendo en cuenta el fuerte crecimiento que viene registrando la compañía en los últimos dos ejercicios (el EBITDA creció un 41,7% y 24,2% en 2022 y 2023 respectivamente), a los que debemos añadir los **resultados a año completo de las dos compañías adquiridas: ELO-SI en febrero y CIES en diciembre**. Teniendo en cuenta ambas compañías, **Seresco hubiera facturado en 2023 46 mln eur (vs 42 mln alcanzados), obteniendo un EBITDA de 5 mln eur (vs 4,6 mln eur alcanzados)**. Todos estos factores nos dan seguridad para afirmar que Seresco cuenta con un amplio margen de seguridad para alcanzar el objetivo de 10,5 mln eur de EBITDA en 2025e.

Por último, hemos realizado un segundo análisis de sensibilidad, tomando como variables el coste del capital ponderado (WACC) y la tasa de crecimiento terminal ("g").

Cuadro 7. Análisis de sensibilidad al WACC y "g": precio objetivo y potencial de revalorización (%)

	WACC						WACC					
	10,4%	9,9%	9,4%	8,9%	8,4%		10,4%	9,9%	9,4%	8,9%	8,4%	
	1,00%	6,29	6,82	7,41	8,07	8,83	1,00%	37%	48%	61%	75%	92%
	1,25%	6,49	7,04	7,66	8,37	9,17	1,25%	41%	53%	67%	82%	99%
g	1,50%	6,70	7,28	7,94	8,69	9,54	1,50%	46%	58%	73%	89%	107%
	1,75%	6,93	7,54	8,23	9,03	9,94	1,75%	51%	64%	79%	96%	116%
	2,00%	7,16	7,81	8,55	9,39	10,37	2,00%	56%	70%	86%	104%	125%

Fuente: estimaciones Renta 4

Entre otras posibles causas de la infravaloración de la compañía debemos mencionar:

Reducida liquidez y escaso *free-float*: entre las principales razones por las que entendemos que las acciones de Seresco no capta la atención de los inversores son su bajo valor de mercado y reducida liquidez del valor, con una capitalización bursátil de 44,2 mln eur, un capital flotante del 13,6% (de los cuales el 7% está también controlado por directivos con vocación de largo plazo), y una **liquidez media diaria durante los últimos 6 meses de apenas 8.100 eur, la compañía no es apta para inversores institucionales** que necesitan tomar posiciones significativas y pueden tener restricciones a la hora de salir del valor. No obstante, sí creemos que estamos ante una compañía invertible para inversores que no requieren de una elevada liquidez para proceder a la compra/venta de una posición en el valor.

Falta de visibilidad y cobertura limitada: al cotizar en un mercado menor como el BME Growth, la compañía recibe menos cobertura por parte de analistas (solamente dos casas de análisis cubren la compañía) y menos atención por parte de medios, lo que pueden redundar en una menor visibilidad entre los inversores.

Escaso *track record* como compañía cotizada: a pesar de que Seresco es una compañía con más de 50 años de historia, y que ha sobrevivido a varias crisis financieras, su *track record* como cotizada es escaso, habiendo comenzado a cotizar en el mercado de valores en diciembre de 2022.

Conclusión. Como hemos visto, **SCO** es una compañía que por su reducido tamaño y liquidez, **pasa desapercibida para los inversores**, lo que puede generar **ineficiencias de mercado** sostenidas en el tiempo. En la medida que el **equipo directivo ejecute satisfactoriamente** la estrategia de crecimiento del Grupo, creemos que este **gap** de valoración tenderá a **cerrarse de forma natural**, para lo que el mercado deberá transitar por un **periodo de “redescubrimiento”** de la compañía.

Por último, no podemos dejar de destacar que Seresco opera en un **mercado tremendamente dinámico y disruptivo**, donde **apenas existen barreras de entrada** para nuevos competidores, lo que además de abrir un infinito abanico de oportunidades de crecimiento, también incrementa los riesgos de la valoración (ver Anexo Riesgos).

2. Seresco: una compañía con más de 55 años de historia...

2.1 Seresco en la actualidad

Seresco (SCO) es una compañía **tecnológica** especializada en **soluciones de software, transformación digital y catastro española** ubicada en Oviedo (Asturias, España) y fundada en **1969**. La compañía opera bajo cinco áreas de negocio: **1) nómina y rrhh, 2) ciberseguridad, sistemas y servicios, 3) consultoría y software, 4) servicios de transformación digital y 5) cartografía y catastro**. Todas las líneas cuentan con modelos de negocio consolidados, rentables y con una alta recurrencia en su facturación. **En 2023, Seresco alcanzó una facturación de 42 mln eur y 4,6 mln eur de EBITDA,**

Cuadro 8. Ingresos por línea de negocio 2023 y Desglose ingresos por geografía 2023



Fuente: Seresco y Renta 4

Seresco cuenta con una sólida presencia en **España, Portugal, Colombia y Perú**. En 2023, el **85%** de sus ventas provinieron de **España** (vs 93% en 2022), mientras que el 15% correspondió a mercados internacionales (**se espera que aumente hasta el 30% en 2024**). Con clientes en sectores diversos como servicios, industria, química, ingeniería/construcción, alimentación, *retail* y automoción, las **administraciones públicas** representan el **50%** de sus ingresos actualmente.

Cuadro 9. Presencia geográfica



Fuente: Seresco y Renta 4

2.2 Origen y trayectoria de Seresco

Fundada en **1969** en Asturias, **Seresco acumula una trayectoria de más de 55 años**, habiendo sobrevivido varios periodos de inestabilidad macroeconómica y compitiendo con éxito en un sector altamente disruptivo.

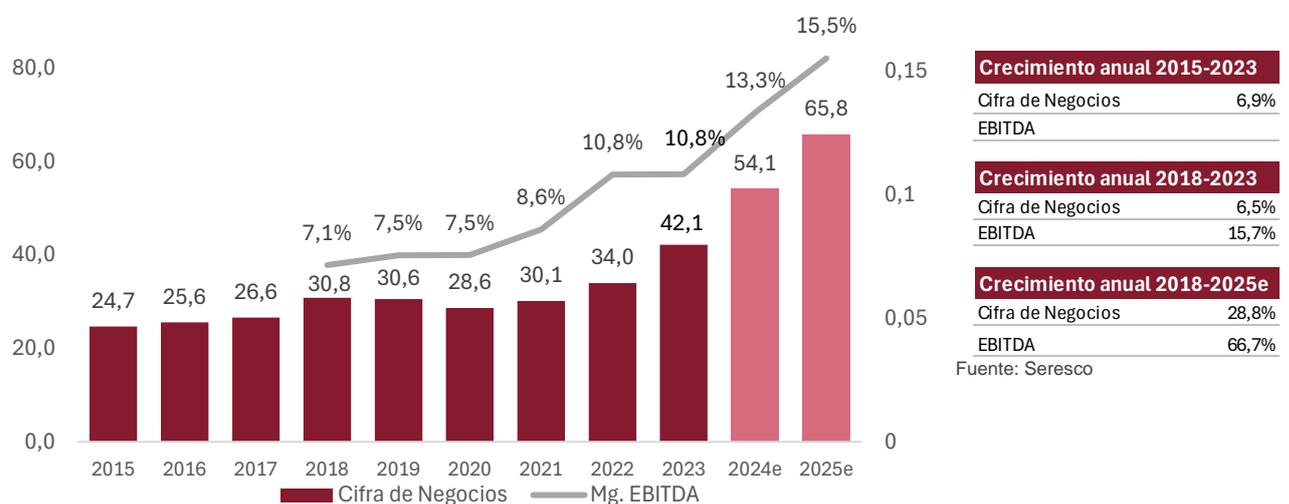
El inicio de su expansión comenzó en 1973, abriendo la primera delegación en Galicia. Al año siguiente, en 1974, la compañía se integró en **GSI-Seresco**, la filial española del grupo francés Generale de Service Informatique (GSI). Esta asociación fortaleció su posición en el mercado español, permitiéndole abrir nuevos centros. En 1984, Seresco lanzó **IRIS**, un sistema integrado de gestión para PYMEs, ampliando así su oferta de productos tecnológicos. Un año después, en **1985**, la compañía diversificó sus servicios al **crear la división de Cartografía y Catastro**.

La **internacionalización** de Seresco comenzó en 1995 con un proyecto para la gestión de nóminas para el **Banco Provincial de Venezuela y el Banco de Caracas**. Entre 1996 y 2006, la compañía **se desvinculó del Grupo GSI**, adquiriendo los derechos sobre la marca Seresco y ampliando su cobertura geográfica en España con la apertura de delegaciones en Barcelona y Madrid. Durante este periodo lanzó nuevos productos como la solución de nóminas y recursos humanos "Milena Personal" y "Milena Gestión". Seresco continuó su **expansión internacional** abriendo diversas sedes en **Latinoamérica** y una delegación en **Lisboa** en **2015**.

Tras la reestructuración accionarial de 2018, momento en el que sus mayores accionistas (familia Suarez y otros directivos) se hicieron con el **control de la empresa**, Seresco fortaleció su posición en el área de gestión empresarial mediante una **alianza con Sage** y adquirió la sociedad Sigea Sistemas de Protección de la Información, S.L.U. ("**SIGEA**") en 2019. En 2022, Seresco **adquirió el 100%** del capital de SE Programa en Windows, S.L. ("**SPW**"), una empresa especializada en soluciones de infraestructura wifi y servicios de seguridad.

En diciembre de 2022, Seresco se incorporó al **BME Growth** (ver Anexo. Principales Accionistas), con un precio de salida de 3,7€ por acción, buscando aumentar su posicionamiento y visibilidad. En **2023**, realizó sus primeras adquisiciones relevantes, con la compra de **ELO-SI**, una empresa portuguesa de gestión de personal, y **CIES**, enfocada en el negocio de la ciberseguridad (facturación de 4,5 mln eur y 2,4 mln eur EBITDA 2023 entre ambas). En su salida al mercado de valores, Seresco fijó unos ambiciosos planes de crecimiento: 68,2 mln eur de facturación y 10,5 mln eur EBITDA en 2025 (vs 30 mln eur de facturación y 2,59 mln eur de EBITDA en 2021).

Cuadro 10. Evolución de la cifra de negocios y M. EBITDA normalizado (2018-2023)



3. Modelo de negocio

3.1 ¿A qué se dedica Seresco?

Seresco es una empresa española con **más de 55 años de experiencia en el sector tecnológico**, especializada en soluciones y servicios de TIC (Tecnología de la Información y de la Comunicación). Mantiene **alianzas estratégicas** con Microsoft, Oracle, HP, Vmware, WatchGuard, Lenovo y Sage entre otras, y opera bajo **5 líneas de negocio**.

Cuadro 11. Líneas de Negocio

 INFRAESTRUCTURAS, SISTEMAS Y SERVICIOS	 SERV. DE TRANSFORM. DIGITAL	 NÓMINA Y RECURSOS HUMANOS	 CARTOGRAFÍA Y CATASTRO	 CONSULTORÍA Y SOFTWARE
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Consultoría Estratégica de TI. ▶ Ingeniería, Diseño y Despliegue de Soluciones. ▶ Monitorización de Sistemas, Servicios y Aplicaciones. ▶ Operación y Administración de Sistemas y Comunicaciones. ▶ Service Desk. ▶ Servicios de Seguridad y Continuidad de Negocio. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Gestión Empresarial, Sage X3, y Sage XRT Advance. ▶ Takson: Sistema Inteligente para la valoración en línea de bienes inmuebles. ▶ Nubia: Plataforma cloud para la gestión de procesos empresariales de movilidad. ▶ Soluciones de Transformación Digital en diversos ámbitos: DataFood, DataIndustry y DataFactory. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Nómina. <ul style="list-style-type: none"> ▶ Externalización tecnológica. ▶ Externalización operativa. ▶ Recursos Humanos. ▶ Portal del Empleado. ▶ PRL. ▶ Milena Analytics. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Gestión Catastral. ▶ Cartografía vectorial y temática. ▶ Geodesia y fotogrametría. ▶ PNOA. ▶ BTA, BCN. ▶ Teledetección. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Fábrica de Software y Desarrollo a medida. ▶ Mantenimiento y modernización de aplicaciones. ▶ Agricultura y Ganadería. ▶ Agricultura de Precisión. Cultiva Decisiones.

Fuente: Seresco

1. Administración de personal y nóminas (36% s/ventas 2023):

Seresco ofrece **servicios de externalización de nómina y administración de recursos humanos**, utilizando herramientas, metodologías y **equipos propios**, lo que le hace tener una **ventaja competitiva** y una alta escalabilidad respecto a competidores que experimentan problemas derivados de la **exigente normativa** presente en España. Estos servicios están diseñados para empresas con más de 400 empleados y pueden ser basados en un modelo de licencia u *outsourcing*.

La **estrategia principal es el outsourcing**, proporcionando una gestión completa de nómina y administración de personal. Utilizando sus **propias herramientas**, "*Milena Persona*" para la gestión y "*Milena Analytics*" para la generación de informes, se adapta continuamente a las necesidades de un mercado nacional que **lidera** con su cartera de **2,5 mln de nóminas en outsourcing**. Además, la adquisición de Elo-SI en 2023, especializada en soluciones y servicios de control de presencia (actividades altamente sinérgicas con las soluciones de nómina), le ha dado una sólida base para expandirse en el mercado portugués.

2. Ciberseguridad, sistemas y servicios de TI (34% s/ventas 2023):

Renombrada en 2024 (antes Infraestructuras, sistemas y servicios). Este negocio se divide en: **servicios TIC** y **outsourcing** para **administraciones públicas**; gobierno, riesgo y cumplimiento normativo para **grandes compañías**; y **ciberseguridad**, un área con gran demanda y estratégica para la compañía con la **integración de CIES (4,6 mln eur Ingresos, 45% mg.EBITDA en 2023)**, compañía adquirida (participación del 75%) en el último trimestre de 2023 por 3,37 mln eur y que a día de hoy ya se encuentra totalmente integrada.

3. Consultoría y desarrollo de software (16% s/ventas 2023):

Ofrece experiencia en la **creación, mantenimiento y actualización** de **software** para grandes compañías (Arcelor, Stellantis) y AA.PP. (Xunta de Galicia, Principado de Asturias) de manera recurrente. Además, ha enfocado esfuerzos en el **sector agrícola y ganadero**, desarrollando dos plataformas propias: "**Cultiva Decisiones**", una solución de agricultura de precisión que permite la supervisión continua y visual de explotaciones agrícolas, y "**VayaVaca**", una plataforma digital para la intermediación de ganado. A pesar de que no ha sido uno de los pilares en el crecimiento de los últimos años, es **muy importante de cara al futuro** por las **eficiencias** que aportan de cara al resto de líneas de negocio y potencial de ventas cruzadas.

4. Cartografía y catastro (9% s/ventas 2023):

Con tasas de crecimiento superiores al 100% en un sector donde apenas tiene competidores, sobre todo en España, destaca por tener una amplia gama de soluciones para la **obtención y explotación** de **información geográfica**, convirtiéndose en uno de los mayores proveedores de información geoespacial y soluciones **desde 1985**. Seresco desarrolla tanto actividades de catastro como de cartografía, lo que le otorga una gran flexibilidad e independencia, resultando en un mayor control de calidad del producto final para el cliente.

Además de su liderazgo en España, la división tiene una inmensa capacidad de proyección internacional, como muestra la reciente adjudicación de un contrato para la realización del catastro en los territorios de Lambayeque, Piura y parte de Lima (Perú), por importe de **15,7 mln usd a ejecutar durante 2024 y 2025 (vs una facturación del área de 2,0 mln eur en 2022)**. Durante el Covid-19, se pararon muchos proyectos con trabajo en campo que, ahora, poco a poco vuelven a reactivarse. En este sentido, **en LatAm** (donde se espera el mayor crecimiento del **gasto en TIC** a nivel global en los próximos 3 años), **existe una bolsa de trabajo latente retardada por el Covid** enmarcada en un viento de cola que es la necesidad por parte de los **Estados menos desarrollados** de **1) incrementar la seguridad jurídica** en las transacciones y **2) lograr una mejor ordenación de territorio**.

5. Transformación digital (5% s/ventas 2023):

Enfocada en dirigir el cambio y liderar el **desarrollo digital** de sus clientes, especialmente pequeñas y medianas empresas. Los servicios que integran esta área se agrupan en tres bloques: **Madurez Digital**, **Sage** (a través de una alianza estratégica con la multinacional Sage), y **Soluciones 4.0**.

3.2 Ventajas Competitivas

El **sector** de las TIC en España y a nivel global es **muy fragmentado** y disruptivo. Sin embargo, Seresco ha logrado **establecer importantes barreras de entrada** gracias a haber pasado por todo tipo de fases económicas y tecnológicas, a la **fidelidad** de sus clientes y a la **gran diversificación** de su negocio.

Más de medio siglo de experiencia, bajo riesgo comercial y alta fidelidad de sus clientes:

Con más de medio siglo de trayectoria, Seresco ha desarrollado una **profunda comprensión** de los segmentos en los que opera (gestión de nóminas desde 1984 o cartografía y catastro desde 1985), permitiéndole adaptarse y evolucionar ante los cambios tecnológicos. Este extenso *track record*, superando el tiempo de vida promedio de las empresas, es una **prueba contundente de la gestión del equipo directivo**, sabiendo navegar con éxito entre periodos de bonanza, crisis económicas y compitiendo con éxito en un sector altamente disruptivo. Esta experiencia se complementa con el **desarrollo de tecnología propia**, lo que mejora significativamente sus niveles de competitividad y eficiencia.

Gracias a su exitosa trayectoria, SCO mantiene una **extensa relación de confianza y fidelidad** con sus clientes. En su línea de nóminas, con **más de 2,5 mln de nóminas bajo gestión** en la actualidad, el **10%** de los clientes tienen una antigüedad de más de **20 años** y el **40%** de más de **15 años**.

Cuadro 12. Fidelidad Clientes



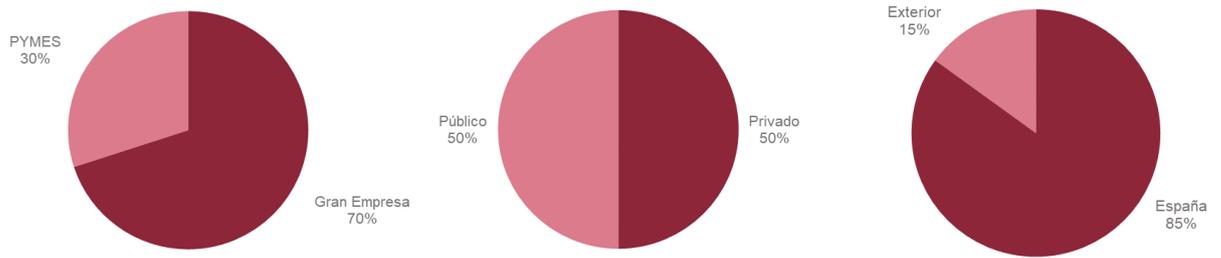
Fuente: Seresco y Renta 4

Gran diversificación que aumenta el potencial de *cross-selling*:

La diversificación de Seresco es una fortaleza clave al crear una **base sólida** para el crecimiento. Con una cartera de **clientes** que incluye **administraciones públicas, grandes compañías y pymes**, Seresco puede ofrecer una amplia gama de servicios integrados a través de sus **cinco líneas de negocio**. Esta capacidad para satisfacer múltiples necesidades, potenciada por sus actuales y futuras adquisiciones, permite **maximizar** las oportunidades de **cross-selling**, aumentando su **offering** y accediendo a contratos con compañías de mayor tamaño y de todo tipo de sectores.

El 30% de los clientes de Seresco son pymes y el 70% grandes compañías, facilitando la identificación de **necesidades complementarias**. Además, la reciente **expansión geográfica**, como por ejemplo en Portugal, favorecida por la adquisición de ELO-SI, amplía aún más este potencial. Esta **diversificación geográfica** no solo refuerza su presencia en nuevos mercados (se espera un peso del **30% del mix internacional sobre ventas en 2024e**), sino que también abre nuevas oportunidades para ofrecer servicios adicionales a sus clientes actuales.

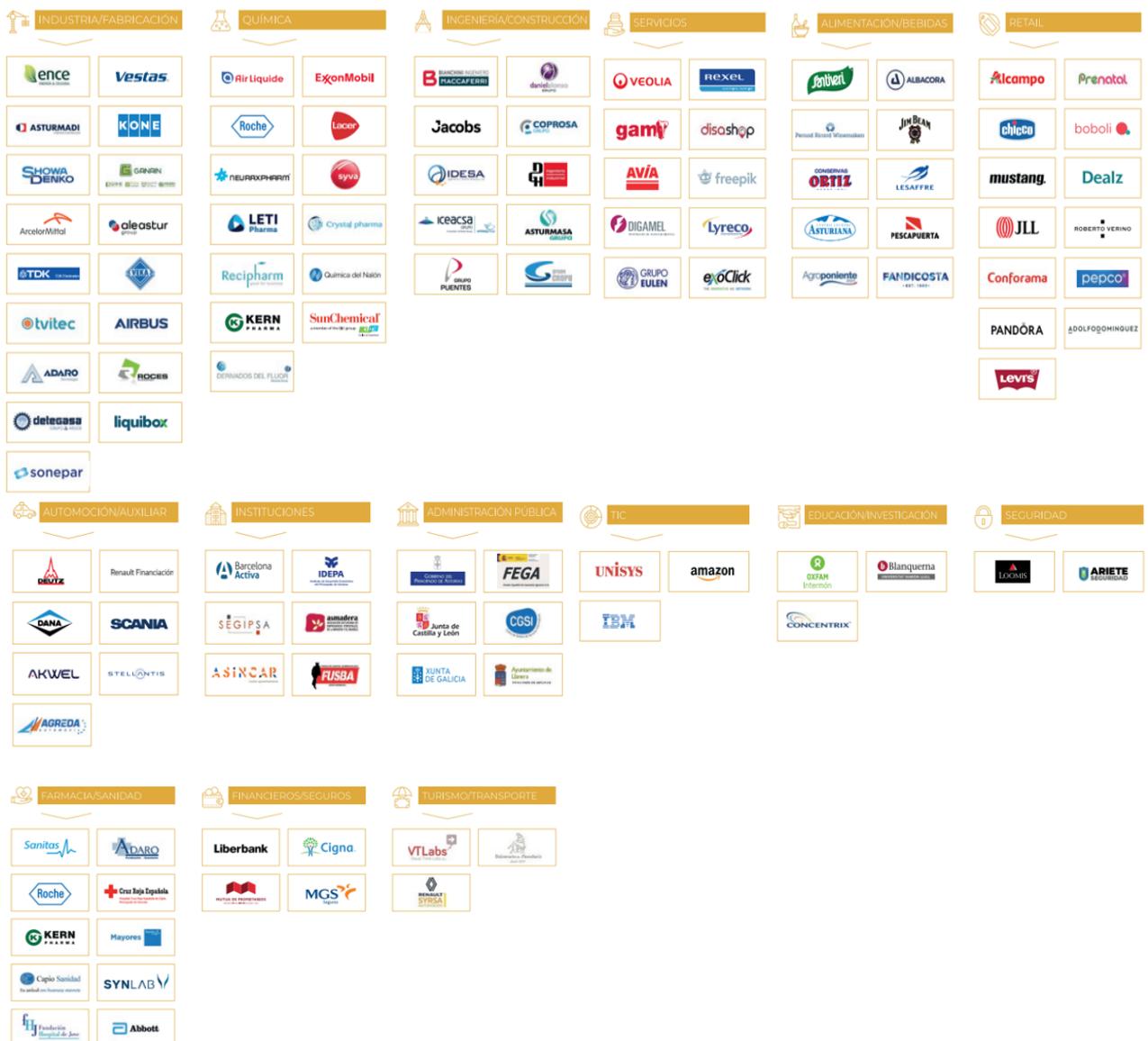
Cuadro 13. Distribución por tamaño, distribución por sector y distribución por geografía



Fuente: Seresco y Renta 4

Por último, la fuerte apuesta por el sector de la **ciberseguridad** con la adquisición de **CIES (4,6 mln eur Ingresos, 45% mg.EBITDA en 2023)**, añade otra capa de potencial crecimiento y diversificación, ya que esperan **duplicar sus ingresos actuales** en 2025e (10-12 mln eur). Este sector es vital en la actualidad y ofrece grandes oportunidades para expandir la oferta de servicios de mayor valor añadido e incrementar así la rentabilidad.

Cuadro 14. Clientes por sectores



Fuente: Seresco

Barreras de entrada y alta recurrencia en el área de gestión de nóminas:

Además de por la extensa trayectoria de SCO y la fidelidad de los clientes que acabamos de ver, el área de gestión de nóminas se refuerza con los **elevados costes de cambio** que implican la externalización de este servicio. Una **regulación laboral cada vez más compleja** y enrevesada, donde **prima la especialización** y el conocimiento de los mercados locales, **desincentiva al cliente a cambiar de empresa** para realizar la gestión de las nóminas, clientes que no pueden permitirse ningún error a la hora de realizar todos procesos administrativos.

La cada vez mayor complejidad a la hora de confeccionar las nóminas y gestionar la parte administrativa de los departamentos de RRHH, dificultan la entrada para nuevos competidores, fijando unas barreras de entrada que se expanden a medida que se complejiza la legislación laboral, lo que aumenta la resiliencia del negocio ante los vaivenes económicos y permite alcanzar una importante **recurrencia en la facturación**.

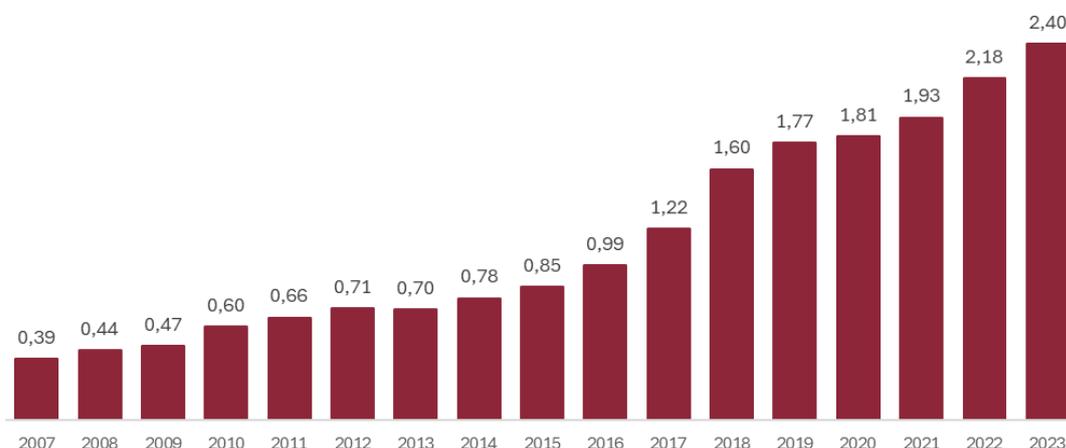
Por último, esta ventaja competitiva también se potencia con la **tendencia a externalizar todos los procesos de bajo valor añadido de las empresas**. En este sentido, la confección de nóminas y demás requisitos legales relacionados con la parte administrativa de los departamentos de RRHH de las empresas, se pueden “industrializar”, generando importantes economías de escala y eficiencias.

Líder de mercado en *outsourcing*:

Las importantes barreras de entrada en el sector de la gestión de nóminas se refuerzan con la imparable tendencia hacia la externalización (*outsourcing*) de **todos los procesos de bajo valor añadido** dentro de la cadena de valor de las compañías. (ver 4.1 Un Sector resiliente y de fuerte crecimiento).

En España, donde Seresco mantiene una fuerte posición, el sector del **outsourcing** todavía es **pequeño** en comparación con otros países, y presenta un **potencial de crecimiento** significativo. Al contar con herramientas internas, especialmente en las áreas de **nóminas (donde es líder en España por número de nóminas gestionadas en outsourcing) y software**, Seresco logra minimizar el margen de error y aumentar su **flexibilidad y escalabilidad** frente a disrupciones tecnológicas y cambios regulatorios. Esta capacidad de adaptación rápida no solo mejora la eficiencia operativa, sino que también permite a Seresco ofrecer **tarifas más competitivas**.

Cuadro 15. Número de nóminas gestionadas en *outsourcing* (mln de nóminas)



Fuente: Seresco

4. Sector y estrategia de crecimiento

4.1 Un Sector resiliente y de fuerte crecimiento

El **sector** de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) ha demostrado una notable capacidad de **resiliencia frente** a diversas **crisis** económicas y globales. Las TIC no solo han resistido, sino que han emergido como **motor clave** de recuperación y crecimiento económico. La pandemia causada por el COVID-19 aceleró la adopción de tecnologías digitales en todos los segmentos de la sociedad, aceleración que está prevista se mantenga en el resto de la década.

El gasto en TIC se espera que crezca con una TACC del **4,7%** en **España** durante el periodo 2021-2026, ligeramente por debajo de la media europea (5,4%), según la guía *Worldwide ICT Spending Guide: Enterprise and SMB by Industry*. Especial mención merece el mercado de **LATAM** (Seresco tiene presencia en Costa Rica, Colombia y Perú), ya que va a experimentar el crecimiento del **gasto en TIC más rápido** a nivel global, **+8%**. Estos datos subrayan la creciente importancia de las TIC en la economía global y las oportunidades que presentan para empresas como Seresco. Respecto a las áreas de negocio donde opera, SCO espera los siguientes crecimientos:

Cuadro 16. Expectativas crecimiento por líneas de negocio

SERVICIO DE TECNOLOGÍA DE LA INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	SERVICIOS PROFESIONALES GLOBALES DE TIC	11,2% CAGR 2022-2030e
	El tamaño del mercado se valoró en 777,28 MM USD\$ en 2021.	
	OUTSOURCING (ITO)	12,0% CAGR 2022-2030e
	Impulsando a empresas de diversos sectores para responder a las nuevas necesidades del negocio.	
	CARTOGRAFÍA Y CATASTRO	
	El BID y el BM han aprobado una dotación presupuestaria para proyectos de C&C en los próximos 4 años. LATAM +150 M\$.	
	DIGITALIZACIÓN	21,1% CAGR 2022-2027e
	El mercado de la digitalización alcanzará un volumen de 1.548,9 MM USD \$ en 2027 según estimaciones.	
	CIBERSEGURIDAD	13,3% CAGR 2022-2027e
	Se estima que el mercado de ciberseguridad alcanzará 298,7 MM USD\$ en 2027.	

Fuente: Seresco

Además de las áreas de negocio mencionadas, que se espera que crezcan gracias a los fuertes vientos de cola de la digitalización, **el outsourcing se trata de otro segmento que se encuentra en medio de una poderosa macrotendencia**. En España, aunque el sector del **outsourcing** todavía es **pequeño** en comparación con otros países, presenta un potencial de crecimiento significativo. Según un estudio de *Precedence Research*, el mercado global de **outsourcing** aumentará hasta los 900.000 mln eur en 2030 (vs 600.000 mln eur actual), y el mercado español crecerá hasta los 7.200 millones en 4 años (vs 6.000 mln actual). **La externalización de servicios de TI (outsourcing)** permite a las empresas centrarse en sus competencias principales mientras optimizan costes y aumentan la eficiencia operativa. Seresco, con su fuerte enfoque en servicios de externalización de nóminas y recursos humanos, está bien posicionada para aprovechar esta tendencia.

En resumen, **todos los sectores** donde opera Seresco van a experimentar un **crecimiento anual de doble dígito**. La creciente importancia de la digitalización, la resiliencia del sector ante las crisis y el potencial de crecimiento del **outsourcing** en España, junto con el **aumento en la recurrencia, escalabilidad y cross-selling** derivado del crecimiento inorgánico, crean un entorno propicio para la expansión continua de la empresa.

4.2 Crecimiento inorgánico

A lo largo de los últimos años, los sectores donde opera Seresco se caracterizan por su **gran atomización**, formados por empresas **muy especializadas** que dan lugar a **oportunidades** interesantes de **M&A** con muy distintos objetivos: obtener nuevas tecnologías de las que no se dispone, acceso a carteras de clientes, ampliación a nuevas geografías, adquisición de nuevas líneas de negocio con las que realizar ventas cruzadas o integrar un competidor.

Sin embargo, **el crecimiento inorgánico no ha sido una de las patas estratégicas** principales Seresco hasta el momento, **habiendo primado el crecimiento orgánico** de bajo riesgo, centrándose en los sectores y áreas en las que ya es relevante. A partir de la salida al mercado de valores BME Growth, Seresco ha decidido complementar su actual estrategia de crecimiento orgánico con potenciales oportunidades de crecimiento inorgánico que puedan surgir. Para ello, SCO ha creado su **propio departamento de M&A**, enfocándose en compañías de **fácil integración** y con **capacidad para generar caja** desde el día 1.

Año y medio después de la salida a bolsa, Seresco ya ha realizado dos adquisiciones bajo esta nueva estrategia:

ELO Sistemas de Informacao LDA (ELO-SI): SCO adquirió el 77% de la compañía (manteniendo opción de compra por el porcentaje restante) **en el primer trimestre de 2023 por valor de 1,4 mln eur** (2,4 mln eur ventas, EBITDA 0,28 mln eur en 2023). Con la integración de ELO-SI, Seresco consigue ganar mayor presencia en **Portugal**, donde opera desde 2015, ya que tiene su sede en Oporto y cuenta con más de **600 clientes** en el ámbito de **gestión de tiempos y de personal**. Además, suma presencia internacional en Mozambique, Nigeria, Marruecos, Sudáfrica, Angola, o Cabo Verde, canales comerciales que será muy útiles para la expansión del resto de servicios.

Grupo CIES: SCO adquirió el 75% de la compañía (manteniendo opción de compra por el porcentaje restante) **en el último trimestre de 2023 por 3,4 mln eur**. Grupo CIES viene a **potenciar la apuesta de la compañía por la ciberseguridad**, así como de cumplimiento de normativas y auditorías. Con unos sólidos fundamentales (4,6 mln eur Ingresos, 2,1 mln eur EBITDA), más de 17 años de experiencia y más de 250 clientes dentro de un sector en auge y que la compañía considera **estratégico**, es una operación que va a generar oportunidades de expansión y *cross selling* entre las diversas áreas de Seresco.

Cuadro 17. Datos relevantes de las compañías adquiridas

COMPAÑÍA	AÑO	EV*	% adquirido	Ingresos 2023	EBITDA 2023	Mg. EBITDA	EV/EBITDA
ELO-SI	2023	1,4X	77%	2,4	0,3	11,7%	5,0X
CIES	2023	3,4X	75%	4,6	2,1	45,7%	1,6X

* Asumimos que las compañías adquiridas no tenían deuda ni caja

Fuente: Renta 4

5. Estimaciones

5.1 Estimaciones R4e

Seresco tiene ante sí un periodo en el que estimamos registrará un significativo crecimiento de sus resultados operativos. Nuestra previsión apunta a que Seresco **umentará su facturación a una tasa media anual (TACC) de doble dígito entre los ejercicios 2024 y 2028**, apoyada por las fuertes tendencias de digitalización y *outsourcing*. De este modo, las tasas de crecimiento previstas (11,3% TACC Ingresos 24-28e y 15,6% TACC EBITDA 24-28e) están en línea (o se sitúan por debajo) de las tasas de crecimiento promedio esperadas por el sector (ver 4.1 Un Sector resiliente y de fuerte crecimiento).

Este significativo aumento de la cifra de negocio irá acompañado de la **expansión de los márgenes operativos** que, apoyados en el foco de la prestación de servicios de mayor valor añadido, el crecimiento de la actividad internacional y el apalancamiento operativo, permitirán alcanzar un **Mg. EBITDA del 15,5% en 2025e** (en línea con el objetivo de Seresco). Adicionalmente, nuestras estimaciones no incluyen **potenciales adquisiciones** de compañías que Seresco pudiera adquirir.

Cuadro 18. Estimaciones de resultados Renta 4 Banco

Min Eur	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TACC 24-28e
Cifra de negocio	30,1	34,0	42,1	54,1	65,8	73,3	78,1	83,0	11,3%
Var (%)		12,7%	24,0%	28,4%	21,6%	11,5%	6,5%	6,2%	
Cartografía y Catastro	0,9	2,0	3,9	7,8	12,4	15,3	17,1	18,8	24,8%
Var (%)	0%	117%	97%	99%	60%	23%	12%	10%	
Consultoría y Software	7,7	7,7	6,9	7,3	7,6	8,0	8,4	8,8	5,0%
Var (%)	0%	0%	-11%	6%	5%	5%	5%	5%	
Ciberseguridad, Sistemas y Servicios	9,8	10,8	14,2	18,3	22,3	24,8	26,5	28,4	11,6%
Var (%)	0%	10%	32%	29%	22%	11%	7%	7%	
Nómina y RRHH	10,1	11,7	15,0	18,2	20,5	22,2	22,8	23,5	6,7%
Var (%)	0%	16%	29%	21%	13%	8%	3%	3%	
Transformación digital	1,7	1,8	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,4	7,0%
Var (%)	0%	8%	20%	20%	10%	8%	5%	5%	
EBITDA	2,6	3,7	4,6	7,2	10,2	11,4	12,1	12,9	15,6%
Var (%)		41,7%	24,2%	57,8%	41,7%	11,5%	6,5%	6,2%	
sobre ingresos (%)	8,6%	10,8%	10,8%	13,3%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	
EBIT	1,5	2,7	3,3	5,8	8,7	9,8	10,4	11,0	17,2%
Var (%)		74,3%	23,2%	77,1%	49,7%	11,5%	6,5%	6,2%	
sobre ingresos (%)	5,1%	7,9%	7,8%	10,8%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	
Resultados Neto	0,5	1,9	2,1	3,3	5,0	5,6	6,1	6,5	18,3%
Var (%)		298,8%	9,9%	61,5%	51,1%	12,5%	7,5%	7,2%	
sobre ingresos (%)	1,6%	5,5%	4,9%	6,1%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	

Es importante destacar, que a diferencia de la mayoría de compañías tecnológicas comparables que formulan según las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS por sus siglas en inglés), **Seresco formula sus estados financieros según el Plan General Contable**, donde entre las principales diferencias debemos mencionar **1) Amortización del fondo de comercio** (amortización lineal a 10 años vs test de deterioro bajo NIIF) y **2) Tratamiento contable de los arrendamientos operativos**, los cuáles sólo se refleja el gasto por arrendamiento en la cuenta de pérdidas y ganancias, sin reconocimiento del activo y pasivo correspondientes en el balance.

De cara al ejercicio 2024 los resultados deberían mostrar **el mayor crecimiento de todos los años proyectados** (+28,4% ingresos y +57,8% EBITDA), gracias a la combinación de un fuerte crecimiento orgánico, con **importantes contratos ganados**, especialmente 1) servicios a prestar por el centro de gestión de servicios informáticos (CGSI) de la Administración del Principado de Asturias por 16,1 mln eur a ejecutar en 4 años y 2) contrato para el levantamiento de un catastro para la República del Perú por importe de **15,7 mln usd a ejecutar durante 2024 y 2025 (vs una facturación del área de 2,0 mln eur en 2022)**. Además, 2024 contará con la aportación a ejercicio completo de las compañías adquiridas en 2023: ELO-SI en febrero (registrada en la línea de Nómina y RR.HH.) y CIES en diciembre (registrada en Ciberseguridad, Sistemas y Servicios). Teniendo en cuenta ambas compañías, **Seresco hubiera facturado en 2023 46 mln eur (vs 42 mln alcanzados), obteniendo un EBITDA de 6,85 mln eur (vs 4,6 mln eur alcanzados)**.

Todos estos factores, nos dan seguridad para afirmar que Seresco cuenta con un amplio margen de seguridad para alcanzar el objetivo de 10,5 mln eur de EBITDA en 2025e (10,2 mln eur R4e). En nuestra opinión, a falta de menos de 18 meses para la finalización del Plan, **la visibilidad del equipo directivo para cumplir es muy alta, habiendo ratificado los objetivos recientemente** en la presentación de resultados FY23 en abril.

A más largo plazo, para el periodo 2026-2028e, hemos estimado un **crecimiento residual prudente** (TACC Ingresos 25-28e 8,0%), y que no creemos que la compañía tenga problemas para alcanzar dadas las altas tasas de crecimiento de los sectores en los que opera. Del mismo modo, **no proyectamos ninguna expansión de márgenes adicional más allá de 2025e** (mg. EBITDA 15,5%).

En la parte baja de la cuenta de PyG, **a corto plazo prevemos que la carga financiera aumente** como consecuencia de la mayor deuda bruta y los niveles actuales de tipos de interés. No obstante, entendemos que los gastos financieros deberían reducirse a medio plazo por el desapalancamiento financiero y la relajación de los tipos de interés, aunque **dependerá de las oportunidades de crecimiento inorgánico que Seresco decida abordar**.

En conclusión, estimamos que **SCO presenta unas muy positivas perspectivas y con elevada visibilidad**, de cara a la evolución de los resultados en los próximos ejercicios. El crecimiento en la facturación, combinado con las mejores del margen previsto y unas necesidades de inversión estables, **permitirá incrementar el flujo de caja libre y consecuentemente mejorar la retribución al accionista** (estimamos que el *payout* se mantenga en el 20% del beneficio neto).

6. Valoración

Iniciamos cobertura de Seresco con un **precio objetivo de 7,94 eur/acc** (72,6% de potencial) y una **recomendación de SOBREPONDERAR**. Hemos realizado la valoración de la compañía por el método de Descuento de Flujos de Caja (DCF), si bien hemos añadido un análisis de los múltiplos implícitos de Seresco frente a sus principales compañías comparables, con el objetivo de contrastar el análisis.

6.1 Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF)

Hemos realizado la valoración de la compañía a través del Descuento de Flujos de Caja derivado del conjunto de nuestras estimaciones 2024-2028e, descontados a un **coste del capital ponderado WACC del 9,4%** y utilizando una **tasa de crecimiento a perpetuidad “g” del 1,5%**. De este modo, obtenemos un Valor Empresa (VE) de 84,7 mln eur, que ajustado por la DFN de 2023 y el valor de los minoritarios, nos lleva a obtener un valor de los recursos propios de 71,0 mln eur. Ajustando el número de acciones por la autocartera (7% del capital), obtenemos un **precio objetivo de 7,94 eur/acción**.

Cuadro 19. Valoración de Seresco y cálculo del WACC

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	VR
Resultado neto de explotación	5,8	8,7	9,8	10,4	11,0	11,2
Tasa impositiva	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBIT (1-t)	4,4	6,6	7,3	7,8	8,3	8,4
Amortización	1,4	1,4	1,6	1,7	1,8	2,2
Inversión en activo circulante	-4,5	-2,4	-1,5	-1,0	-1,0	0,0
Inversión en inmovilizado	-2,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-2,2
Flujo de caja libre	-1,2	4,0	5,6	6,6	7,0	8,4
VNA flujos explícitos 24-28e	18%	15,5				
VNA residual	82%	69,1				
Valor Empresa (VE)	100%	84,7 M€				
Deuda Financiera Neta 23		7,6				
Participación de socios minoritarios		6,1				
Valor teórico de los recursos propios		71,0 M€				
Nº de acciones efectivas aj (Mn)		8,9				
Precio Objetivo R4e		7,94 €/acc				
Precio actual		4,60				
Potencial de revalorización		72,6%				

Cuadro 20. Cálculo del coste del capital ponderado WACC

Tasa libre de riesgo	3,5%
Spread de crédito	3,0%
Tipo impositivo	25,0%
Coste de la deuda (dp. impuestos)	4,88%
Tasa libre de riesgo	3,5%
Riesgo del valor	1,0
Prima de riesgo de mercado	7,0%
Coste del capital propio	10,50%
Ponderación capital ajeno objetivo	20,0%
Ponderación capital propio objetivo	80,0%
WACC	9,38%

Fuente: Seresco y Renta 4

6.2 Principales compañías comparables y múltiplos implícitos

Múltiplos de mercado. Si contrastamos la **valoración que el mercado asigna en la actualidad a Seresco** (51 mln eur de valor empresa y 44 mln eur de fondos propios) con nuestras estimaciones para los siguientes ejercicios, podemos apreciar como el mercado no está recogiendo en la valoración de la compañía ningún tipo de crecimiento. De este modo, unos **multiplicadores de 7,2x VE/EBITDA 2024e y 5,1x VE/EBITDA 2025e**, que a priori, parecen insuficientes para una compañía que opera en un mercado de fuerte crecimiento (consultoría tecnológica).

Cuadro 21. Múltiplos de cotización actuales

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
VE/Ventas	1,0x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
VE/EBITDA	7,2x	5,1x	4,6x	4,3x	4,0x
VE/EBIT	8,9x	5,9x	5,3x	5,0x	4,7x
P/E	13,3x	8,8x	7,8x	7,3x	6,8x
P/FCF	-30,2x	11,5x	8,0x	6,7x	6,2x

Fuente: estimaciones Renta 4

Con el objetivo de contrastar el análisis, hemos incluido un análisis de los múltiplos de Seresco frente a sus principales compañías comparables. De este modo, hemos incluido un grupo de **10 compañías comparables**, diferenciadas entre **1) grandes compañías internacionales y 2) compañías españolas**, más parecidas a Seresco por tamaño y también **cotizadas en BME Growth**. Si bien todas las compañías seleccionadas operan en el sector que podríamos englobar bajo la “transformación digital”, **ninguna de las compañías es completamente comparable a Seresco**, debido a los distintos segmentos donde opera, su tamaño, o el posicionamiento geográfico. Para la realización de la comparativa hemos utilizado estimaciones de *Bloomberg* para las compañías internacionales y estimaciones internas (R4e) para las compañías nacionales.

Cuadro 22. Múltiplos implícitos según valoración R4e

Compañía	País	Market Cap. (Mln eur)	Mg. EBITDA (%)		Crec. EBITDA (%)		VE/EBITDA (x)		PER (x)	
			YTD	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
EPAM Systems	EE.UU.	10.586	17,0%	17,1%	8,0%	8,5%	10,9x	10,0x	18,1x	16,5x
Globant SA	Argentina	7.671	20,4%	20,1%	-5,0%	14,9%	15,4x	13,4x	27,3x	23,1x
Reply S.p.A.	Italia	5.137	16,0%	16,1%	3,3%	9,5%	14,0x	12,8x	25,0x	22,7x
Sopra	Francia	3.842	11,9%	12,3%	-2,4%	7,8%	7,3x	6,8x	10,3x	9,2x
Endava Plc	Reino Unido	1.645	13,8%	15,9%	-28,3%	28,0%	11,2x	8,8x	19,5x	16,9x
Nagarro SE	Alemania	1.035	13,8%	14,5%	27,1%	16,1%	9,0x	7,8x	16,3x	13,3x
Promedio Internacional		4.986	15,5%	16,0%	0,5%	14,1%	11,3x	9,9x	19,4x	16,9x
Altia	España	330	11,3%	12,0%	16,2%	10,9%	11,8x	10,2x	18,7x	16,2x
Izertis SA	España	241	13,5%	13,6%	23,9%	21,3%	11,7x	9,6x	24,9x	18,2x
Knowmad Mood	España	219	7,6%	8,4%	27,4%	39,2%	10,5x	7,5x	14,5x	10,1x
Making Science	España	73	4,9%	5,2%	136,7%	23,4%	8,5x	6,6x	23,0x	13,7x
Promedio Nacional		216	9,3%	9,8%	51,1%	23,7%	10,6x	8,5x	20,3x	14,6x
Promedio Total		3.078	13,0%	13,5%	20,7%	18,0%	11,0x	9,3x	19,8x	16,0x
Seresco		44	13,3%	15,5%	57,8%	41,7%	7,2x	5,1x	13,3x	8,8x
Descuento vs promedio total							-34,7%	-45,6%	-32,6%	-44,9%
Seresco múltiplos implícitos valoración DCF		44	13,3%	15,5%	57,8%	41,7%	11,8x	8,3x	21,4x	14,2x
Descuento vs promedio total							6,8%	-11,0%	8,3%	-11,5%

Fuente: estimaciones Renta 4. Fuente compañías internacionales: Bloomberg. Fuente compañías nacionales: R4e

Teniendo en cuenta estos datos, podemos observar cómo **Seresco cotiza con un descuento del 34,7% y 45,6%** respecto a los múltiplos de EV/EBITDA para los ejercicios **2024e y 2025e** y un **descuento del 32,6% y 44,9%** respecto al PER del promedio total para los mismos años.

Múltiplos implícitos a nuestra valoración. Si en vez de aplicar la valoración actual de mercado, aplicamos nuestra valoración del negocio subyacente obtenido por DCF (85 mln eur de VE y 76 mln eur de fondos propios), el resultado es que obtenemos unos **multiplicadores implícitos de 1,3x VE/Ventas, 8,3x VE/EBITDA, 9,7x VE/EBIT y P/E de 11,2x para el ejercicio 2025e.**

Cuadro 23. Múltiplos implícitos según valoración R4e

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
VE/Ventas	1,6x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
VE/EBITDA	11,8x	8,3x	7,5x	7,0x	6,6x
VE/EBIT	14,5x	9,7x	8,7x	8,2x	7,7x
P/E	21,4x	14,2x	12,6x	11,7x	10,9x
P/FCF	-49,6x	18,8x	13,2x	11,0x	10,2x

Fuente: estimaciones Renta 4

Comparando estos múltiplos con el promedio obtenido de comparables, podemos observar que **los múltiplos implícitos resultantes están en línea con el promedio total.** De este modo, Seresco cotizaría con una prima del 6,8% y 8,3% vs EV/EBITDA y P/E 2024e, que bien podría estar **justificado por el mayor crecimiento esperado del EBITDA (+57,8% vs 20,7% del sector).** Respecto a los múltiplos del próximo ejercicio, EV/EBITDA y P/E 2025e, Seresco cotizaría con un descuento del 11,0%, y 11,5% respectivamente.

Conclusión. Con un Mg. EBITDA en línea con el promedio, **Seresco es la compañía que más crecimiento del EBITDA espera** para los ejercicios 2024e y 2025e, mientras que es **la compañía que cotiza actualmente a múltiplos más bajos** de todas las compañías analizadas. Por tanto, no creemos que el descuento con el que Seresco cotiza esté justificado ni por el perfil de crecimiento ni por la rentabilidad del negocio subyacente. **Tampoco creemos que este descuento pueda estar justificado por la baja liquidez y free-float del valor,** dado que las compañías nacionales, cotizadas en BME Growth, también registran unos niveles de negociación de acciones diaria muy escasos.

En ambos casos, creemos que **los multiplicadores obtenidos son razonables para el tipo de compañía que es Seresco** (compañía con más de 55 años de trayectoria, rentable y poco endeudada) **y el mercado en el que opera** (de alto crecimiento). De hecho, creemos que debido a las características intrínsecas al mercado de la consultoría tecnológica (fuertes vientos de cola por digitalización) y su posicionamiento en mercados nicho (posición de liderazgo en gestión de nóminas y cartografía y catastro), **Seresco podría incluso cotizar a unos múltiplos implícitos superiores a los que le asignamos en nuestra valoración** (y que implican un potencial de revalorización del 73%).

El resultado de la **comparativa frente a los principales comparables parece reforzar nuestra tesis de inversión,** en línea con las conclusiones obtenidas en la valoración realizada por el método de Descuento de Flujos de Caja. Todos los métodos de valoración empleados a lo largo de este informe nos sugieren que la compañía cotiza con un **importante descuento** respecto de su valor intrínseco, el cual **tenderá a cerrarse de forma natural en el caso de que se cumplan las estimaciones de crecimiento del equipo directivo.** Consideramos que los múltiplos resultantes de nuestra valoración son consecuentes y razonables con el valor intrínseco de la compañía, por lo que **el riesgo a nuestra valoración reside en mayor medida en el cumplimiento de nuestras estimaciones y no en el ejercicio de valoración en sí mismo.**

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23/26e
Ventas	30,1	34,0	42,1	54,1	65,8	73,3	11,7%
Coste de ventas	-3,9	-4,4	-6,7	-8,8	-10,8	-12,1	12,7%
Margen Bruto	26,3	29,6	35,5	45,3	55,0	61,2	11,5%
Gastos operativos	-23,7	-25,9	-30,9	-38,2	-44,8	-49,9	10,0%
EBITDA	2,6	3,7	4,6	7,2	10,2	11,4	20,1%
EBITDA ajustado	2,6	3,7	4,6	7,2	10,2	11,4	20,1%
Amortizaciones	-1,1	-1,0	-1,3	-1,4	-1,4	-1,6	5,1%
EBIT	1,5	2,7	3,3	5,8	8,7	9,8	24,2%
Resultado financiero	-0,6	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-5,6%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	1,0	2,6	3,0	5,6	8,5	9,5	26,2%
Impuestos sobre beneficios	-0,5	-0,7	-0,8	-1,4	-2,1	-2,4	23,3%
Minoritarios	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-1,3	-1,5	78,2%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	0,5	1,9	2,1	3,3	5,0	5,6	22,4%
Márgenes y crecimiento (%)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	
Crec. Ventas	138,7%	12,7%	24,0%	28,4%	21,6%	11,5%	
Margen Bruto	87,1%	87,0%	84,2%	83,8%	83,6%	83,5%	
Crec. EBITDA	493,7%	41,7%	24,2%	57,8%	41,7%	11,5%	
Margen EBITDA	8,6%	10,8%	10,8%	13,3%	15,5%	15,5%	
Crec. EBITDA ajustado	493,7%	41,7%	24,2%	57,8%	41,7%	11,5%	
Margen EBITDA ajustado	8,6%	10,8%	10,8%	13,3%	15,5%	15,5%	
Crec. EBIT	266,7%	74,3%	23,2%	77,1%	49,7%	11,5%	
Margen EBIT	5,1%	7,9%	7,8%	10,8%	13,3%	13,3%	
Crec. BPA	n.a.	288,6%	9,9%	61,5%	51,1%	12,5%	
Balance (mln eur)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	
Inmovilizado material	1,2	1,2	2,1	3,2	3,4	3,6	
Inmovilizado inmaterial	3,9	4,5	8,4	8,4	8,4	8,4	
Inmovilizado financiero	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
Otro activo fijo	0,7	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	
Clientes	8,3	8,7	16,0	19,3	23,4	26,1	
Otro activo circulante	0,7	1,0	1,3	2,3	2,7	3,0	
Tesorería y equivalentes	1,6	2,4	4,0	3,1	6,7	11,7	
Total activo	16,8	18,7	32,3	36,7	45,2	53,3	
Recursos propios	3,9	5,4	7,0	9,6	13,7	18,0	
Minoritarios	0,0	0,0	0,5	1,4	2,7	4,2	
Deuda financiera a largo plazo	4,8	3,6	4,8	6,0	6,9	7,8	
Otros pasivos a largo plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera a corto plazo	1,8	3,2	6,8	6,8	6,8	6,8	
Proveedores	4,4	5,6	9,8	9,6	11,8	13,3	
Otros pasivos a corto plazo	1,8	0,8	3,2	3,2	3,2	3,2	
Total pasivo	16,8	18,7	32,3	36,7	45,2	53,3	
Principales ratios	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	
Nº acciones (mln)	9,4	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	
Precio (eur)	n.a.	4,00	4,50	4,60	4,60	4,60	
BPA (eur/acción)	0,05	0,19	0,21	0,35	0,52	0,59	
DPA (eur/acción)	0,02	0,08	0,04	0,04	0,07	0,10	
Payout (%)	n.a.	164,6%	20,1%	18,1%	20,0%	20,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	n.a.	2,1%	0,9%	0,8%	1,5%	2,3%	
VE/ Ventas (x)	n.a.	1,3	1,2	1,0	0,8	0,7	
VE/ EBITDA (x)	n.a.	11,7	11,2	7,2	5,1	4,6	
VE/ EBIT (x)	n.a.	16,0	15,4	8,9	5,9	5,3	
PER (x)	n.a.	20,6	21,0	13,3	8,8	7,8	
ROCE (%)	17,2%	27,1%	22,5%	30,1%	42,3%	46,6%	
ROE (%)	11,9%	34,3%	29,2%	34,5%	36,7%	31,4%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	5,0	4,5	7,6	9,8	7,0	3,0	
Deuda neta / EBITDA (x)	1,9	1,2	1,7	1,4	0,7	0,3	
Cobertura de intereses (x)	2,7	22,1	10,2	23,7	29,8	40,0	
Capex / ventas (%)	17,7%	4,9%	14,4%	4,5%	2,5%	2,5%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	1,5	2,7	3,3	5,8	8,7	9,8
Amortización de inmovilizado	1,1	1,0	1,3	1,4	1,4	1,6
Variación fondo de maniobra	0,9	-0,6	-0,8	-4,5	-2,4	-1,5
Resultado financiero	-0,6	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2
Impuestos	-0,5	-0,7	-0,8	-1,4	-2,1	-2,4
Flujo de caja operativo	2,4	2,2	2,6	1,0	5,4	7,2
Inversiones netas en activo mat e inmat.	-5,3	-1,7	-6,1	-2,4	-1,6	-1,8
Otras inversiones	-1,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja libre	-4,1	0,9	-3,1	-1,4	3,8	5,4
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,7	-1,0
Otros movimientos de FF.PP.	2,8	-0,4	0,3	-0,4	-0,3	-0,3
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cambio en deuda neta	-1,3	0,5	-3,2	-2,2	2,8	4,0
Deuda neta (+) / caja neta (-)	5,0	4,5	7,6	9,8	7,0	3,0

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mln)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mln eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 24e
Seresco SA*	10	4,60	44	Sobreponderar	7,94	72,6%	0,8%
EPAM Systems, Inc.	58	172,81	10.018	Mantener	196,04	13,4%	0,0%
Globant SA	43	167,53	7.254	Sobreponderar	205,38	22,6%	0,0%
Reply S.p.A.	37	138,20	5.170	Mantener	143,00	3,5%	0,8%
Sopra Steria Group SA	21	185,50	3.812	Sobreponderar	269,50	45,3%	2,8%
Endava Plc Sponsored ADR Class A	42	26,55	1.127	Sobreponderar	38,09	43,5%	0,0%
Nagarro SE	14	75,45	1.039	Sobreponderar	104,00	37,8%	0,0%
Altia Consultores S.A.*	69	4,80	330	Sobreponderar	5,20	8,3%	0,0%
Izertis SA*	26	9,12	241	Sobreponderar	10,64	16,7%	0,0%
Aplicaciones y Tratamiento de Sistemas, S.A.*	50	4,50	225	Mantener	3,50	-22,2%	0,0%
Making Science Group SA*	9	8,50	76	Sobreponderar	16,20	90,6%	0,0%
Promedio	34	73	2.667		110,09	38,4%	0,4%

Compañía	PER 24e	PER 25e	Cto. Bº Neto 22-25e	PEG 24e	PEG 25e	ROE 24e	P/VC 24e
Seresco SA*	13,3x	8,8x	39,0%	0,3x	0,2x	34,5%	3,2x
EPAM Systems, Inc.	18,3x	16,8x	2,1%	8,5x	7,8x	15,4%	2,8x
Globant SA	27,3x	23,1x	15,3%	1,8x	1,5x	14,2%	4,0x
Reply S.p.A.	25,0x	22,7x	12,1%	2,1x	1,9x	16,5%	4,0x
Sopra Steria Group SA	10,3x	9,2x	18,2%	0,6x	0,5x	18,4%	1,7x
Endava Plc Sponsored ADR Class A	19,5x	16,9x	-24,9%	n.r.	n.r.	10,4%	2,1x
Nagarro SE	16,3x	13,3x	25,4%	0,6x	0,5x	25,5%	4,1x
Altia Consultores S.A.*	18,7x	16,2x	18,6%	1,0x	0,9x	19,9%	3,7x
Izertis SA*	24,9x	18,2x	50,5%	0,9x	0,7x	11,8%	3,0x
Aplicaciones y Tratamiento de Sistemas, S.A.*	14,5x	10,1x	27,0%	n.r.	n.r.	29,5%	4,3x
Making Science Group SA*	23,0x	13,7x	104,3%	0,2x	0,1x	-41,3%	15,2x
Promedio	19,8x	16,0x	24,9%	0,8x	0,6x	12,0%	4,5x

Compañía	VE/EBITDA 24e	VE/EBITDA 25e	Cto. EBITDA 22-25e	Margen EBITDA 24e	EVG 24e	EVG 25e	DN/EBITDA 24e
Seresco SA*	7,2x	5,1x	40,6%	13,3%	0,2x	0,4x	0,7x
EPAM Systems, Inc.	10,9x	10,0x	1,4%	16,9%	7,7x	0,6x	-3,1x
Globant SA	15,4x	13,4x	14,8%	20,0%	1,0x	0,7x	-0,2x
Reply S.p.A.	14,0x	12,8x	6,3%	16,1%	2,2x	0,8x	-1,1x
Sopra Steria Group SA	7,3x	6,8x	7,9%	12,5%	0,9x	0,5x	0,9x
Endava Plc Sponsored ADR Class A	11,2x	8,8x	-12,5%	14,3%	n.r.	0,6x	-0,5x
Nagarro SE	9,0x	7,8x	14,9%	14,3%	0,6x	0,5x	0,8x
Altia Consultores S.A.*	11,8x	10,2x	18,0%	11,3%	0,7x	0,9x	-0,1x
Izertis SA*	11,7x	9,6x	21,1%	14,8%	0,6x	0,6x	1,7x
Aplicaciones y Tratamiento de Sistemas, S.A.*	10,5x	7,5x	26,8%	7,6%	0,4x	1,0x	0,4x
Making Science Group SA*	8,5x	6,6x	17,9%	3,9%	0,5x	1,7x	3,7x
Promedio	11,0x	9,3x	11,7%	13,2%	1,6x	0,8x	0,3x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2024	1 año
Seresco SA*	0,0%	0,0%	-2,1%	-2,1%	2,2%	35,3%
EPAM Systems, Inc.	1,4%	1,8%	2,8%	-33,0%	-37,7%	-19,2%
Globant SA	1,3%	6,7%	7,8%	-12,4%	-24,6%	-0,2%
Reply S.p.A.	0,5%	-0,6%	0,4%	4,1%	15,6%	38,8%
Sopra Steria Group SA	-1,3%	-7,2%	-17,3%	-17,3%	-6,2%	6,5%
Endava Plc Sponsored ADR Class A	-0,1%	3,5%	-5,3%	-24,8%	-63,5%	-42,2%
Nagarro SE	0,5%	-3,5%	-9,2%	-4,3%	-13,7%	-2,6%
Altia Consultores S.A.*	0,0%	-2,0%	6,7%	0,4%	12,7%	50,9%
Izertis SA*	0,0%	-0,2%	4,1%	8,6%	-0,7%	18,4%
Aplicaciones y Tratamiento de Sistemas, S.A.*	2,7%	1,8%	12,5%	48,0%	38,0%	22,3%
Making Science Group SA*	-2,3%	0,0%	-4,0%	0,9%	-14,2%	-18,3%
Ibex 35	-0,7%	-1,9%	-3,3%	-1,4%	8,4%	16,6%

Fuente: Factset. (*) estimaciones Renta 4 Banco.

Anexo I. Riesgos

Riesgo de competencia: Seresco se encuentra en un sector altamente competitivo y fragmentado, en el que operan tanto compañías nacionales con una alta especialización como grandes compañías internacionales con grandes recursos financieros.

Riesgo por la concentración de clientes: en 2022 los 5 primeros clientes del Grupo representaron un 42% del “Importe neto de la cifra de negocio” consolidado. Aunque es poco probable debido a su alta fidelidad, la pérdida total o parcial de clientes sin que Seresco pueda reemplazarlos por otros en condiciones similares podría afectar negativamente los ingresos del Grupo.

Riesgo de concentración de la actividad en España: en 2023, un 85% de las ventas tuvieron su origen en España. A pesar de que se espera aumentar la cuota internacional en los próximos años, cualquier cambio desfavorable que afecte a la economía española podría tener un impacto material y negativo en el negocio.

Riesgo de integración de las compañías adquiridas: dada la estrategia de crecimiento inorgánico que Seresco quiere ejecutar de cara al medio-largo plazo, existe un riesgo en la adecuada integración de las compañías adquiridas, lo que podría afectar negativamente a los planes de crecimiento.

Riesgo de cambio en el *management*: la estrategia y gestión del Grupo depende significativamente de la experiencia y conocimiento de sus directivos. Estos podrían dejar de prestar sus servicios por cualquier motivo, y su salida de la Sociedad podría tener un efecto desfavorable en la compañía.

Riesgo por la alta exposición a las administraciones públicas: de ellas proceden el 50% del total de los ingresos de Seresco. Afectando al fondo de maniobra de la compañía, ya que suelen tener períodos de pago superiores si los comparamos con las empresas privadas.

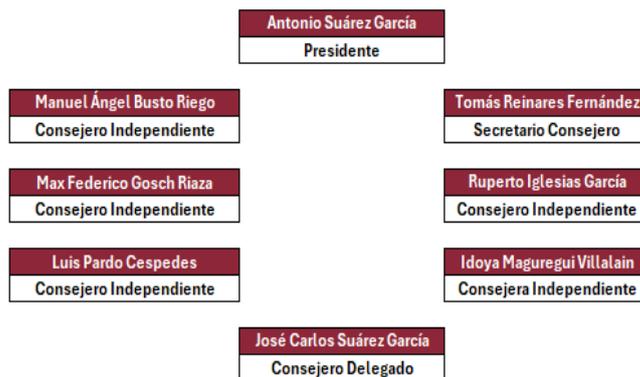
Anexo II. Principales Accionistas y Composición del Consejo de Administración

Principales Accionistas

Accionistas	% Capital
D. José Carlos Suárez García	14,4%
D. Antonio Suárez García	10,8%
D. Enrique Suárez García	8,6%
D. Luis Suárez García	6,6%
D. Guillermo Suárez García	6,4%
D ^a . María Purificación Suárez García	6,3%
D. Tomás Reinares Fernández	5,9%
D. Manuel Angel Busto Riego	5,7%
Familia Suárez	13,8%
Autocartera	8,0%
Free Float	13,6%

Fuente: BME Growth

Composición del Consejo de Administración



Fuente: Seresco

Anexo III. Glosario

Capex: capital expenditures. Inversiones en bienes de capital.

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

DPA: Dividendo por acción

Market Cap: Capitalización bursátil

Valor Empresa: Deuda Neta más Capitalización bursátil

PER: Precio entre Beneficio por acción

P/CF: Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

P/VC: Precio entre Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

DISCLAIMER

1. Información objetiva

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

2. Certificación de analistas

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

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

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

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

3. Información importante

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.
- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.

- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf, ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Revenga Smart Solutions, Unicaja e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis patrocinado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, General de Alquiler de Maquinaria, Greening, Inmobiliaria del Sur, Nextil, Revenga Smart Solutions y Tubos Reunidos, servicios por los que cobra honorarios. Renta 4 Banco S.A. actúa como coordinador global de la ampliación de capital de Making Science, entidad agente y entidad colocadora. Renta 4 Corporate S.A. actúa como asesor registrado y ha prestado servicios de asesoramiento para la elaboración del documento de ampliación.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

5. Sistemas de recomendaciones

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

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

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

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

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

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

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