

Resultados 12m 2022

Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-iaef.com

+34 915 904 226

Innovative Solutions Ecosystem (ISE), anterior Service Point Solutions, es una compañía con una estrategia de crecimiento a través de M&A en los sectores de seguridad de datos, tecnología, criptografía y voto online. Tras la desinversión de su negocio tradicional en 2021, está especializada en el sector de voto-online, donde mantiene una posición de referencia con presencia internacional a través de su filial ScytI (adquirida en 2020).

Rdos. 2022, en línea. Y a la espera de un "despegue" de ingresos a partir de 2023e

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	33,5	33,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	46,7	46,4
Número de Acciones (Mn)	57,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,04 / 0,71 / 0,52	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	17,3	
Factset / Bloomberg	ISE-ES / ISE SM	
Cierre año fiscal	30-jun	

Estructura Accionarial (%)

Grupo Paragon	76,2
Free Float	23,8

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	57,7	57,7	57,7	57,7
Total Ingresos	6,2	9,5	12,7	15,2
EBITDA Rec.	-3,6	-2,3	0,0	0,5
% Var.	-47,4	35,5	97,9	n.a.
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	3,5
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	22,6	18,6	13,9	n.a.
Beneficio neto	-5,3	-3,5	-0,9	-0,1
BPA (EUR)	-0,09	-0,06	-0,01	0,00
% Var.	n.a.	34,5	75,5	88,0
BPA ord. (EUR)	-0,09	-0,06	-0,02	0,00
% Var.	-57,6	35,2	74,2	88,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-4,9	-3,0	-0,2	0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	10,6	13,6	13,8	13,5
DN / EBITDA Rec. (x)	n.a.	n.a.	n.a.	25,2
ROE (%)	97,5	35,2	7,1	0,8
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	0,0

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	7,53	4,93	3,67	3,07
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	0,9

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

INGRESOS QUE AVANZAN EN LÍNEA CON LO ESPERADO (EUR 6,2MN)... ScytI, negocio de software de voto electrónico de ISE (adquirido en octubre de 2020), genera unos ingresos de EUR 6,2Mn durante el ejercicio 2022 (cerrado a 30 de junio). Un nivel de ingresos que (aunque aún sin masa crítica) parece empezar a coger tracción: ventas 2S22 de EUR 3,6Mn vs EUR 2,6Mn del 1S22 y EUR 2,9Mn del 2S21. Un crecimiento (vs 1S22) explicado esencialmente como consecuencia del impacto de un nuevo contrato con el Consejo Electoral de Países Bajos (para desarrollar, suministrar y gestionar el nuevo software que se usará en todos los procesos electorales del país; con un impacto de c. EUR 0,8Mn durante el 2S22).

...AUNQUE CON UNA ESTRUCTURA OPERATIVA DIMENSIONADA PARA UN NIVEL DE INGRESOS MUY SUPERIOR (EBITDA 2022: EUR -3,6MN). La estructura operativa actual sigue pesando mucho en EBITDA. Con una plantilla de 92 empleados, los gastos de personal ascendieron a EUR 4,2Mn (68% s/Ingresos). Lo que, junto a otros costes de explotación de EUR 1,9Mn, mantiene el EBITDA en negativo (EUR -3,6Mn en 2022). Y sitúa el breakeven en niveles de ingresos de c. EUR 15Mn (cifra que estimamos no alcanzable, al menos, hasta el ejercicio 2025e).

LA DEUDA NETA SE INCREMENTA HASTA EUR 10,6MN. La DN (incluyendo obligaciones convertibles por EUR 0,8Mn) se sitúa a cierre de 2022 en EUR 10,6Mn (EUR 5,3Mn a cierre de 2021). Una Deuda Neta explicada esencialmente por la financiación del circulante obtenida de su accionista de referencia (bajo las condiciones del Acuerdo Global de Tesorería de Grupo Paragon; sin fecha concreta de devolución). Por lo que su apoyo financiero seguirá siendo clave (ISE cierra 2022 con un Patrimonio Neto negativo de EUR 8,2Mn).

EN CONCLUSIÓN, RESULTADOS EN LÍNEA. AUNQUE LA CLAVE "DE VERDAD" ESTÁ EN LOS RESULTADOS 2023E. Mantenemos estimaciones ante unos resultados en línea. A nuestro juicio, 2023e será clave para demostrar la "verdadera" capacidad de crecimiento del negocio de ScytI (y la cercanía para alcanzar breakeven en EBITDA). El escenario que planteamos para 2023e debiera permitir a ISE generar niveles de ingresos de, al menos, EUR 9,5Mn (vs EUR 6,2Mn en 2022). Aunque con EBITDA aún por debajo de break even (EUR -2,3Mn). Unas estimaciones que, a fecha de este informe, cotizarían a c. 5x EV/Vtas 2023e.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	9,0	-3,0	-34,0	-17,8	-6,8	-46,1
vs Ibex 35	12,9	8,7	-24,0	-8,3	5,3	-28,7
vs Ibex Small Cap Index	11,4	15,3	-24,4	-9,0	-20,7	-57,1
vs Eurostoxx 50	16,9	5,5	-19,3	2,2	-7,6	-46,3
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	23,3	5,7	-2,2	20,5	-20,4	-59,0

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Resultados 12m 2022

Tabla de Resultados 12m2022

EUR Mn	12m22 Real	12m21 ⁽¹⁾
Total Ingresos	6,2	3,0
Margen Bruto	2,5	1,4
<i>Margen Bruto/Ingresos</i>	<i>40,0%</i>	<i>46,1%</i>
EBITDA (recurrente)⁽²⁾	-3,6	-2,4
EBIT	-5,0	-3,2
BN	-5,3	0,5
Deuda Neta⁽³⁾	10,6	5,3

Nota 1: En 2021 se modificó el cierre fiscal (cierre 30 de junio), por lo que el ejercicio 2021 corresponde al período de seis meses entre 1 enero de 2021 y 30 de junio de 2021.

Nota 2: EBITDA recurrente ajustado para excluir el impacto de gastos capitalizados por importe de EUR 0,5Mn en 2022 (sin impacto en 2021).

Nota 3: La Deuda Neta se compone esencialmente por la financiación concedida por Grupo Paragon (accionista de control de ISE), incluyendo obligaciones convertibles por importe de EUR 0,9Mn en 2022 (EUR 0,8Mn en 2021) que están pendientes de convertir en acciones de ISE (con vencimiento en junio 2026). Deuda Neta ajustada para excluir el impacto derivado de la NIIF 16 (EUR 1Mn en 2022).

Evolución Semestral (2021-2022)

EUR Mn	2021 ⁽¹⁾		2022	
	2S21	1S22	2S22	2022
Total Ingresos	3,0	2,6	3,6	6,2
Margen Bruto	1,4	1,3	1,2	2,5
EBITDA (recurrente)⁽²⁾	-2,4	-1,6	-1,9	-3,6
EBIT	-3,2	-2,4	-2,6	-5,0
BN	0,5	-2,4	-2,9	-5,3
Deuda Neta⁽³⁾	5,3	7,5	10,6	10,6

Nota 1: En 2021 se modificó el cierre fiscal (cierre 30 de junio), por lo que el ejercicio 2021 corresponde al período de seis meses entre 1 enero de 2021 y 30 de junio de 2021.

Nota 2: EBITDA recurrente ajustado para excluir el impacto de gastos capitalizados por importe de EUR 0,5Mn en 2022 (sin impacto en 2021).

Nota 3: La Deuda Neta se compone esencialmente por la financiación concedida por Grupo Paragon (accionista de control de ISE), incluyendo obligaciones convertibles por importe de EUR 0,9Mn en 2022 (EUR 0,8Mn en 2021) que están pendientes de convertir en acciones de ISE (con vencimiento en junio 2026). Deuda Neta ajustada para excluir el impacto derivado de la NIIF 16 (EUR 1Mn en 2022).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,9)	(0,1)	0,4	n.a.			
Market Cap	33,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	10,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	2,8%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)			6,5%	7,5%	
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,3	
Coste del Equity	11,9%	Ke = Rf + (R * B)			10,6%	12,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	75,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	24,1%	D			=	=	
WACC	9,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,9%	10,4%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Atos	ATO-FR	1.107,3	4,4	-13,3%	3,7	-0,9%	0,4	2,6%	10,2%	n.a.	83,4%
Tieto	TIETO-FI	3.022,2	10,6	11,3%	7,6	1,1%	1,3	2,9%	16,7%	10,1%	16,2%
Indra	IDR-ES	1.336,4	7,0	15,0%	4,0	5,1%	0,4	3,0%	10,8%	14,7%	7,1%
IT Services			7,3	4,4%	5,1	1,8%	0,7	2,9%	12,6%	12,4%	35,6%
ISE	ISE-ES	33,5	n.a.	82,8%	n.a.	49,4%	4,9	26,8%	n.a.	n.a.	45,1%

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

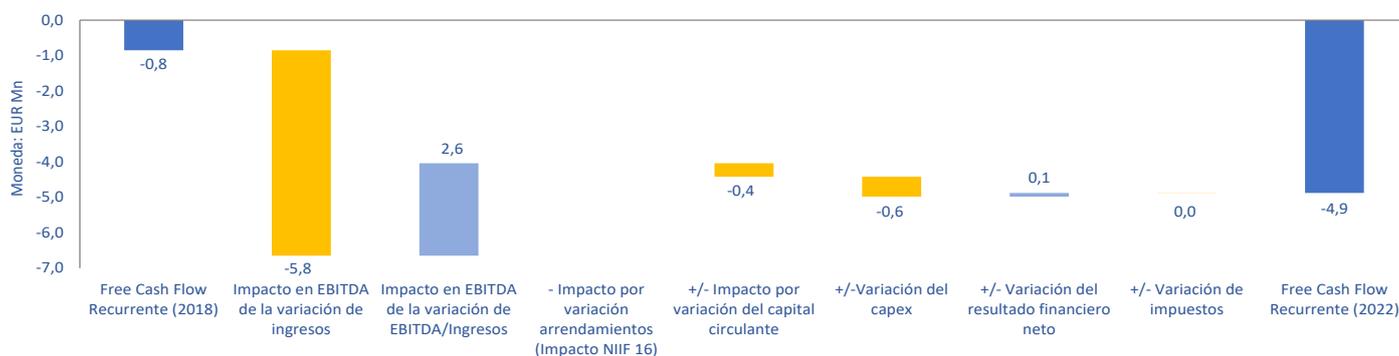
Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020 ⁽¹⁾	2021 ⁽¹⁾	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,0	0,1	7,3	5,2	4,1	3,0	2,3	1,8		
Inmovilizado material	0,4	0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4		
Otros activos no corrientes	-	1,6	-	-	0,9	0,9	0,9	0,9		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	1,0	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1		
Activo circulante	1,3	1,2	2,1	1,3	2,6	3,7	4,7	5,6		
Total activo	1,8	3,1	12,7	8,8	10,4	10,5	11,0	11,4		
Patrimonio neto	(2,2)	(3,1)	(4,4)	(2,8)	(8,2)	(11,6)	(12,5)	(12,6)		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	2,9	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1		
Otros pasivos no corrientes	0,3	1,6	-	-	1,0	1,0	1,0	1,0		
Deuda financiera neta	1,2	1,8	8,5	5,3	10,6	13,6	13,8	13,5		
Pasivo circulante	2,6	2,9	5,7	4,2	4,8	5,4	6,5	7,4		
Total pasivo	1,8	3,1	12,7	8,8	10,4	10,5	11,0	11,4		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020⁽¹⁾	2021⁽¹⁾	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	8,2	7,7	1,0	3,0	6,2	9,5	12,7	15,2	-6,8%	34,9%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>-6,6%</i>	<i>-6,0%</i>	<i>-87,5%</i>	<i>214,9%</i>	<i>104,6%</i>	<i>52,7%</i>	<i>34,3%</i>	<i>19,7%</i>		
Coste de ventas	(2,9)	(2,9)	(0,5)	(1,6)	(3,7)	(5,1)	(5,6)	(6,9)		
Margen Bruto	5,3	4,8	0,5	1,4	2,5	4,4	7,1	8,3	-17,4%	49,6%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>64,9%</i>	<i>61,8%</i>	<i>48,0%</i>	<i>46,1%</i>	<i>40,0%</i>	<i>46,1%</i>	<i>55,7%</i>	<i>54,6%</i>		
Gastos de personal	(4,5)	(4,2)	(1,5)	(2,9)	(4,2)	(4,4)	(4,6)	(5,0)		
Otros costes de explotación	(1,3)	(1,0)	(0,7)	(0,9)	(1,9)	(2,3)	(2,5)	(2,8)		
EBITDA recurrente	(0,4)	(0,4)	(1,7)	(2,4)	(3,6)	(2,3)	(0,0)	0,5	-73,6%	29,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>-477,8%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-314,0%</i>	<i>-43,9%</i>	<i>-47,4%</i>	<i>35,5%</i>	<i>97,9%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,5%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	0,1	-	-	-		
EBITDA	(0,4)	(0,4)	(1,7)	(2,4)	(3,5)	(2,3)	(0,0)	0,5	-72,9%	29,1%
Depreciación y provisiones	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(1,9)	(1,5)	(1,2)	(1,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	0,5	0,5	0,5	0,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(0,5)	(0,8)	(1,9)	(3,2)	(5,0)	(3,4)	(0,8)	0,0	-76,3%	26,0%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>-56,5%</i>	<i>-53,7%</i>	<i>-144,5%</i>	<i>-64,6%</i>	<i>-56,2%</i>	<i>32,4%</i>	<i>76,7%</i>	<i>100,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,7)	(0,9)	(2,0)	(3,3)	(5,3)	(3,5)	(0,9)	(0,1)	-66,9%	72,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>-72,5%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-115,5%</i>	<i>-66,5%</i>	<i>-61,7%</i>	<i>34,5%</i>	<i>74,2%</i>	<i>88,0%</i>		
Extraordinarios	-	-	0,1	0,2	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,7)	(0,9)	(1,9)	(3,1)	(5,3)	(3,5)	(0,9)	(0,1)	-66,9%	72,7%
Impuestos	(0,0)	(0,0)	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	(0,2)	3,7	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,7)	(0,9)	(2,1)	0,5	(5,3)	(3,5)	(0,9)	(0,1)	-66,8%	73,2%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>-71,9%</i>	<i>-33,6%</i>	<i>-123,6%</i>	<i>125,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>34,5%</i>	<i>75,5%</i>	<i>88,0%</i>		
Beneficio ordinario neto	(0,7)	(0,9)	(2,0)	(3,3)	(5,4)	(3,5)	(0,9)	(0,1)	-67,4%	72,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-658,5%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-115,5%</i>	<i>-66,5%</i>	<i>-63,5%</i>	<i>35,2%</i>	<i>74,2%</i>	<i>88,0%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020⁽¹⁾	2021⁽¹⁾	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						(2,3)	(0,0)	0,5	-73,6%	29,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(0,5)	0,0	0,0		
Cash Flow operativo recurrente						-2,8	0,0	0,6	-60,1%	28,8%
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,0)	0,0	0,0		
Free Cash Flow Recurrente						(3,0)	(0,2)	0,3	-54,9%	27,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(3,0)	(0,2)	0,3	-58,3%	27,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						3,0	0,2	(0,3)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

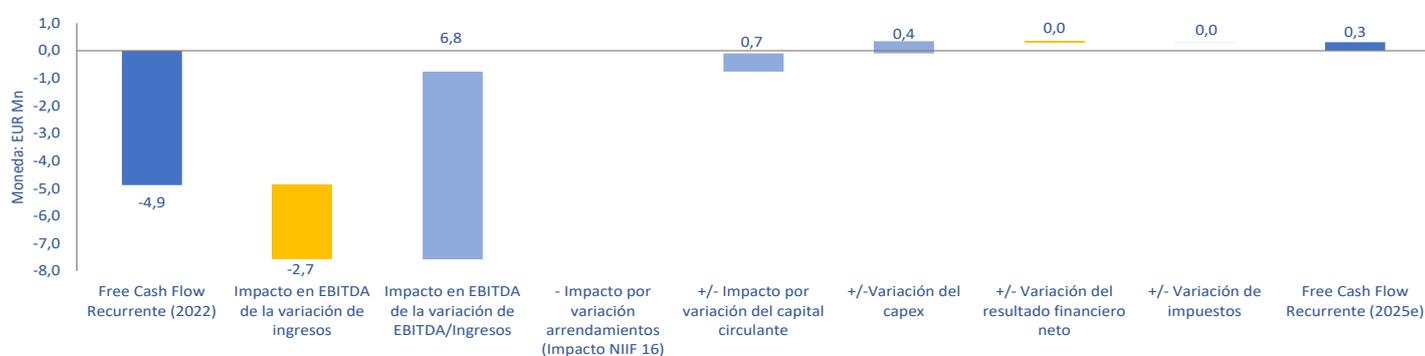
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020 ⁽¹⁾	2021 ⁽¹⁾	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	(0,4)	(1,7)	(2,4)	(3,6)	(2,3)	(0,0)	0,5	<i>n.a.</i>	29,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-3,3%	-314,0%	-43,9%	-47,4%	35,5%	97,9%	<i>n.a.</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,5	1,9	(0,8)	(0,6)	(0,5)	0,0	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,2)	0,2	(3,2)	(4,2)	(2,8)	(0,0)	0,6	<i>n.a.</i>	28,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	62,1%	193,0%	<i>n.a.</i>	-30,1%	33,3%	99,9%	<i>n.a.</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	23,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,8%		
- CAPEX	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(0,6)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0		
= Free Cash Flow recurrente	(1,0)	0,1	(3,4)	(4,9)	(3,0)	(0,2)	0,3	-67,5%	27,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-22,6%	110,3%	<i>n.a.</i>	-44,9%	38,4%	93,5%	261,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	11,1%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(4,5)	-	(0,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,0)	(4,3)	(3,4)	(5,3)	(3,0)	(0,2)	0,3	-72,4%	27,2%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-22,6%	-318,3%	22,5%	-57,9%	43,5%	93,5%	261,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	0,3%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,9%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,9%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0,8)	(1,0)	0,1	(3,4)	(4,9)	(3,0)	(0,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	0,4	(3,6)	(2,5)	(1,9)	(0,8)	(0,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,0)	(1,6)	2,9	1,4	3,2	3,1	0,6		
= Variación EBITDA recurrente	(0,0)	(1,3)	(0,7)	(1,2)	1,3	2,3	0,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	0,3	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,7	1,4	(2,7)	0,2	0,1	0,5	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,4	0,5	(3,5)	(1,0)	1,4	2,8	0,6		
+/- Variación del CAPEX	(0,6)	0,6	(0,0)	(0,5)	0,5	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	0,0	0,0	-	(0,0)	(0,0)	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	0,0	(0,0)	-	0,0	0,0	(0,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(0,2)	1,1	(3,5)	(1,5)	1,9	2,8	0,5		
Free Cash Flow Recurrente	(1,0)	0,1	(3,4)	(4,9)	(3,0)	(0,2)	0,3		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(0,8)	(1,9)	(3,2)	(5,0)	(3,4)	(0,8)	0,0	-84,6%	26,0%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	(0,4)	(1,7)	(2,4)	(3,6)	(2,3)	(0,0)	0,5	<i>n.a.</i>	29,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,3)	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,5	1,9	(0,8)	(0,6)	(0,5)	0,0	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,2)	0,2	(3,2)	(4,2)	(2,8)	(0,0)	0,6	<i>n.a.</i>	28,8%
- CAPEX	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(0,6)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,9)	0,2	(3,3)	(4,8)	(2,9)	(0,1)	0,4	-73,9%	27,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-35,1%	120,0%	<i>n.a.</i>	-45,9%	39,6%	95,5%	420,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	19,1%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(4,5)	-	(0,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,9)	(4,3)	(3,3)	(5,2)	(2,9)	(0,1)	0,4	-79,0%	27,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-35,1%	-366,2%	22,7%	-59,2%	44,6%	95,5%	420,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	0,4%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,9%		

Nota 1: Los resultados 2020 sólo incluyen dos meses del negocio de Scytll (adquirida en octubre 2020). Adicionalmente, y como consecuencia de la modificación del cierre fiscal, el ejercicio 2021 corresponde al período de seis meses entre 1 enero de 2021 y 30 de junio de 2021. Los ejercicios anteriores a 2021 corresponden a períodos de 1 de enero a 31 de diciembre.

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



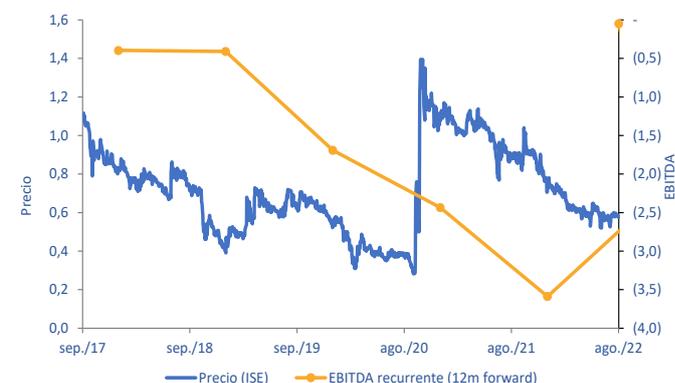
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	33,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,9	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	10,6	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	(0,6)	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	46,7	

Anexo 4. Principales comparables 2023e

		IT Services				
EUR Mln		Atos	Tieto	Indra	Average	ISE
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ATO-FR	TIETO-FI	IDR-ES		ISE-ES
	País	France	Finland	Spain		Spain
	Market cap	1.107,3	3.022,2	1.336,4		33,5
	Enterprise value (EV)	4.051,8	3.766,5	1.622,9		46,7
Información financiera básica	Total Ingresos	10.742,6	2.972,5	3.785,0		9,5
	Cto.Total Ingresos	-2,0%	2,7%	4,0%	1,6%	52,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	2,6%	2,9%	3,0%	2,9%	26,8%
	EBITDA	1.091,1	497,4	409,8		(2,3)
	Cto. EBITDA	9,6%	10,6%	5,0%	8,4%	34,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	-0,9%	1,1%	5,1%	1,8%	49,4%
	EBITDA/Ingresos	10,2%	16,7%	10,8%	12,6%	n.a.
	EBIT	419,8	362,0	310,4		(3,4)
	Cto. EBIT	26,4%	12,0%	5,6%	14,7%	32,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	42,1%	5,2%	6,5%	17,9%	41,4%
	EBIT/Ingresos	3,9%	12,2%	8,2%	8,1%	n.a.
	Beneficio Neto	298,1	241,8	194,3		(3,5)
	Cto. Beneficio Neto	51,1%	29,5%	9,6%	30,1%	34,5%
	2y TACC (2023e - 2025e)	-20,6%	7,6%	8,3%	-1,6%	82,8%
CAPEX/Ventas	2,8%	3,0%	1,8%	2,5%	1,0%	
Free Cash Flow	(325,0)	305,7	196,6		(3,0)	
Deuda financiera Neta	2.101,2	418,6	(35,2)		13,6	
DN/EBITDA (x)	1,9	0,8	(0,1)	0,9	n.a.	
Pay-out	11,7%	75,0%	24,3%	37,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	4,4	10,6	7,0	7,3	n.a.
	P/BV (x)	0,3	1,6	1,2	1,1	n.a.
	EV/Ingresos (x)	0,4	1,3	0,4	0,7	4,9
	EV/EBITDA (x)	3,7	7,6	4,0	5,1	n.a.
	EV/EBIT (x)	9,7	10,4	5,2	8,4	n.a.
	ROE	7,5	15,6	17,0	13,4	35,2
	FCF Yield (%)	n.a.	10,1	14,7	12,4	n.a.
	DPA	0,32	1,53	0,27	0,71	0,00
	Dvd Yield	3,2%	6,0%	3,5%	4,2%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF

Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
02-Sep-2022	n.a.	0,58	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
04-Abr-2022	n.a.	0,63	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
06-Sep-2021	n.a.	0,88	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
02-Jul-2021	n.a.	0,98	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
19-May-2021	n.a.	1,09	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
05-Mar-2021	n.a.	1,01	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
15-Dic-2020	n.a.	1,08	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

