

Izertis

19 de abril de 2023, 8:15h

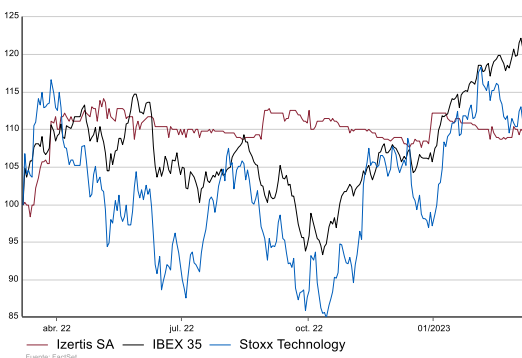
Eduardo Imedio Cano
Equity Research Analyst

Inicio de cobertura: el valor de la metamorfosis digital

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 10,64 eur
Precio actual: 8,00 eur
Potencial: 33,0 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0%	-2%	-1%
Relativo	-8%	-7%	-9%

IZER.MC / IZER ES

Capitalización (mln eur)	198,2
Nº acciones (mln)	24,6
Free Float	30,2%
Vol. día (mln eur)	0,1
Mín/Máx 12 meses (eur)	7,46 - 8,40
Revalorización YTD	-2,4%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	100%	0%	0%

	2022	2023e	2024e
PER	56,2x	30,8x	22,7x
VE/EBITDA	19,3x	13,4x	10,8x
VE/Ventas	2,6x	1,8x	1,5x
P/VC	4,2x	3,0x	2,7x
DN/EBITDA	2,8x	2,1x	1,7x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-15,8%	-7,0%	0,2%
ROCE	7,6%	11,0%	13,0%
ROE	7,5%	9,9%	11,8%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Servicios tecnológicos con un modelo distinto...

Izertis busca posicionarse como una de las principales consultoras tecnológicas en la prestación de servicios de alto valor añadido, a través de: **1) mayor rapidez en la ejecución**, gracias a una estructura ligera y descentralizada, **2) un offering diferencial** con el que puede proveer de multitud de soluciones tecnológicas distintas (reforzado por las 35 adquisiciones realizadas), **3) alianzas (partnerships)** con las principales compañías tecnológicas (SAP y Salesforce entre otros) y **4) capacidad tecnológica real**, que le permite codesarrollar soluciones de muy alto nivel junto a los clientes.

...creciendo por encima de las tasas del sector...

El sector de la consultoría tecnológica ha crecido históricamente a tasas muy superiores al PIB (TACC 2010-2022e 4,4% vs 0,8% PIB España), acumulando 9 años consecutivos de crecimiento en España. Izertis en el mismo periodo ha sido capaz de **eleva los ingresos a una tasa anual superior al 20%**, superando el 36% anual en los años del **Plan Estratégico 20-23**. Con el objetivo de trazar sus próximos pasos, Izertis recientemente presentó el **Plan Estratégico 23-27**, donde fijó el objetivo de duplicar la cifra de negocios en los próximos 4 ejercicios.

... y actuando como consolidador de un mercado fragmentado.

La consultoría tecnológica es un sector muy fragmentado en España, donde operan multitud de **compañías de bajo tamaño especializadas en un nicho concreto**. La estrategia de consolidación de mercado es algo inherente a Izertis, realizando **35 adquisiciones desde el año 2012** en España, Portugal y México. Izertis ha demostrado hasta el momento una gran capacidad de **integrar con éxito las adquisiciones**, creciendo de manera rentable, generando valor para el accionista y manteniendo un apalancamiento financiero controlado. Izertis ha conseguido **incrementar el margen EBITDA del grupo por encima del 13% (vs 10,0% 2020)**, lo que demuestra esta gran capacidad de integración.

Conclusión: SOBREPONDERAR y P.O. 10,64 eur/acc.

Dos años después de que la cotización alcanzase sus máximos históricos (9,86 eur/acc) la cotización ha corregido un -19%, ofreciendo **la valoración actual un punto de entrada mucho más atractivo** para participar en un negocio bien dirigido, consolidador de un mercado atomizado y con unas excelentes perspectivas de crecimiento a largo plazo. Iniciamos cobertura con recomendación de **SOBREPONDERAR y P.O. de 10,64 eur/acc**.

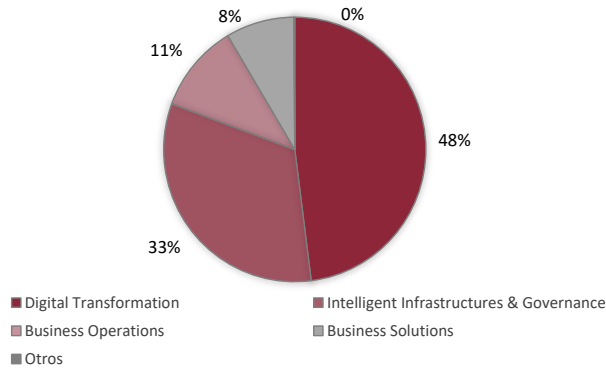
mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos totales	52,7	68,0	92,2	131,9	161,4	193,3
EBITDA normalizado	5,3	7,9	12,1	17,8	22,0	26,6
Margen (%)	10,0%	11,6%	13,1%	13,5%	13,6%	13,8%
EBITDA consenso	5,3	7,9	12,1	15,8	20,4	24,0
Bº neto	1,4	2,3	3,6	6,4	8,7	12,0
BPA (eur)	0,06	0,10	0,15	0,26	0,35	0,49
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-4,3	-14,3	-32,0	-13,8	0,4	3,4
DFN + / Caja neta -	9,7	16,7	34,0	37,7	37,3	33,9

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Izertis en una página

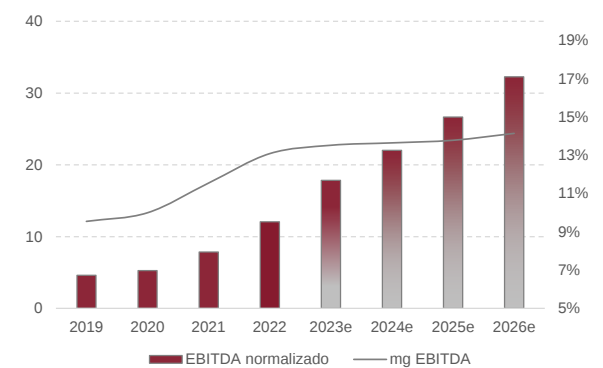
Izertis es una consultora tecnológica que facilita la transformación digital de las organizaciones mediante tecnología, servicios de consultoría y la externalización de soluciones. Cuenta con más de 1.600 empleados, oficinas en 9 países y más de 700 clientes. En sus 26 años de historia, Izertis ha demostrado un gran crecimiento, siendo capaz de hacer crecer los ingresos a una tasa anual superior al 20% y acumulando 25 años en beneficios.

Ingresos por línea de negocio 2023e



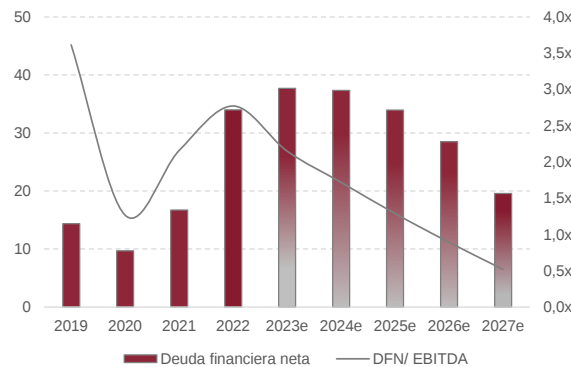
Fuente: Izertis y estimaciones Renta 4 Banco

Evolución del EBITDA (mln eur)



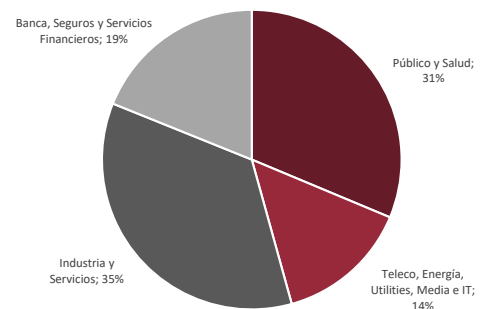
Fuente: Izertis y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda Financiera neta / EBITDA



Fuente: Izertis y estimaciones Renta 4 Banco

Ingresos por sector 2022



Fuente: Izertis y estimaciones Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- 1- Izertis opera en el sector de la consultoría tecnológica, un sector de fuerte crecimiento pero muy fragmentado, donde operan multitud de compañías de bajo tamaño especializadas en un nicho concreto.
- 2- Izertis actúa como un consolidador de este mercado atomizado, demostrando hasta el momento una gran capacidad para integrar las adquisiciones con éxito, creciendo de manera rentable y generando valor para el accionista.
- 3- El sector necesita actores con tamaño suficiente para suministrar a los grandes clientes cualquier servicio que puedan necesitar de manera global pero también una estructura adecuada para ser flexibles, innovadores y poder moverse de forma rápida. Izertis viene a cubrir este hueco de mercado entre las muy grandes consultoras tecnológicas internacionales y las pequeñas boutiques especializadas en ámbitos concretos.

Catalizadores

- 1- Salto al Mercado Continuo.
- 2- Aceleración del crecimiento del sector a través del Kit Digital Europeo y plan de digitalización de las administraciones públicas y pymes.
- 3- Aparición de nuevas oportunidades de crecimiento inorgánico a precio atractivo.
- 4- Desaceleración en las tasas de crecimiento de los salarios de empleados IT.

Riesgos

- 1- Desaceleración económica que ralentice la ejecución de proyectos.
- 2- No encontrar oportunidades de crecimiento inorgánico a buen precio.
- 3- Dificultades de integración de nuevas compañías.
- 4- Dificultad para atraer y retener talento.
- 5- Encarecimiento de la financiación.

Índice

1. Descripción de la compañía.....	4
1.1 Una historia de crecimiento	4
2. Modelo de negocio	6
2.1 ¿A qué se dedica Izertis?	6
2.2 Ventajas competitivas.....	7
3. Estrategia de crecimiento	11
3.1 Crecimiento inorgánico: la consolidación de un mercado atomizado	11
3.2 Crecimiento orgánico: impulsados por la digitación	12
4. Proyecciones a futuro	13
4.1 Conversión a las Normas Internacionales de Contabilidad (IFRS)	13
4.2 Cumplimiento del Plan Estratégico y nuevos objetivos	13
4.2 Estimaciones R4e	14
5. Valoración	16
5.1 Valoración y recomendación	16
5.2 Comparables.....	17
Anexo I. Riesgos.....	19

1. Descripción de la compañía

1.1 Una historia de crecimiento

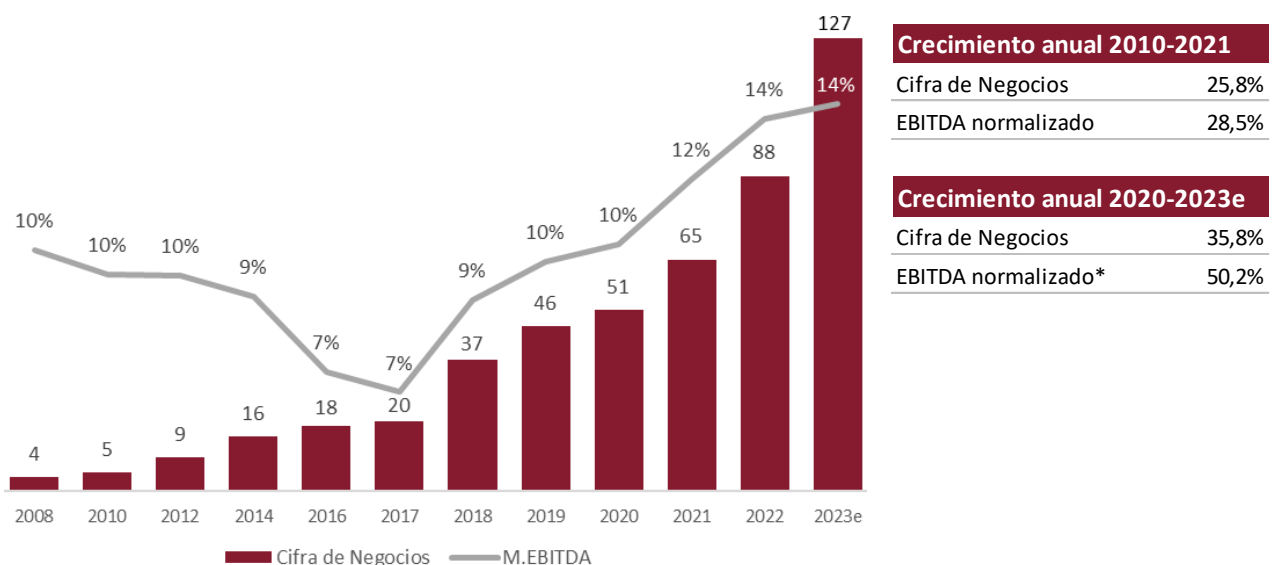
Izertis fue fundada en 1996 por D. Pablo Martín (actual Presidente y máximo accionista), con la intención de proveer productos y servicios tecnológicos, principalmente suministro, soporte y mantenimiento a la empresa local. A partir del año 2005, fue ampliando sus operaciones para migrar desde las pymes hacia la mediana empresa y administración pública en la provincia de Asturias. Para ello, creó su **primer equipo de desarrollo de software** (JAVA), y comenzó la implantación de ERPs, redes y comunicaciones.

En el año 2009 Izertis lanza su primer plan estratégico, con el objetivo de alcanzar una facturación de 10 mln eur y una plantilla de más de 100 trabajadores. Paralelamente, comienza la expansión nacional hacia las provincias de Cantabria y País Vasco, **realizando en 2012 la primera adquisición** del grupo fuera de Asturias. En 2015 inicia su expansión en **Latinoamérica**, a través de la adquisición de una compañía en México y la apertura de filiales comerciales en Perú y Colombia.

En el año 2019, con el objetivo de disponer de nuevas vías de financiación para acometer más ágilmente las operaciones de M&A, **Izertis lanzó una OPS** (Oferta Pública de Suscripción) **con la que comenzó a cotizar en el BME Growth** (1,70 €/acc). Unos meses después, **Izertis publicó el Plan Estratégico 20-23**, en el que buscaba alcanzar en 2023 una **cifra de negocios de 125 mln eur y un M. EBITDA normalizado del 10%** y el cual, a falta de un ejercicio para su finalización, estimamos que sea superado (cifra de negocios R4 2023e de 127 mln eur y M. EBITDA normalizado 13,6%).

Izertis es una empresa con un importante *track record* de crecimiento, acumulando 25 años en beneficios, y siendo capaz de hacer crecer los ingresos a una tasa anual superior al 20% desde 1998. En el muy corto plazo, este crecimiento ha sido incluso más acelerado, superando el 36% anual en los años del Plan Estratégico 20-23. Con el objetivo de trazar sus próximos pasos, Izertis presentó el pasado mes de abril el **Plan Estratégico 23-27**, en el cual fijó nuevas metas para 2027: 250 mln eur de ingresos y 33 mln eur de EBITDA.

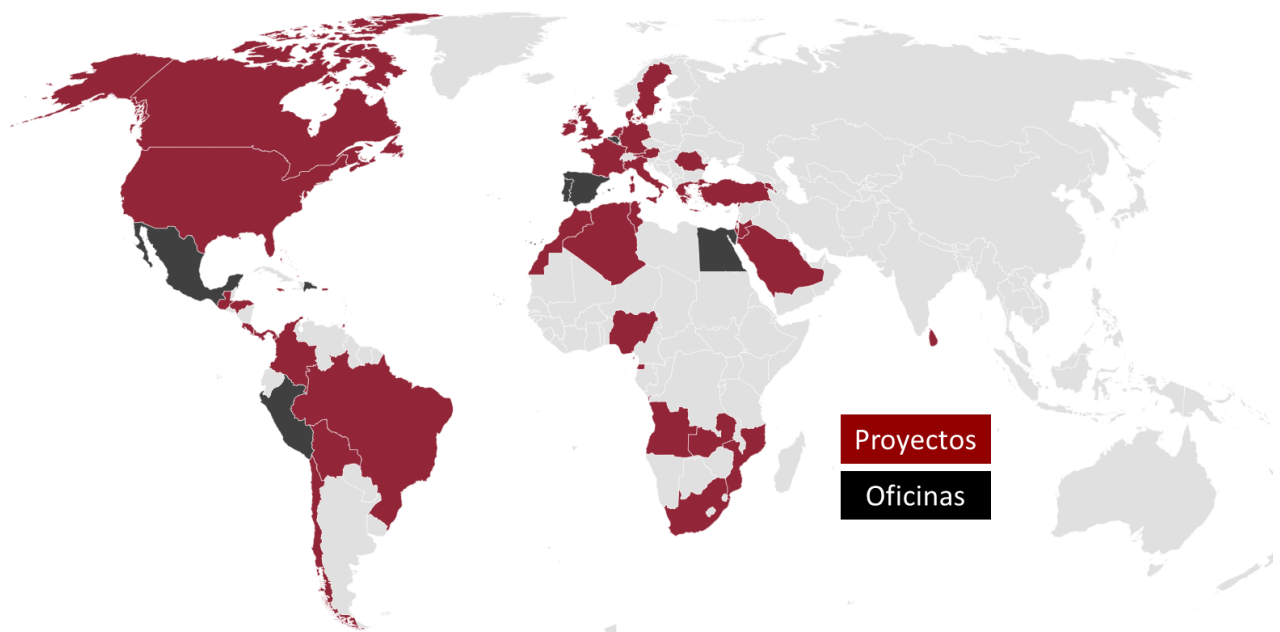
Cuadro 1. Evolución de la cifra de negocios y M. EBITDA normalizado (2008-2023e)



Fuente: Izertis y R4e. *M. EBITDA normalizado 21-23 calculados en base a las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS)

Izertis busca posicionarse como una de las **principales consultoras tecnológicas** mediante la prestación de **servicios de alta especialización** y una organización sólida, eficiente y flexible. A día de hoy Izertis acumula 26 años de historia, **1.740 empleados, oficinas en 9 países y más de 700 clientes**. Este proceso de expansión geográfica está produciendo una rápida diversificación del mix de ingresos, siendo España el principal país a cierre del último ejercicio (69% en 2022 vs 84% en 2021).

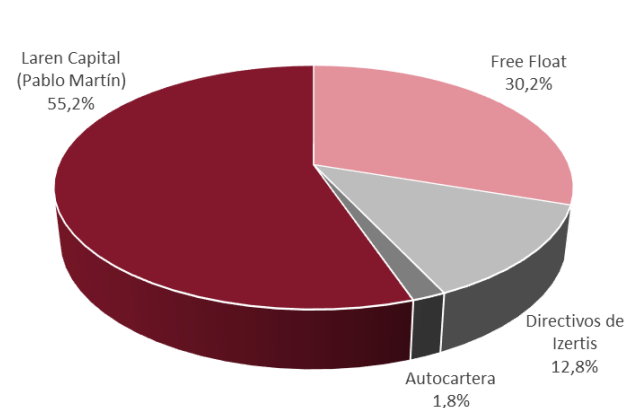
Cuadro 2. Localización geográfica de oficinas y proyectos de Izertis



Fuente: Izertis

Desde la salida a Bolsa, Izertis ha dado entrada a diversos inversores institucionales y *family office*, con la **intención de reforzar el núcleo accionarial**. Adicionalmente, Izertis ha desarrollado una agresiva estrategia de crecimiento inorgánico, utilizando (en multitud de ocasiones) **acciones de nueva creación como forma de pago**. De ese modo, los anteriores propietarios de las compañías adquiridas (normalmente directivos y fundadores) pasan a convertirse en accionistas y/o trabajadores de Izertis (periodo de *lock-up* de 36 meses). A pesar de las pequeñas ampliaciones de capital para financiar parte de las adquisiciones de estas compañías, **D. Pablo Martín (fundador y CEO) se mantiene como accionista mayoritario**, manteniendo alineados sus intereses con el del resto de accionistas.

Cuadro 3. Accionistas y Consejo de Administración



Fuente: Izertis

Pablo Martín	Juan Carlos Ureta
Presidente y CEO	Consejero Independiente
Lourdes Argüelles	Manuel R. Pasarín
Consejera Ejecutiva	Consejero Ejecutivo
Sheila Méndez	Arturo Díaz
Consejera Ejecutiva	Consejero Dominical
Carlos Sartorius	Diego Cabezado
Consejero Independiente	Consejero Independiente
Irene Sáenz de S. María	
Secretaria no Consejera	

2. Modelo de negocio

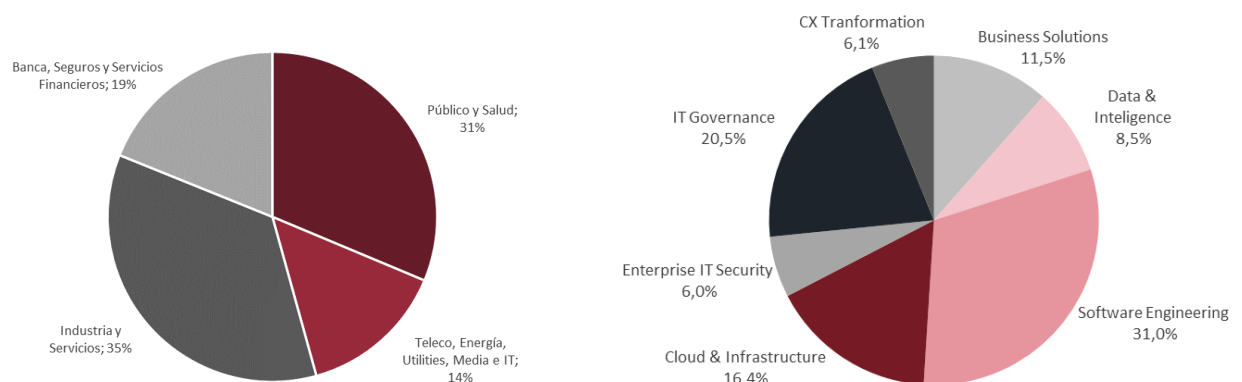
2.1 ¿A qué se dedica Izertis?

Izertis es una compañía de servicios tecnológicos, enfocados, en palabras de Izertis, en **facilitar la metamorfosis digital de la empresa**, es decir, ayudar a las empresas en todo su proceso de transformación digital. Izertis ofrece un completo *portfolio* de capacidades tecnológicas, destacando IA, Data & Intelligence, Digital Experience, DevOps, Cloud, Cyber Security, Smart Software Labs, It Sourcing, Business Solutions, Blockchain, Project & IT Governance Consulting, las cuales **se agrupan bajo 4 divisiones principales**:

- Digital Transformation:** engloba los procesos de transformación corporativa capaces de influir en las capacidades operativas y la estrategia de los negocios. Incluye el desarrollo a medida de software, aplicaciones móviles, servicios de Q&A y testing. Adicionalmente también abarca servicios de marketing digital: diseño, posicionamiento SEO, online ads, diseño UX y web, e-commerce y social media.
- Intelligent Infrastructures & Governance:** diseño, provisión y explotación de infraestructuras tecnológicas incluyendo Ciberseguridad, Infraestructura y Sistemas (Datacenter, Cloud y Digital Workplace) y Servicios de Comunicaciones de Negocio (Unified Communications, Access & Networking y Security Solutions).
- Business Operations:** externalización de servicios TI y gestión de recursos especializados en la transformación digital, tecnologías de la información y consultoría.
- Business Solutions:** prestación de servicios de consultoría dirigida a la mejora continua de los procesos de trabajo de los clientes. Las principales actividades de este área son el análisis funcional y técnico de procesos y análisis avanzado de datos a través de la aplicación de software de fabricantes líderes como Salesforce o Microsoft (herramientas ERP, EAM, CRM o CPM).

Digital Transformation y Intelligent Infrastructures & Governance son las divisiones centradas en la capa de valor más alta (mayor componente tecnológico) y a las que Izertis está destinando sus mayores esfuerzos de crecimiento.

Cuadro 4. Ingresos por destino (izquierda) e ingresos por línea de actividad (derecha)



Fuente: Izertis.

2.2 Ventajas competitivas

El sector de la consultoría tecnológica tiene un bajo nivel de concentración, con elevada competencia que presiona en márgenes. No obstante, se están comenzando a dar ciertas **barreras de entrada** que han impedido que en los últimos años surjan nuevos actores que acaparen cuotas de negocio relevantes. Algunas de estas barreras de entrada son: difícil acceso al talento clave, fuerte dependencia de algunas soluciones propietarias por parte de algunos clientes y conocimiento especialista del negocio con numerosos actores ya establecidos. Por todos estos motivos, **la entrada en estos mercados por la vía orgánica resulta complicada y lenta**.

En esta coyuntura, es destacable la evolución de Izertis en la última década, alcanzando una tasa de crecimiento anual de los ingresos del 25,8% (2010-2021) gracias a una estrategia de consolidador de mercado y un fuerte crecimiento orgánico, apoyado en sus principales ventajas competitivas, las cuales se pueden agrupar en:

- 1. Rapidez en la ejecución:** como resultado de la integración de las 35 compañías y unidades de negocio adquiridas en sus 26 años de historia, Izertis opera a través de distintas verticales de negocio descentralizadas. Cada vertical está a su vez formada por **pequeños equipos muy especializados**, organizados en sistemas relativamente planos y con amplio nivel de autonomía, lo que acelera la agilidad en la toma de decisiones y la velocidad de ejecución de los proyectos.

Una rápida ejecución supone una ventaja competitiva a la hora de obtener nuevos contratos, especialmente aquellos que requieran la **implementación de soluciones antes de una determinada fecha límite** (por ejemplo, adaptarse a nueva regulación antes de que entre en vigor). Las grandes compañías del sector están organizadas normalmente de una forma más jerárquica, con grandes equipos en forma de pirámide, apoyadas en su base en una gran cantidad de empleados *juniors*, lo cual puede suponer una ventaja en costes, pero redundante en una menor flexibilidad, velocidad de ejecución y toma de decisiones.

- 2. Un offering diferencial:** la segunda ventaja competitiva de Izertis es su *offering*, es decir, la capacidad de proveer de multitud de soluciones tecnológicas distintas. Si bien existen compañías nicho que proveen soluciones de alto valor añadido y rápida ejecución, su *offering* está acotado exclusivamente a las tecnologías en las que están especializadas, lo cual supone una limitación a la hora de trabajar con grandes cuentas que demandan soluciones distintas. Izertis cuenta con un **offering excepcional, reforzado con las continuas adquisiciones por M&A** (encontrando sinergias vía ventas cruzadas) y que le permite acceder a contratos con compañías de mayor tamaño (IBEX-35) y de todo tipo de sectores.

Cuadro 5. Servicios ofrecidos por Izertis



Fuente: Izertis

- 3. Alianzas tecnológicas:** Izertis mantiene importantes alianzas (*partnerships*) con las compañías tecnológicas más importantes, como **Microsoft, SAP, Salesforce o AWS**. Estos grandes fabricantes de software seleccionan en cada geografía unas pocas compañías a las cuales certifican como empresas distribuidoras, dándoles capacidad de trabajar con su tecnología.

Las alianzas tecnológicas permiten obtener nuevos clientes de forma natural, siendo los clientes los que, en su búsqueda de implementar el software del fabricante (SAP, Salesforce), acuden a sus *partners* para que les adapte este software a sus necesidades. Mediante estas alianzas, las compañías distribuidoras como Izertis **pasan a convertirse en el contacto directo y asesor tecnológico de los clientes**. Es por ello por lo que la selección de las empresas distribuidoras se convierte en un **proceso de selección exigente**, donde está en juego la **reputación del fabricante**.

Las alianzas reportan importantes beneficios a ambos socios. Por un lado, a la compañía fabricante del software le permite apalancarse en la fuerza laboral de Izertis, mientras que Izertis obtiene **acceso a trabajar con tecnología puntera** y un mejor precio para las licencias de estas tecnologías frente a quien no es *partner*. Todo esto convierte a las alianzas en una parte fundamental del negocio, **actuando como barrera de entrada** para los nuevos competidores.

Cuadro 6. Principales Partnerships



Fuente: Izertis

- 4. Capacidad tecnológica real:** todas las ventajas competitivas mencionadas permiten a Izertis alcanzar una capacidad tecnológica y funcional real, a la altura de muy pocas empresas. Izertis plantea un modelo de consultoría distinto, buscando establecer relaciones de largo plazo con sus clientes para ayudarles en su proceso de transformación de sus modelos de negocio. Izertis utiliza todas estas tecnologías disruptivas para **codesarrollar soluciones de muy alto nivel junto a los clientes**.

En este sentido, Izertis entiende la transformación digital no como la implantación de una tecnología concreta en un determinado proceso productivo, si no como el **análisis del problema de un cliente** para posteriormente **asesorarlo y acompañarlo para encontrar la mejor solución**, apalancándose siempre en esta capacidad tecnológica.

Algunos ejemplos de **casos de éxito** de Izertis que explican este proceso de transformación digital serían:

Thyssenkrupp – Uso de ascensores sin contacto

A raíz de la pandemia provocada por el SARS-COV-2 se hacía necesario desplegar un sistema con el que el usuario pudiese utilizar los ascensores sin tener que entrar en contacto físicamente con los pulsadores. Este desarrollo se enmarca en el **proyecto Insight**, en el que Thyssenkrupp e Izertis llevan colaborando desde hace varios años para **desplegar a nivel mundial un sistema con el que monitorizar y controlar remotamente** ascensores, escaleras y pasillos mecánicos.

Se desarrolló **un sistema basado en códigos QR** para poder utilizar los ascensores desde cualquier dispositivo móvil con el único requisito de que éste tuviese una conexión a Internet. **Su uso debía ser anónimo** de forma que no fuese necesario registrarse en ninguna plataforma. También debía ser universal, utilizando para **ello tecnologías generalistas que replicasen el uso del mecanismo habitual** de un ascensor sin tener que añadir pasos adicionales para el usuario a la hora de utilizarlo.

Neuroeye - Diagnóstico precoz del Alzheimer a través de la retina

El proyecto Neuroeye surge con el propósito de mejorar el **diagnóstico precoz de las enfermedades neurodegenerativas**, las cuales se inician muchos años antes de manifestar los primeros síntomas. Izertis, junto con el Instituto Oftalmológico Fernández-Vega (IOFV) y en colaboración con la Fundación de Investigación Oftalmológica (FIO), están investigando un procedimiento no invasivo que permita identificar las lesiones neurodegenerativas en la retina y en la córnea, diagnosticando así enfermedades como el alzhéimer.

En este proyecto colaborativo cofinanciado por la Unión Europea, Izertis es la encargada del apartado tecnológico del proyecto, a través del análisis de las imágenes y la detección de patrones basándose en técnicas de Deep Learning. El sistema se basa en **algoritmos que aprenden a reconocer patrones en imágenes ópticas de la retina y de la córnea**. Es gracias a este análisis de imagen y datos que se podrán investigar nuevos sistemas de detección temprana.

Serida - Fenotipado de cultivos asistido por drones, IoT e IA

El grupo de Genética Vegetal del Serida participa en el proyecto europeo de investigación Bresov para **mejorar genéticamente la producción orgánica hortícola sobre más de 200 variedades de judía**. En el ámbito agrícola, el clima y las previsiones meteorológicas resultan críticos para optimizar los procesos de regadío, recogida y cuidado de los cultivos.

Izertis, que colabora con el Serida en este proyecto, ha utilizado diferentes **algoritmos de análisis de imagen**, así como **inteligencia artificial** para integrar los diferentes resultados en base a indicadores sobre el estado de los cultivos y sobre variables meteorológicas y climatológicas con las que testear nuevas técnicas de fenotipado.

Combinando tecnología IoT e IA desarrollada por los ingenieros de Izertis junto con el uso de drones y estaciones meteorológicas conectadas, el Serida logrará **identificar las variedades mejor adaptadas** a la producción orgánica, **localizar los genes con mayor peso en la adaptación** a la producción orgánica y desarrollar herramientas para **acelerar la obtención de nuevas variedades por mejora genética**, así como una producción orgánica hortícola más eficiente y sostenible.

Todas estas ventajas competitivas han permitido a Izertis trabajar con **más de 700 clientes (más del 50% de las empresas del Ibex-35)**, manteniendo presencia en todos los sectores. Los 10 clientes más importantes del grupo suponen el 31% de las ventas (56% los 50 primeros clientes). **Izertis no mantiene una concentración de riesgo en ningún cliente, sector, línea de actividad o geografía.** Los principales clientes de Izertis son clientes de primer nivel, multinacionales con un bajo riesgo crediticio.

Cuadro 7. Concentración de clientes

TOP-50		55,7%	TOP-20		41,4%	TOP-10		31,0%
--------	--	-------	--------	--	-------	--------	--	-------

Fuente: Izertis. Datos a 1S22

Cuadro 8. Clientes por sectores

INDUSTRIA										SERVICIOS										CONSTRUCCIÓN & REAL ESTATE									
																													
																													
																													
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA										SALUD										FARMA									
																													
																													
																													
BANCA, FINANCIERAS & FINTECH										SEGUROS										TURISMO, VIAJES & OCIO									
																													
																													
																													
MUTUAS		TELCO		MEDIA		ENERGÍA & UTILITIES				RETAIL, LOGÍSTICA & DISTRIBUCIÓN																			
																													
																													
																													

Fuente: Izertis

3. Estrategia de crecimiento

3.1 Crecimiento inorgánico: la consolidación de un mercado atomizado

La consultoría tecnológica es un sector fragmentado en España, donde operan multitud de compañías de bajo tamaño especializadas en un nicho concreto. La estrategia de consolidación de mercado es algo inherente a Izertis, con la primera compañía adquirida en 1998. **Izertis actúa como un consolidador de este mercado atomizado**, demostrando hasta el momento gran capacidad de integración, sabiendo crecer de manera rentable, generando valor para el accionista y manteniendo un apalancamiento financiero controlado.

Entre compañías completas y unidades productivas, **Izertis ha realizado 35 operaciones desde el año 2012**, localizadas en España, Portugal y México. En este mismo periodo, Izertis ha conseguido incrementar el margen EBITDA del grupo hasta un nuevo nivel, por encima del 13%, lo que demuestra una gran capacidad de integración de las adquisiciones.

Cuadro 9. Adquisiciones realizadas por Izertis (2012-2023)

Compañía adquirida	Año	Region	VE ¹	Ingresos	EBITDA	VE/Ventas ¹	VE/EBITDA ¹	EBITDA Mg %
Easo Informática de Vizcaya	2012	Pais Vasco	0,2	1,5	n.d.	0,2x	n.d.	n.d.
Dharma ingeniería SL	2013	Madrid	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Zesto Digital	2014	Asturias	0,1	0,4	n.d.	0,2x	n.d.	n.d.
Nexis IT Group	2015	México	1,1	3,0	n.d.	0,4x	n.d.	n.d.
Alsys Information Technologies	2016	Cataluña	n.d.	1,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Sistemas Informáticos Desinor Data	2016	Pais Vasco	0,3	3,2	n.d.	0,1x	n.d.	n.d.
Inteligencia Sistemática 4	2017	Madrid	1,8	3,0	n.d.	0,6x	n.d.	n.d.
Dax pro SA	2018	Mexico	0,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
What About Technologies	2018	Cataluña	0,6	1,0	n.d.	0,6x	n.d.	n.d.
Acordiant Technologies	2018	Portugal	1,7	1,6	n.d.	1,1x	n.d.	n.d.
Sparklegend Consultoría	2018	Portugal	0,9	1,2	n.d.	0,7x	n.d.	n.d.
Program Management Office	2018	Madrid	3,3	4,4	n.d.	0,7x	n.d.	n.d.
Covirtia	2019	Madrid	1,0	0,6	n.d.	1,7x	n.d.	n.d.
Diligent Solutions	2019	Santander	0,3	0,3	n.d.	1,0x	n.d.	n.d.
NTMK Services SA	2019	Mexico	0,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
SADCI	2019	Portugal	0,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Zinktic	2019	Madrid	0,6	0,4	n.d.	1,5x	n.d.	n.d.
IG Business Solutions	2019	Portugal	6,6	2,9	n.d.	2,3x	n.d.	n.d.
Solid Gear Projects	2020	Valladolid	1,0	1,1	0,1	0,9x	7,5x	13%
TicMind Solutions	2020	Madrid	4,0	1,7	0,8	2,4x	5,1x	46%
Queres Tecnologías	2020	Galicia	0,4	1,6	0,7	0,3x	5,9x	4%
BC Sistemas de comunicación SL	2020	Cataluña	n.d.	4,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
SLA Consulting	2020	Madrid	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Ositel SL	2020	Cataluña	0,1	1,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
3ASIDE Consultors	2021	Cataluña	2,9	4,0	0,3	0,7x	8,5x	9%
Rebis Consulting	2021	Lisboa	0,8	1,4	0,0	0,6x	n.d.	n.d.
Globe Testing	2021	Madrid & Pais Vasco	2,7	2,9	0,3	0,9x	10,3x	9%
Data Adviser	2021	Madrid	0,6	1,7	0,1	0,7x	6,3x	6%
Duonet	2022	Asturias	1,2	2,2	0,2	0,6x	6,4x	9%
Okode	2022	Valencia	n.d.	1,5	0,5	n.d.	n.d.	33%
Sidertia	2022	Madrid	n.d.	6,3	2,1	n.d.	n.d.	33%
Wealizer	2022	Córdoba	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Aura	2022	Madrid	1,6	2,8	0,2	1,0x	6,4x	9%
Pharma Advisors	2022	Madrid	5,8	3,5	0,7	2,7x	8,5x	19%
Techsociety ²	2023	Madrid	1,4	2,5	0,2	0,6x	8,0x	7%
Autentia	2023	Madrid	19,8	10,0	2,3	2,0x	8,6x	23%
Promedio			1,5	2,5	0,6	1,0x	6-9x	17,0%

Fuente: Izertis y Renta 4 Banco. 1) Estimaciones R4, no publicado en BME. 2) VE R4e.

Izertis cuenta con un equipo propio de M&A, el cual utiliza un *funnel* o embudo al que entran las oportunidades de inversión, las cuales se van **filtrando por encaje dentro del offering**. Las oportunidades tienen varios canales de procedencia **1)** de forma natural: al ser pública la estrategia de adquisiciones, muchas oportunidades se aproximan directamente a Izertis. **2)** Análisis y búsqueda continua en el mercado, manteniendo identificadas compañías que podrían encajar en la estrategia de *offering* y **3)** Mediante colabores externos que presentan nuevas oportunidades.

Tras analizar el encaje de la compañía *target*, las adquisiciones se van cerrando en base a las necesidades de crecimiento inorgánico y la disponibilidad de capex. **Izertis busca la adquisición de equipos talentosos, carteras de clientes complementarias y en áreas donde se encuentre infraponderado**, en las cuales busca sinergias vía ingresos (ventas cruzadas en clientes y geografías donde ya opera).

Una vez se completa la adquisición de la compañía, en el proceso de integración se le asigna un área de negocio concreto (horizontal o vertical), **integrando en primer lugar los servicios corporativos**. Posteriormente, se realiza un *roadmap* de integración hasta que la compañía se acaba fundiendo dentro de Izertis (actuando como única marca). Si la compañía había demostrado previamente capacidad de generar flujo de caja por sí misma, las adquisiciones suelen **generar valor de forma rápida** una vez se incorporan todas estas sinergias.

Búsqueda de sinergias vía ingresos: SADCI - Distribucao e Comercializaco

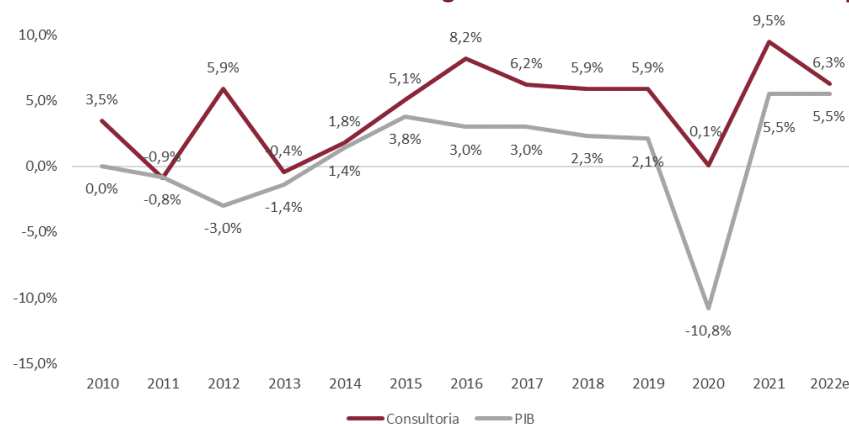
Un claro ejemplo de la estrategia de Izertis es la adquisición de SADCI en 2019, una compañía de localizada en Lisboa y de tamaño muy reducido, con una facturación menor a un millón de euros. SADCI contaba con pocos clientes, pero entre los que se encontraban las **8-10 entidades financieras más grandes de Portugal** (nacionales e internacionales), a los cuales proveían con un software anticuado y de escaso valor añadido.

La adquisición de SADCI le **permitió a Izertis aprovechar las cuentas con estos bancos, donde ya había facturación y una relación creada de muchos años**. A partir de ahí, Izertis pudo tener acceso directo a realizar *cross selling* con todos los servicios de la marca Izertis. Si Izertis hubiera querido entrar en el negocio de banca portugués de forma orgánica, **hubiera tenido que dedicar infinitos recursos**, montando un equipo desde cero y tratando de convencer a puerta fría uno por uno a todos los bancos para que contrataran los servicios de Izertis.

3.2 Crecimiento orgánico: impulsados por la digitación

Entre las principales prioridades de las empresas y gobiernos de todo el mundo está acometer los cambios necesarios para adaptarse a un entorno totalmente digital, lo cual implica no solo la incorporación de nuevas tecnologías sino también cambios en los procesos empresariales. Es por ello por lo que **la digitalización supone y supondrá un viento de cola muy importante para el crecimiento de Izertis**. La consultoría tecnológica ha crecido históricamente a tasas muy superiores al PIB (TACC 2010-2022e Ingresos 4,4% vs 0,8% PIB España). Aunque si bien mantiene una alta sensibilidad frente a la coyuntura económica, el sector acumula 9 años consecutivos de crecimiento en España.

Cuadro 10. Crecimiento anual de ingresos sector consultoría en España vs PIB



Fuente: Asociación Española de Empresas de Consultoría (AEC)

4. Proyecciones a futuro

4.1 Conversión a las Normas Internacionales de Contabilidad (IFRS)

Hasta 2021, Izertis formulaba sus estados financieros según el Plan General Contable. En 2022, la compañía se ha guiado por las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS por sus siglas en inglés). **Las principales diferencias de este cambio contable son:**

- 1) **Amortización del fondo de comercio (NIIF-38)**, el cual dejará de amortizarse linealmente a 10 años (se someterá anualmente a un *test* de deterioro). Fruto de la política de crecimiento inorgánico, enfocada en la adquisición de equipos talentosos y carteras de clientes, Izertis genera un **importante fondo de comercio**, que a partir de ahora no requerirá amortización anual. Este cambio redundará en un **mayor EBIT y beneficio neto por las menores amortizaciones**.
- 2) **Tratamiento contable de los arrendamientos (NIIF-16)**, que pasarán a considerarse como arrendamientos financieros, reflejándose en Balance como derechos de uso por el lado del activo y como mayor pasivo por el valor actual de los pagos futuros comprometidos. Este cambio **no tendrá impacto a nivel de resultado neto, pero sí redundará en un mayor EBITDA**.

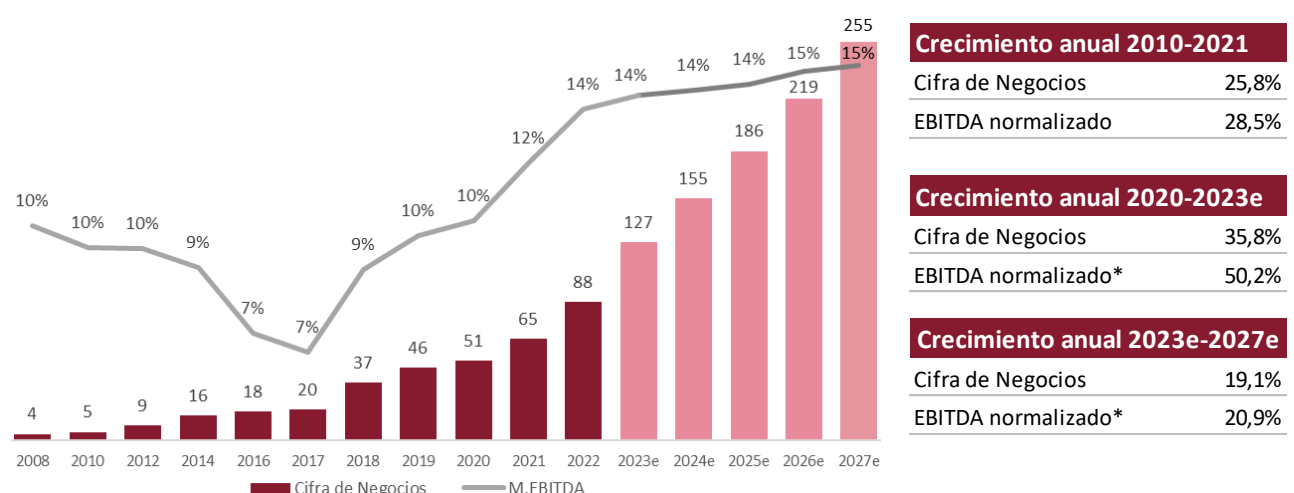
Con este cambio, Izertis **mejorará el *bottom-line* de la cuenta de resultados y obtendrá una comparativa justa frente a sus comparables** (ver 5.2 comparables), los cuales también formulan sus estados financieros bajo las NIIF. Por el contrario, también **aumentará su nivel de deuda financiera** y deberá afrontar **un mayor pago de impuestos** (por las menores amortizaciones).

4.2 Cumplimiento del Plan Estratégico 20-23 y nuevos objetivos

Teniendo en cuenta las cifras con las que Izertis finalizó 2022, el positivo inicio de año para el sector y, las adquisiciones realizadas, **pensamos que Izertis superará los objetivos marcados en Plan Estratégico 20-23** tanto a nivel de cifra de negocios (125 mln eur vs 127 mln eur R4e) como especialmente a nivel EBITDA (EBITDA 12,5 vs 17,5 IFRS R4e).

Entre los próximos objetivos de Izertis figura el salto al mercado continuo y la **ejecución del nuevo Plan Estratégico 23-27**. Teniendo en cuenta las tasas anuales de crecimiento registradas (25,8% 2010-2021 y 35,8% 2020-2023e), el siguiente salto de la compañía nos parece razonable (**250 mln eur en 2027e vs 255 mln eur R4e**), **lo que implicaría una tasa de crecimiento anual del 19,1%**. En cuanto a la evolución del margen EBITDA, estimamos que debería ser también favorable, hasta situarse cerca del 15% en 2027e.

Cuadro 11. Evolución de la cifra de negocios y M. EBITDA normalizado (2008-2027e)



Fuente: Izertis y R4e. *M. EBITDA 21-27e calculados en base IFRS.

4.2 Estimaciones R4e

De cara a alcanzar una cifra de negocios de 255 mln eur en 2027e junto con un EBITDA normalizado de 38,1 mln eur, Izertis continuará su estrategia de combinación de crecimiento orgánico e inorgánico que tan buenos resultados ha dado en el Plan Estratégico 20-23.

Cuadro 12. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada (mln eur)

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TACC 21-27
Ingresos totales	68,0	92,2	131,9	161,4	193,3	228,1	266,2	25,5%
<i>Crecimiento anual</i>	47,0%	35,6%	43,1%	22,3%	19,8%	18,0%	16,7%	
Trabajos realizados por el grupo para su activo	1,2	1,3	2,5	3,3	4,1	4,8	5,6	
Otros ingresos de explotación	1,8	2,4	2,3	2,9	3,7	4,4	5,1	
Importe neto de la cifra de negocios	65,0	88,4	127,1	155,2	185,5	218,9	255,5	25,6%
<i>Crecimiento anual</i>	47,0%	36,0%	43,7%	22,1%	19,6%	18,0%	16,7%	
EBITDA normalizado	7,9	12,1	17,8	22,0	26,6	32,3	38,1	30,1%
<i>Margen EBITDA normalizado</i>	11,6%	13,1%	13,5%	13,6%	13,8%	14,1%	14,3%	
Otros extraordinarios (gastos M&A)	-0,1	0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
EBITDA reportado	7,8	12,3	17,5	21,7	26,3	32,0	37,8	30,2%
<i>Margen EBITDA reportado</i>	11,4%	13,3%	13,3%	13,5%	13,6%	14,0%	14,2%	
Amortización total	-4,1	-6,0	-6,2	-7,3	-8,2	-9,2	-10,2	
EBIT	3,6	6,3	11,3	14,4	18,2	22,8	27,6	40,3%
<i>Margen EBIT</i>	5,3%	6,8%	8,6%	8,9%	9,4%	10,0%	10,4%	
Resultado financiero neto	-0,9	-2,3	-2,7	-2,8	-2,2	-2,2	-2,1	
EBT	2,7	4,0	8,6	11,6	16,0	20,6	25,4	45,4%
<i>Margen EBT</i>	4,0%	4,4%	6,5%	7,2%	8,3%	9,0%	9,6%	
<i>Tasa fiscal (%)</i>	12,2%	7,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Impuestos sobre beneficios	-0,3	-0,3	-2,1	-2,9	-4,0	-5,1	-6,4	
Resultado del ejercicio	2,4	3,7	6,4	8,7	12,0	15,4	19,1	41,6%
<i>Margen Neto</i>	3,5%	4,0%	4,9%	5,4%	6,2%	6,8%	7,2%	

Fuente: Izertis y R4e

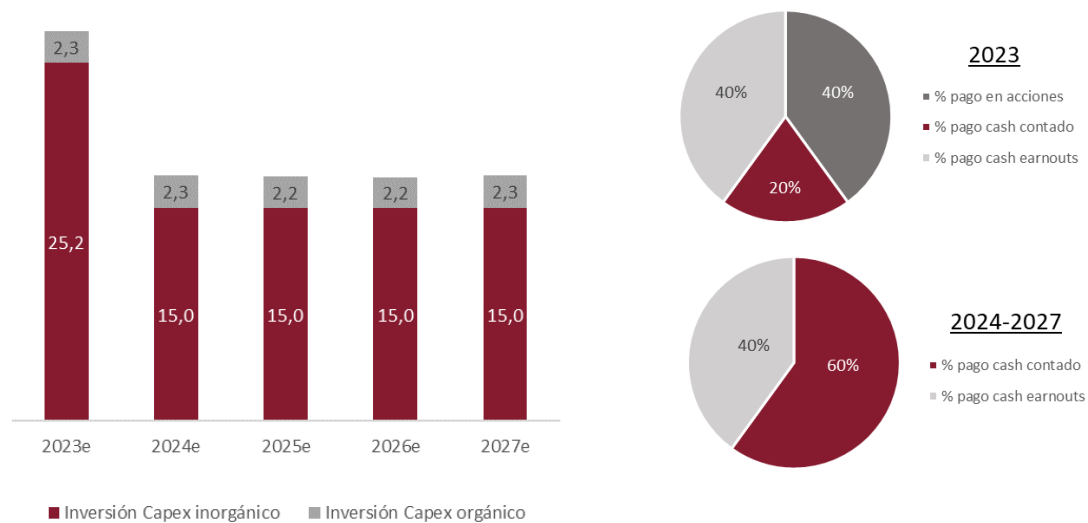
Gran parte del crecimiento futuro de Izertis provendrá de las divisiones de Digital Transformation e Intelligent Infrastructures & Governance, divisiones centradas en la capa de valor más alta (mayor componente tecnológico). Nuestras hipótesis recogen un mayor crecimiento orgánico en ambas divisiones (12,6% anual) frente a Business Operations y Business Solutions (7,0% anual). Adicionalmente, el 100% de las operaciones inorgánicas que se realicen irán dirigidas a reforzar estas dos divisiones.

Con respecto a la evolución del margen EBITDA normalizado, estimamos que fruto de **1)** aplicación de las normas IFRS (NIIF-38 y NIIF-16), **2)** economías de escala, **3)** enfoque del crecimiento en las divisiones de mayor valor añadido (Digital Transformation e Intelligent Infrastructures) y menor peso en los servicios más *commodity*, como los servicios de *outsourcing* (expuestos a renegociaciones anuales que ponen presión en los márgenes) podría situarse en un entorno cercano al 15% en 2027e (14,2% R4e, 14,3% EBITDA normalizado / Cifra neta de negocio).

Para alcanzar las cifras mostradas en la página anterior, estimamos que Izertis deberá realizar inversiones (orgánico + inorgánico) por valor de 97 mln eur en los próximos 5 ejercicios.

Respecto al crecimiento inorgánico, **nuestras hipótesis recogen adquisiciones por valor (EV) de 25 mln eur el próximo ejercicio (2023e) y posteriormente 15 mln eur anuales**. Estas adquisiciones estimamos se hagan a un múltiplo de **8,0x EV/EBITDA**, sin asumir deuda en las compañías compradas. La forma de pago sería en 2023: 40% en acciones (ampliación de capital no dineraria), 20% en efectivo en el momento de la transacción y 40% en *earn-outs* pagaderos por objetivos. Para el periodo 2024-2027e hemos estimado una forma de pago 100% en efectivo, dividido en un 60% en el momento de la adquisición y 40% *earn-outs*. La estructura de pago de los *earn-outs* asume 33% de pago a los 12 meses, 33% a los 24 meses y 33% a los 36 meses.

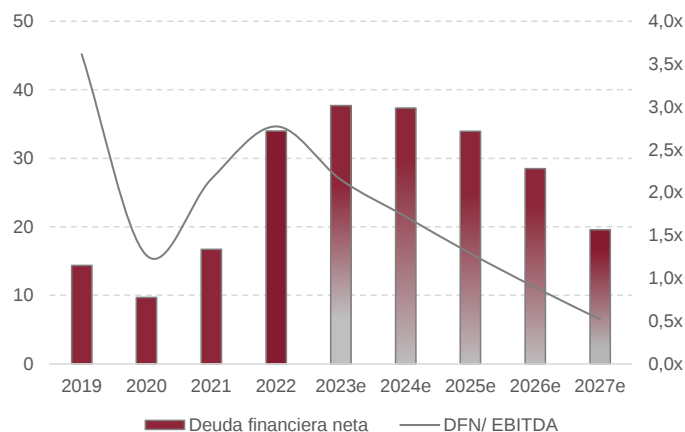
Cuadro 13. Inversiones y forma de pago de las adquisiciones (2023e-2027e)



Fuente: Izertis y R4e

A pesar de las inversiones que se deberán realizar hasta el 2027, **estimamos que el ratio deuda financiera neta / EBITDA normalizado haga máximo en 2022 (2,8x)**, gracias a **1) flujo de caja generado por el grupo 2) pago en acciones y 3) diferimiento de los pagos mediante *earn-outs***. Izertis debería ser capaz de reducir con fuerza sus ratios de deuda durante este periodo. Adicionalmente, es probable que Izertis continúe realizando a partir de 2024 parte del pago de las adquisiciones mediante acciones, con lo que el ratio final DFN/EBITDA normalizado sería inferior al proyectado (0,5x 2027e).

Cuadro 14. DFN y DFN/EBITDA normalizado (2020-2027e)



Fuente: Izertis y R4e

5. Valoración

5.1 Valoración y recomendación

Hemos realizado la valoración de Izertis mediante un ejercicio de descuento de flujos de caja, aplicando una tasa de descuento del 8,0% y una “g” del 2,0% y por el cual, sobre el número de acciones ajustado (pago parte del M&A en acciones + deuda convertible en acciones de Inveready) obtenemos un **precio objetivo de 10,64 eur/acc**. El **potencial de revalorización** con respecto a los precios actuales se sitúa en **33,0%**, por lo que iniciamos cobertura con recomendación de **SOBREPONDERAR**.

Izertis alcanzó un máximo histórico en marzo de 2021 de 9,86 €/acc (vs 1,70€ en la OPS de 2019), en un momento álgido para todo el sector tecnológico. En aquel momento, la valoración recogía unas exigentes perspectivas de crecimiento. Dos años después, periodo en el que el precio de la acción ha corregido un -19%, la cotización actual nos ofrece un **punto de entrada mucho más atractivo** para participar en un negocio **bien dirigido**, con un **brillante track record** y unas **excelentes perspectivas** de crecimiento a largo plazo. Adicionalmente, Izertis cuenta con dos catalizadores importantes: **1)** la ejecución del **Plan Estratégico 23-27** y **2)** un posible **salto a cotizar en el mercado continuo** (la intención de la compañía es que se produzca antes del final de 2024).

El sector de la consultoría tecnológica necesita actores con, por un lado, **tamaño suficiente para suministrar a los grandes clientes cualquier servicio** que puedan necesitar y de manera global (fuerte capacidad de ofrecer servicios muy avanzados) **pero también una estructura adecuada para ser flexibles, innovadores y poder moverse de forma rápida**. Izertis, mediante una propuesta de valor muy completa, viene a **cubrir este hueco** de mercado entre las muy grandes consultoras tecnológicas internacionales y las pequeñas boutiques especializadas en ámbitos concretos.

Cuadro 15. Valoración y Precio Objetivo

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	VR
Resultado neto de explotación	14,4	18,2	22,8	27,6	29,9	33,7	34,4
Tasa impositiva	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT (1-t)	10,8	13,6	17,1	20,7	22,4	25,3	25,8
Amortización	7,3	8,2	9,2	10,2	12,5	14,0	8,0
Variaciones de NOF	1,7	0,5	-2,0	-3,1	-3,1	-2,6	0,0
Inversiones	-17,3	-17,2	-17,2	-17,3	-17,6	-17,9	-8,0
Flujo de caja libre	2,4	5,1	7,1	10,5	14,3	18,8	25,8
Flujos descontados 24e-29e	13%	42	WACC 8,0%				
Valor Terminal descontado	87%	281	g 2,0%				
Valor Empresa	100%	323	M€				
Deuda Financiera Neta 23e		38					
Minoritarios		0,3					
Valor de los recursos propios		285	M€				
Nº de acciones aj (Mn)		26,8					
Precio Objetivo R4e		10,64	€/acc				
Precio actual		8,00					
Potencial de revalorización		33,0%					

Fuente: R4e. Número de acciones ajustado por pagos de adquisiciones en acciones y deuda convertible en acciones de Inveready

Aun cumpliendo el Plan Estratégico en el año 2027, la Compañía continuará siendo un actor modesto dentro de un mercado tan amplio como el de consultoría IT, lo que deja espacio para que en el futuro Izertis pueda seguir componiendo los ingresos a las mismas tasas que hasta ahora. Adicionalmente, la consultoría es un sector resiliente (España acumula 9 ejercicios consecutivos de crecimiento), el cual se estima que crezca por encima del PIB en la próxima década. Todos estos factores, junto con el alto crecimiento que viene registrando la compañía y el fuerte componente tecnológico de su modelo, **invita a pensar que el múltiplo EV/EBITDA implícito en nuestra valoración para el año de finalización del plan estratégico es razonable (8,5x 2027e)**. A los precios actuales, Izertis cotiza a un múltiplo EV/EBITDA de 6,2x para 2027e.

Cuadro 16. Análisis de sensibilidad

	WACC					M. EBITDA 27e				
	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	8,4%	13,8%	14,3%	14,8%	15,3%	15,8%
1,0%	9,7	9,3	8,9	8,5	8,2	7,5x	8,5	8,9	9,2	9,6
1,5%	10,6	10,1	9,7	9,3	8,9	8,0x	9,2	9,5	9,9	10,3
g 2,0%	11,7	11,1	10,6	10,2	9,7	8,5x	9,8	10,2	10,6	11,0
2,5%	12,9	12,2	11,6	11,1	10,6	9,0x	10,5	10,9	11,3	11,8
3,0%	14,4	13,6	12,9	12,3	11,7	9,5x	11,1	11,6	12,1	12,5

Fuente: R4e

5.2 Comparables

Dentro del mercado cotizado español existen otras compañías que operan en el mismo sector que Izertis, siendo **Altia y AtSistemas las más similares** por negocio, aunque no cuentan con la extensa trayectoria en la adquisición e integración de compañías (18 compañías adquiridas en 2020-2023 por Izertis frente a 3 compañías adquiridas por Altia y 1 por AtSistemas).

Cuadro 17. Comparables nacionales: líneas de negocio

	Digital Transformation	Intelligent Infrastructures & Governance	Business Operations	Business Solutions
	✓	✓	✓	✓
	✓	✓	✓	✓
	✓	✓	✓	✓
	✗	✓	✓	✓
	✓	✗	✗	✗
	✓	✓	✗	✗
	✓	✗	✗	✗
	✓	✓	✓	✓

Fuente: R4e

Todas estas compañías operan en algún segmento dentro de la consultoría tecnológica, por lo que **compiten por atraer al mismo personal (la partida de gasto más importante)**, el cual ha sido un activo escaso en los últimos años (alta rotación de empleados cualificados e inflación en salarios). Si bien la **tensión del mercado laboral** de este sector ha sido muy alta, **la situación ha mejorado en el último año** tras los ajustes de plantilla realizados por las grandes compañías tecnológicas, las cuales sobredimensionaron sus plantillas entre 2020 y 2021 (tras el COVID-19). En este sentido, Izertis mantuvo una **tasa de rotación de personal en niveles del 8-11%** en los 4 trimestres de 2022 (incluyendo las reestructuraciones realizadas en las plantillas de todas las empresas adquiridas), una de las tasas más bajas del sector, que hasta 2022 había sido superior al 15%.

Cuadro 18. Comparables nacionales

	Ingresos/Empleado (eur)			EBITDA/Empleado (eur)			Margen EBITDA (%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Izertis	91.590	65.505	64.838	9.513	7.909	8.624	10,4%	12,1%	13,3%
Altia	65.673	59.066	n.a.	5.920	6.418	n.a.	9,0%	10,9%	9,7%
AT Sistemas	62.151	62.961	n.a.	3.601	5.487	n.a.	5,8%	8,7%	n.a.
Making Science	220.774	212.096	217.332	16.653	14.616	11.941	7,5%	6,9%	5,5%
LLYC	71.076	85.758	80.471	12.938	14.935	13.669	18,2%	17,4%	17,0%
Indra	62.544	67.097	70.253	1.591	6.906	7.303	2,5%	10,3%	10,4%
Sngular	72.002	73.895	73.074	10.085	10.816	10.326	14,0%	14,6%	14,1%
Tier1	67.721	68.109	n.a.	7.616	8.646	n.a.	11,2%	12,7%	9,9%
Mediana	67.721	68.109	76.772	7.616	8.646	11.133	9,0%	10,9%	10,1%

Fuente: R4. Ratio calculado sobre los últimos datos disponibles. N° de empleado promedio durante el ejercicio

En el plano internacional encontramos compañías de Estados Unidos y principalmente Europa, que, aunque tienen un tamaño de mercado superior, cuentan con un *offering* más parecido al de Izertis (principalmente Digital Transformation e Intelligent Technologies). Siguiendo este razonamiento, no hemos incluido a las grandes compañías del sector como **Accenture o Capgemini**, las cuales tienen su foco en la **consultoría tradicional y externalización de servicios, actividades de un valor añadido bajo**.

Izertis busca ampliar su cuota de mercado dentro del mercado europeo, teniendo como objetivo alcanzar los márgenes de las compañías competidoras en estos mercados, **apalancándose en unos costes salariales mucho más competitivos** (España y Portugal) que los de los principales países europeos.

Cuadro 19. Comparables internacionales

Compañía	P.O. Consenso	Capitalizac. (mln eur)	Potencial	VE/EBITDA 23e	VE/EBITDA 24e	Cto. EBITDA 21-24e	Margen EBITDA 23e
Izertis SA*	10,64	198	33,0%	13,4x	10,8x	40,9%	13,5%
Nagarro SE	166,00	1.469	55,7%	9,5x	7,5x	34,4%	15,6%
EPAM Systems, Inc.	371,93	15.569	37,8%	15,9x	12,1x	16,1%	17,7%
Reply S.p.A.	133,50	4.104	21,7%	11,2x	9,8x	12,9%	16,0%
Endava Plc Sponsored ADR Class A	83,84	2.274	50,5%	13,7x	10,2x	24,2%	22,8%
Globant SA	187,80	6.130	29,5%	14,5x	11,7x	26,6%	20,8%
Promedio			39,0%	13,0x	10,3x	22,8%	18,6%

Fuente: R4 y FactSet. * Estimaciones R4e

Anexo I. Riesgos

Riesgo de ciclo económico: a pesar de que el negocio de la consultoría tecnológica no es un sector excesivamente cíclico, una ralentización macroeconómica puede repercutir en la cancelación y retraso de los proyectos por parte de los clientes. Del mismo modo, los segmentos de consultoría tecnológica de menor componente tecnológico (consultoría tradicional o servicios de outsourcing) tienen un menor componente cíclico.

Riesgo de impago: Izertis es una compañía diversificada a nivel de clientes (los 10 clientes más importantes del grupo suponen el 28% de las ventas), si bien existe el riesgo de un incremento de la morosidad de los clientes.

Riesgo de tipos de interés: aunque estimamos que el ratio DFN/EBITDA ha hecho máximo en 2022 (2,8x), el encarecimiento de la nueva deuda financiera es un riesgo para la compañía.

Riesgo de pérdida de talento clave: pérdida de capacidad de retener a los empleados clave, en un momento de escasez de perfiles tecnológicos. Si bien la tensión del mercado laboral de este sector ha sido muy alta, la situación ha mejorado en el último año tras los ajustes de plantilla realizados por las grandes compañías tecnológicas.

Riesgo de apalancamiento operativo: en un escenario donde los mayores costes son fijos (mayoritariamente el coste de los empleados), una ralentización de la demanda de servicios tecnológicos puede suponer una dificultad de ajustar los costes a la nueva demanda.

Riesgo de integración de las compañías adquiridas: dada la estrategia de crecimiento inorgánico que Izertis está ejecutando, existe un riesgo en la adecuada integración de las compañías adquiridas, lo que podría afectar negativamente a los planes de crecimiento.

Riesgo de competencia: Izertis 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 de concentración de la actividad en España: Izertis mantiene una elevada concentración de la actividad en España, si bien la compañía está en un proceso de expansión geográfica que está mitigando rápidamente este riesgo. A cierre de 2022, se estima que la cifra de negocios de España representa c.69% sobre el total (84% en 2021).

Riesgo de cambio en el *management*: la salida de D. Pablo Martín (Presidente y máximo accionista) podría tener un impacto negativo en el negocio.

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 20/25
Ingresos totales	52,7	68,0	92,2	131,9	161,4	193,3	29,7%
Coste de ventas	-15,9	-17,6	-17,5	-32,8	-40,2	-48,3	24,9%
Margen Bruto	36,8	50,4	74,7	99,2	121,2	145,0	31,6%
Gastos operativos	-29,2	-42,6	-62,4	-81,7	-99,5	-118,7	32,4%
EBITDA	7,7	7,8	12,3	17,5	21,7	26,3	28,0%
EBITDA normalizado	5,3	7,9	12,1	17,8	22,0	26,6	38,3%
Amortizaciones	-3,9	-4,1	-6,0	-6,2	-7,3	-8,2	16,0%
EBIT	3,8	3,6	6,3	11,3	14,4	18,2	36,9%
Resultado financiero	-1,4	-0,9	-1,9	-2,7	-2,8	-2,2	9,1%
Puesta en equivalencia	-0,4	0,0	-0,4	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	1,9	2,7	4,0	8,6	11,6	16,0	52,9%
Impuestos sobre beneficios	-0,5	-0,3	-0,3	-2,1	-2,9	-4,0	49,6%
Minoritarios	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
B° Neto	1,4	2,3	3,6	6,4	8,7	12,0	52,6%
Márgenes y crecimiento (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Crec. Ingresos totales	9,1%	29,0%	35,6%	43,1%	22,3%	19,8%	
Margen Bruto	69,8%	74,1%	81,0%	75,2%	75,1%	75,0%	
Crec. EBITDA	92,6%	1,4%	58,0%	43,0%	23,9%	21,3%	
Margen EBITDA	14,5%	11,4%	13,3%	13,3%	13,5%	13,6%	
Crec. EBITDA normalizado	14,2%	49,0%	53,6%	47,9%	23,5%	21,0%	
Margen EBITDA normalizado	10,0%	11,6%	13,1%	13,5%	13,6%	13,8%	
Crec. EBIT	292,1%	-4,2%	73,9%	79,9%	27,6%	26,0%	
Margen EBIT	7,2%	5,3%	6,8%	8,6%	8,9%	9,4%	
Crec. BPA	432,3%	54,0%	47,1%	78,2%	35,7%	37,0%	
Balance (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Inmovilizado material	1,8	1,6	1,7	3,5	3,8	4,2	
Inmovilizado inmaterial	26,7	44,0	77,9	97,3	107,1	115,8	
Inmovilizado financiero	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	
Otro activo fijo	3,2	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2	
Clientes	12,3	14,6	23,8	26,1	29,8	33,0	
Otro activo circulante	1,1	2,0	2,1	1,4	1,5	1,7	
Tesorería y equivalentes	15,0	37,7	35,6	37,3	37,4	43,0	
Total activo	62,4	103,0	144,6	169,2	183,1	201,2	
Recursos propios	23,6	33,5	48,5	65,0	73,7	85,7	
Minoritarios	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	
Deuda financiera a largo plazo	16,8	37,0	47,0	50,3	52,3	52,5	
Otros pasivos a largo plazo	3,8	3,0	6,5	6,5	6,5	6,5	
Deuda financiera a corto plazo	7,9	17,5	22,6	24,7	22,5	24,5	
Proveedores	9,8	11,0	19,0	21,6	27,0	30,9	
Otros pasivos a corto plazo	0,3	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	
Total pasivo	62,4	103,0	144,6	169,2	183,1	201,2	
Principales ratios	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Nº acciones (mln)	22,4	23,4	24,6	24,6	24,6	24,6	
Precio (eur)	7,54	7,98	8,24	8,00	8,00	8,00	
BPA (eur/acción)	0,06	0,10	0,15	0,26	0,35	0,49	
DPA (eur/acción)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
VE/ Ventas (x)	3,4	3,0	2,6	1,8	1,5	1,2	
VE/ EBITDA (x)	23,3	26,2	19,3	13,4	10,8	8,8	
VE/ EBIT (x)	47,2	56,3	37,7	20,8	16,2	12,7	
PER (x)	116,5	80,1	56,2	30,6	22,6	16,5	
ROCE (%)	11,3%	7,2%	7,6%	11,0%	13,0%	15,2%	
ROE (%)	6,1%	7,0%	7,5%	9,9%	11,8%	14,0%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	9,7	16,7	34,0	37,7	37,3	33,9	
Deuda neta / EBITDA (x)	1,3	2,2	2,8	2,1	1,7	1,3	
Cobertura de intereses (x)	2,6	4,1	3,3	4,1	5,2	8,2	
Capex / ventas (%)	19,5%	31,4%	43,2%	20,8%	10,7%	8,9%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	3,8	3,6	6,3	11,3	14,4	18,2
Amortización de inmovilizado	3,9	4,1	6,0	6,2	7,3	8,2
Variación fondo de maniobra	3,0	-1,8	-1,5	1,0	1,7	0,5
Resultado financiero	-1,9	-0,9	-2,3	-2,7	-2,8	-2,2
Impuestos	-0,5	-0,3	-0,3	-2,1	-2,9	-4,0
Flujo de caja operativo	8,3	4,7	8,2	13,7	17,7	20,6
Inversiones en activo mat e inmat.	-10,3	-21,4	-39,9	-27,5	-17,3	-17,2
Otras inversiones	-2,3	2,4	-0,4	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja libre	-4,3	-14,3	-32,0	-13,8	0,4	3,4
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	6,7	7,6	11,4	10,1	0,0	0,0
Otros	2,2	-0,3	3,6	0,0	0,0	0,0
Cambio en deuda neta	4,5	-7,0	-17,0	-3,7	0,4	3,4
Deuda neta (+) / caja neta (-)	9,7	16,7	34,0	37,7	37,3	33,9

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 23e
Izertis SA*	25	8,00	197	Sobreponderar	10,64	33,0%	0,0%
Nagarro SE	14	89,00	1.226	Sobreponderar	166,00	86,5%	0,0%
EPAM Systems, Inc.	58	269,71	15.556	Sobreponderar	372,05	37,9%	0,0%
Reply S.p.A.	37	112,40	4.205	Mantener	133,50	18,8%	0,9%
Endava Plc Sponsored ADR Class A	41	57,04	2.328	Sobreponderar	84,35	47,9%	0,0%
Globant SA	42	143,86	6.081	Sobreponderar	187,86	30,6%	0,0%
Promedio						44,3%	0,2%

Compañía	PER 23e	PER 24e	Cto. B° Neto 21-24e	PEG 23e	PEG 24e	ROE 23e	P/V 23e
Izertis SA*	30,6x	22,6x	55,3%	0,6x	0,4x	9,9%	3,0x
Nagarro SE	15,8x	12,8x	39,2%	0,4x	0,3x	28,7%	7,0x
EPAM Systems, Inc.	25,9x	21,1x	15,3%	1,7x	1,4x	19,1%	5,7x
Reply S.p.A.	20,4x	18,2x	14,8%	1,4x	1,2x	17,9%	4,3x
Endava Plc Sponsored ADR Class A	22,6x	19,0x	23,2%	1,0x	0,8x	22,9%	7,6x
Globant SA	28,0x	22,6x	23,5%	1,2x	1,0x	13,6%	4,4x
Promedio	22,5x	18,8x	23,2%	1,0x	0,8x	20,4%	5,8x

Compañía	VE/EBITDA 23e	VE/EBITDA 24e	Cto. EBITDA 21-24e	Margen EBITDA 23e	EVG 23e	EVG 24e	DN/EBITDA 23e
Izertis SA*	13,4x	10,8x	40,9%	13,5%	0,3x	0,8x	2,1x
Nagarro SE	8,2x	6,4x	34,4%	15,6%	0,2x	0,4x	0,9x
EPAM Systems, Inc.	15,8x	12,0x	16,1%	17,7%	1,0x	0,7x	-1,9x
Reply S.p.A.	11,3x	9,9x	12,9%	16,0%	0,9x	0,6x	-0,2x
Endava Plc Sponsored ADR Class A	14,0x	10,5x	24,4%	22,8%	0,6x	0,5x	-1,0x
Globant SA	14,7x	11,8x	26,7%	20,8%	0,6x	0,6x	-0,8x
Promedio	12,8x	10,1x	0,2x	0,2x	0,6x	0,5x	-0,6x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2023	1 año
Izertis SA*	0,0%	0,3%	-0,7%	-2,2%	-2,9%	-2,0%
Nagarro SE	-0,4%	-4,9%	-7,5%	-26,4%	-19,5%	-33,6%
EPAM Systems, Inc.	1,2%	-1,0%	4,1%	-12,6%	-10,2%	-3,6%
Reply S.p.A.	1,0%	-2,7%	0,7%	-1,2%	5,0%	-21,4%
Endava Plc Sponsored ADR Class A	0,9%	-6,2%	-13,5%	-18,2%	-18,6%	-49,6%
Globant SA	3,0%	-1,0%	2,3%	-8,4%	-6,6%	-33,7%
Ibex 35	-0,8%	0,1%	-0,5%	5,9%	12,3%	7,6%

Fuente: FactSet. *estimaciones Renta 4 Banco

Evolución cotización últimos 3 años



DISCLAIMER

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 Grupo Renta 4, 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 Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos 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. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que 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.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 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.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Ecoener, Millenium Hotels, (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado), Izertis (asesor registrado y proveedor de liquidez). Asimismo, tiene contratos de análisis esponsorizado con Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios.

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.

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 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis. Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 62% Sobreponderar, 37% Mantener y 1% Infraponderar.