

CASH

5 de octubre de 2022

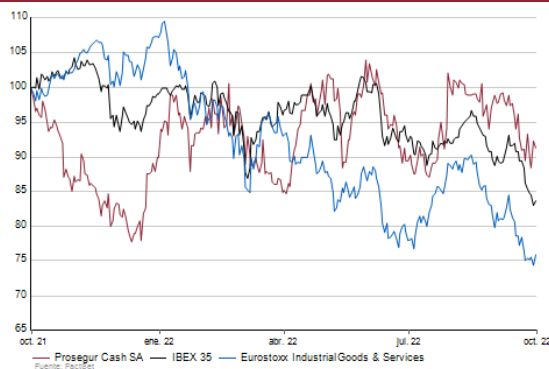
Álvaro Arístegui Echevarría
Equity Research Analyst

El reinado del efectivo no ha concluido

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 1,04 eur
Precio actual: 0,65 eur
Potencial: 59,4 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-4%	3%	-5%
Relativo	2%	12%	10%

CASH.MC / CASH ES

Capitalización (mln eur)	989,9
Nº acciones (mln)	1.522,9
Free Float	18,6%
Vol. día (mln eur)	0,3
Mín/Máx 12 meses (eur)	0,53 - 0,74
Revalorización YTD	3,8%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	58%	42%	0%

	2021	2022e	2023e
PER	28,8x	9,7x	7,7x
VE/EBITDA	5,5x	4,5x	3,9x
VE/Ventas	1,0x	0,9x	0,8x
P/VC	12,3x	4,4x	3,3x
DN/EBITDA	2,1x	1,9x	1,5x
Pay-Out	415,7%	178,2%	30,6%
Rent. Div.	6,9%	6,2%	3,1%
FCF Yield	2,1%	-13,2%	16,0%
ROCE	24,5%	26,6%	30,3%
ROE	43,0%	45,2%	42,4%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

La recuperación de los resultados es patente

Prosegur Cash es una de las pocas compañías cuyo negocio se está en cierta medida **beneficiando del actual entorno económico**. La **reapertura** de las economías, que en 2021 aún mostraban multitud de restricciones al movimiento de personas y bienes, junto con un **entorno de elevada inflación**, que apoya la velocidad en el movimiento de efectivo, quedan patentes al analizar la **evolución de los resultados** en el presente ejercicio, con **crecimientos de la facturación y el beneficio en el entorno del 30%**.

Un entorno inflacionista beneficia la actividad

La **inflación aumenta el valor nominal de los productos de las compañías** a las que CASH presta sus servicios, que factura los mismos en relación a este valor nominal del volumen gestionado. Adicionalmente, unos tipos de interés más elevados, aumentan la **urgencia de invertir el efectivo** no necesario en las operaciones por parte de los empresarios. Otro elemento clave a la hora de lidiar con la inflación está en la **capacidad de la compañía de trasladar los incrementos de costes** a los precios de los servicios que presta.

El consenso está muy por detrás de las cifras reales

Esta **recuperación de los resultados no viene reflejándose en las cifras del consenso** del mercado, que, por varias razones, va muy por detrás de la recuperación real de los resultados de la compañía. Creemos que las próximas semanas/meses, **se producirán revisiones al alza de las estimaciones y precios objetivos** del consenso que podrían actuar de catalizador para el valor.

La cotización de la acción representa una muy atractiva oportunidad

Estimamos que el **limitado capital flotante (aprox. 20%) y liquidez**, junto con el **mantra de que el efectivo tiende a desaparecer** y una **exposición considerablemente elevada a países emergentes**, son las principales razones por las que una compañía cuya facturación y beneficios van a registrar **crecimientos extraordinarios en 2022 (1S22 +27,6%)**, cotiza a un multiplicador tan atractivo como **7x VEaj/EBIT 22e**, en lo que entendemos supone **una anomalía que el mercado debería terminar por corregir**.

Conclusión: SOBREPONDERAR, P.O. 1,04 eur/acc (vs 0,84 eur/acc anterior).

Elevamos considerablemente las estimaciones, que a día de hoy se sitúan claramente por encima del consenso del mercado (EBITDA e 2S22 estanco +13,1%), lo que, junto con las positivas perspectivas del negocio y el elevado potencial, nos llevan a reiterar la recomendación de **SOBREPONDERAR**.

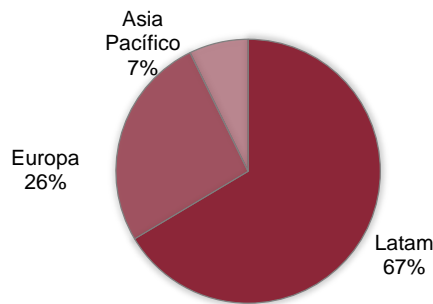
mln eur	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas	1.798,7	1.507,5	1.518,8	1.839,5	1.877,5	1.987,9
EBITDA	407,6	245,4	281,7	360,3	388,0	421,5
Margen (%)	22,7%	16,3%	18,5%	19,6%	20,7%	21,2%
EBITDA consenso	407,6	245,4	300,0	352,5	378,6	422,3
Bº neto	168,9	15,9	33,2	98,1	123,3	144,8
BPA (eur)	0,11	0,01	0,02	0,06	0,08	0,10
DPA (eur)	0,03	0,04	0,03	0,05	0,06	0,07
FCF	51,6	162,0	19,5	-115,2	152,8	125,7
DFN + / Caja neta -	653,7	680,8	685,2	747,7	643,9	579,9

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Prosegur CASH en una página

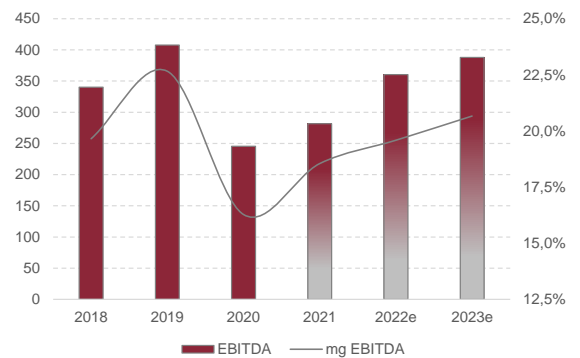
Compañía multinacional (operaciones en 20 países) de servicios de seguridad B2B, que cubre todas las fases del proceso de gestión de efectivo. Con más de 45.000 empleados y ventas cercanas a 1.800 mln eur ostenta posiciones de liderazgo en la Península Ibérica y Latinoamérica. Sus servicios engloban: logística de valores, gestión de cajeros, transporte internacional, gestión de efectivo y servicios de automatización como el denominado “cash today”.

Desglose de ventas por área geográfica 2021



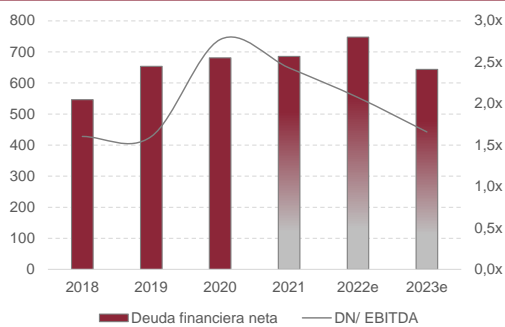
Fuente: Prosegur Cash

Evolución del EBITDA (mln eur)



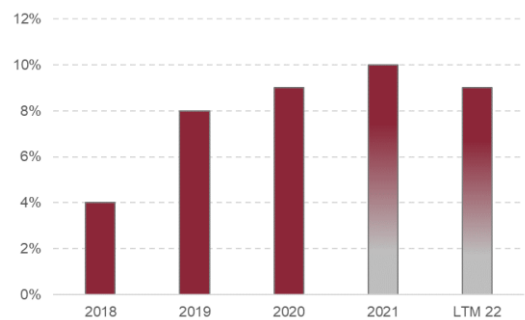
Fuente: Prosegur Cash y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Prosegur Cash y estimaciones Renta 4 Banco

“Free Cash Flow Yield”



Fuente: Prosegur Cash y estimaciones Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- 1- Olvidada por el mercado por la errónea creencia de que el efectivo tiende a desaparecer, su escaso capital flotante y su exposición a Latam, CASH es una compañía claramente infravalorada (VEaj/EBIT 22 R4e 7x).
- 2- Las perspectivas del negocio a corto plazo son muy halagüeñas, como se viene apreciando en el conjunto de 2022, en un entorno inflacionista en el que la compañía sabe desenvolverse.
- 3- Al fuerte crecimiento orgánico de la facturación se une la expansión de los márgenes, dado el elevado apalancamiento operativo y la capacidad de la compañía de trasladar los incrementos de costes a los precios finales de los servicios.
- 4- Tras elevar nuestras estimaciones fijamos un precio objetivo de 1,04 eur/acc. que implica un potencial de revalorización cercano al 60% que nos lleva a reiterar SOBREPONDERAR.

Catalizadores

- 1- Recuperación del negocio con la reapertura de las economías y en un entorno inflacionista que no le es adverso.
- 2- Prevemos subida de estimaciones y precios objetivo de consenso, muy por debajo de nuestras cifras.
- 3- La desconsolidación del negocio australiano contribuirá a mantener los márgenes en 2023.

Riesgos

- 1- Riesgo país, principalmente en Argentina.
- 2- Riesgo de tipo de cambio.
- 3- Impacto en los resultados de la posible recesión económica.

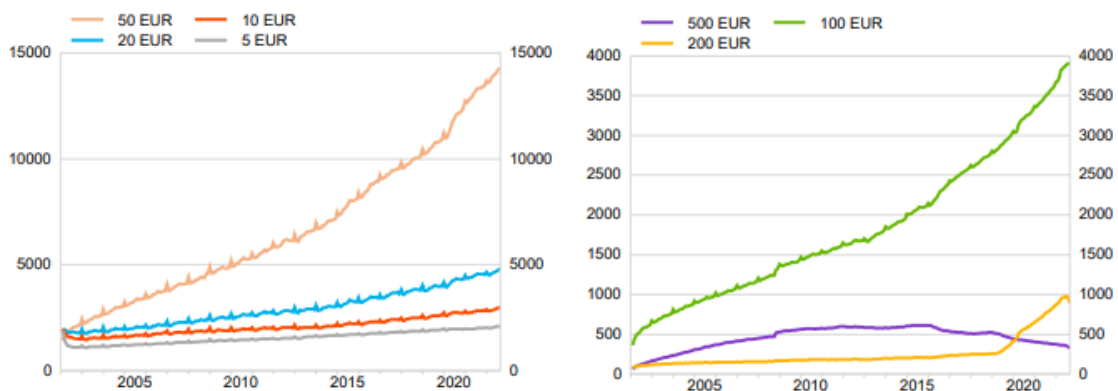
1. La infravaloración de Prosegur CASH en bolsa

Al analizar la evolución de la cotización de CASH, nos venimos preguntando las razones del porqué una compañía cuyos resultados en el presente ejercicio (1S22) vienen mostrando un **crecimiento de la facturación del 27% y del EBIT del 33%**, cotiza al mismo nivel de cierre de 2021 y que implica un **multiplicador de 7x VEaj/EBIT 2022 R4e**. Innegable que este comportamiento en bolsa supera ampliamente a la mayoría de sus índices de referencia (YTD +15% vs Ibex 35, +20% vs Ibex Small Caps), pero en el caso de CASH **se produce tras una pérdida de su valor en bolsa del 54% desde el cierre de 2019**, previo al surgimiento de la pandemia de COVID-19, y hasta del **76%** desde el momento de su colocación en bolsa en el 2017, sin registrar en ningún caso la recuperación que muestra su operativa. Cierto que la recuperación no es aún completa, situándose el EBITDA esperado para este ejercicio aún lejos del registrado en el momento de la salida a bolsa (-30% desde 2017), aunque ya cercano al del año 2019 (-11% vs 2019) previo a la irrupción de la pandemia. En gran medida, este menor resultado se ha debido a la traslación de los resultados en moneda local a euros, dada la pérdida de valor de algunas monedas latinoamericanas, especialmente el peso argentino, con respecto al euro.

El efectivo está en desuso y es tendente a desaparecer.

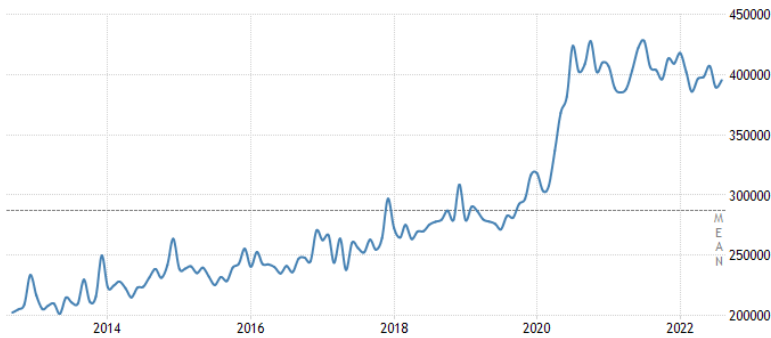
Por nuestras conversaciones con inversores, consideramos que una de las creencias instaladas en el mercado es que **el uso del efectivo como medio de pago de bienes y servicios está en desuso**, tendiendo a mantener un papel residual en el futuro. Esta creencia choca de lleno con los volúmenes de papel moneda en circulación. Según los datos publicados por los distintos organismos emisores de papel moneda (Reserva Federal estadounidense, bancos centrales nacionales europeos y otros), **el volumen de efectivo en circulación viene aumentando de forma considerable y sin interrupción**. Los gráficos que mostramos a continuación ilustran esta situación.

Gráficos 1 y 2. Volumen de papel moneda en circulación denominado en euros (EUR miles de millones)



Fuente: BCE

Gráfico 3. Brasil, dinero en circulación M0 (millones BRL)



Fuente: Tradingeconomics

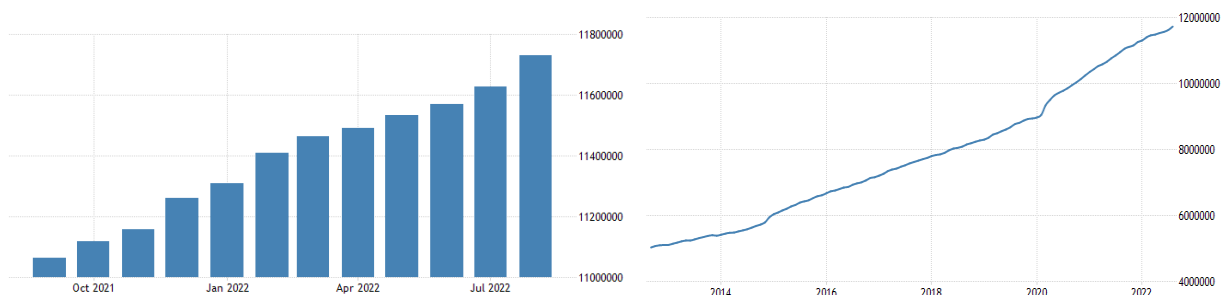
Gráficos 4 y 5. EE.UU. volúmenes/valor del dinero en circulación (miles de millones de billetes/USD)



Fuente: FED

Una situación que incluso es probable que se acentúe en el actual entorno de elevada inflación. A este respecto, la M1, que mide el volumen de dinero que circula en las economías definido como la cantidad de billetes y monedas en manos de la ciudadanía, en cajas de los bancos y/o depositado en el banco central, y los depósitos corrientes de los ciudadanos, viene aumentando inexorablemente en la Unión Europea.

Gráficos 6 y 7. Zona Euro M1 evolución a doce meses y diez años



Fuente: Tradingeconomics

En lo que respecta al uso del efectivo como método de pago en punto de venta, no disponemos de datos fehacientes del porcentaje de uso del mismo, pero sin duda existe una **relación**

directamente proporcional entre el uso de efectivo y la emisión del mismo por parte de los organismos emisores de papel moneda.

En relación a la aparición de nuevos métodos de pago y el mayor uso de transacciones comerciales a través Internet, que impide el pago en efectivo, somos conscientes de que pueden estar restando cuota de mercado al uso de efectivo, pero dado el crecimiento de las transacciones comerciales, **no estimamos que el uso de efectivo esté sufriendo una reducción considerable en términos absolutos.**

Es más, el efectivo viene conviviendo con otros medios de pago (cheques, tarjetas de crédito, etc) hace décadas y no por ello la gestión del mismo ha dejado de ser un buen negocio. Es cierto que en los últimos tiempos, gracias a los avances tecnológicos, los nuevos medios de pago y/o trasferencias de dinero se han ampliado (Paypal, Stride, Worldpay, Adyen, Bizum, Revolut, etc), y que el mayor uso de Internet como centro comercial hace menos viable el uso de efectivo como medio de pago. No por ello compartimos la creencia de que el efectivo esté en desuso, y mucho menos en la mayoría de mercados en los que CASH está presente (Latam), con un grado mucho menor de bancarización y donde la predilección por el efectivo es clara.

El mantra instalado sobre la decadencia del efectivo tiene en nuestra opinión una gran similitud a la situación vista a finales de los noventa del siglo pasado e inicio de este, cuando se hablaba de la desaparición del tabaco. Desde entonces, los beneficios de las compañías tabaqueras han seguido aumentando, así como su valor en bolsa. Ciertamente han buscado formas de aumentar la eficiencia y diversificar sus negocios ante menores volúmenes, pero desde luego tanto el tabaco como las empresas tabaqueras están lejos de desaparecer más de veinte años después.

Escaso capital flotante y liquidez de la acción.

Otro aspecto que juega en contra de la evolución de la compañía en bolsa es su **escaso capital flotante. Controlada hasta en un 79,4% por su compañía matriz Prosegur**, el capital flotante apenas alcanza un 20%, y con una capitalización de mercado de tan solo **950 mln eur**, el valor de mercado de esta no alcanza los **200 mln eur**. Este importe es insuficiente para muchos inversores institucionales de tamaño relevante, que no pueden tomar una posición suficientemente relevante en la compañía para que tenga impacto en sus portafolios.

Relacionado con el escaso valor de mercado del capital flotante encontramos el contratiempo que también supone la **limitada liquidez de la acción**. El **volumen medio diario de contratación en los últimos doce meses tan solo alcanza 912.942 acciones**, o lo que es lo mismo un volumen contratado medio diario de **589.152 eur**, cifra **insuficiente para poder construir una posición relevante en el valor en un tiempo razonable** o incluso poder superar los controles a los que muchos fondos son sometidos por sus propios departamentos de control de riesgos.

No obstante, sí creemos que es una **buena opción para un inversor particular o un vehículo de inversión que no tenga que pasar este tipo de filtros**, y que su volumen de activos bajo gestión lo permita. Sin embargo, suele darse la circunstancia que, si finalmente el precio de mercado recoge la recuperación actual de los resultados, la liquidez del valor debería aumentar, dado el mayor valor de mercado de la compañía y el interés por la misma de la comunidad inversora.

Fuerte exposición a mercados emergentes

La **relevante exposición a mercados latinoamericanos (68% de la facturación durante el 1S22)**, cuya prima de riesgo es mayor en comparación con economías de occidente, provoca cierto rechazo entre algunos inversores. Las principales operaciones son en **Brasil y Argentina**, pero también tiene presencia en Uruguay, Paraguay, Chile, Perú, Ecuador, Colombia, Costa Rica, Nicaragua, Honduras, El Salvador y Guatemala.

Cierto que la exposición a los mercados latinoamericanos, junto con la pandemia, han sido las **principales razones de la caída de resultados desde 2019**, principalmente por la **negativa evolución de los tipos de cambio de las divisas latinoamericanas con respecto al euro**. No obstante, y de cara a corto y medio plazo opinamos que esta exposición puede ser incluso beneficiosa. Estas economías, con una mayor vinculación a las materias primas y menores niveles de deuda público/privada, así como su mayor lejanía con respecto al conflicto Rusia-Ucrania, pueden estar incluso mejor posicionadas que los mercados europeos para capear la actual crisis. Adicionalmente, el **menor nivel de bancarización y unos niveles de inflación generalmente superiores** a los de las economías occidentales, son atributos que benefician al negocio desarrollado por la compañía.

Existen otras vías para tener exposición al negocio de CASH

Otro motivo que puede contribuir a esta infravaloración es que **existe la posibilidad de tener exposición al negocio de CASH a través de la inversión en su matriz Prosegur S.A.**, que también cotiza en bolsa y es **titular del 79,4% del capital de CASH**. Aunque estas dos opciones no son excluyentes, es cierto que a través de la inversión en Prosegur se obtiene una exposición al negocio de CASH significativa, además de a otros negocios que opera la compañía (Seguridad, Alarmas). Opinamos que **la infravaloración en bolsa de la matriz incluso supera a la de CASH**, ya que aglutina otros activos que no están siendo valorados por el mercado. Por otro lado, la recuperación de sus negocios, por motivos que explicaremos en una nota aparte, está siendo más lenta, y por lo tanto puede darse la circunstancia de que el mercado tarde más en reconocer la mencionada infravaloración. Adicionalmente, puede haber inversores que prefieran tener únicamente exposición al negocio de CASH, que a nivel cualitativo puede considerarse un mejor negocio, con mayor rentabilidad sobre el capital y mayores barreras de entrada.

2. Extraordinaria recuperación de los resultados

Los resultados de CASH vienen mostrando una **recuperación extraordinaria durante el presente ejercicio**, habiendo registrado un **incremento de la facturación y del EBITA del 27,6% y el 32,7% respectivamente** durante el 1S22.

La **reapertura de las economías**, tras un periodo de pandemia que restringió la libre circulación personas y limitó la actividad comercial, y por tanto el movimiento de efectivo, ha dado un **fuerte espaldarazo a los volúmenes gestionados**.

Asimismo, por las características del negocio que desarrolla CASH, **el actual entorno inflacionista aporta beneficios**. En primer lugar, la inflación tiene un efecto de **aceleración en el movimiento de efectivo, incrementa el valor nominal de los bienes intercambiados y aumenta la urgencia de invertir los excedentes de tesorería**. CASH factura sus servicios en relación al valor nominal del efectivo que gestiona, además de que cuenta con capacidad para repercutir los incrementos en el coste de los servicios prestados. Por lo tanto, la inflación tiene dos efectos positivos sobre los volúmenes del efectivo gestionado, vía velocidad y valor nominal, mientras que los precios de los servicios prestados aumentan al repercutir la compañía los incrementos de costes (personal, transporte, etc).

Gráfico 8. Entorno inflacionario a nivel mundial.



Fuente: Prosegur CASH

También, y por primera vez en algunos años, la evolución de los **tipos de cambio de las divisas latinoamericanas, no ha reducido los resultados** cuando son trasladados a euros para su consolidación.

En su conjunto, durante el primer semestre de 2022 la facturación de la compañía ha registrado un **crecimiento orgánico del 22,5% (27,4% en 2T22)**, en una combinación de **mayores volúmenes a un mayor precio**, y a pesar de que, en la primera parte del año, la variante Omicron aún tuvo efecto negativo en la actividad.

Además de los mencionados vientos de cola (reapertura de las economías, entorno inflacionista, efecto divisa neutro), la compañía se viene beneficiando de **elementos intrínsecos**. Claro exponente de la transformación digital que la compañía viene implementando, está el **éxito en la venta de nuevos productos (23,4% del total facturado hasta 206 mln eur)**, con un componente más tecnológico y que alientan una mayor vinculación con los clientes: Cash Today, Corban, MAE

(automatización de efectivo en tienda), que han registrado un **crecimiento del 39,4% en el semestre (56,2% a perímetro constante)**. Por supuesto, la **capacidad de repercutir los incrementos de costes**, que, junto con el **apalancamiento operativo** derivado de los mayores volúmenes, ha propiciado una **fuerte recuperación de los márgenes (margen EBITDA 1S22 +50 p.b. y hasta +340 p.b. excluyendo las plusvalías generadas en 1S21 con la venta de AVOS)**.

Prevedemos que la buena evolución experimentada durante el primer semestre se haya mantenido durante el 3T22, sin esperar crecimientos tan elevados, ya que la comparativa con el 2S21 es más exigente, sí esperamos que los **resultados del 3T22 continúen mostrando crecimientos de doble dígito alto**. Aunque el 4T22 sigue siendo una incógnita, dado el actual entorno económico, **prevemos que CASH cierre un ejercicio más que satisfactorio**, con una segunda mitad en la línea de lo visto durante el primer semestre debido a la inercia que mantienen las operaciones. A esto hay que añadir el hecho de que la segunda mitad del ejercicio registra por regla general mayores márgenes, debido a que la implementación de subidas de precios es ya completa en el ABC de clientes. Por otro lado, el actual entorno inflacionista continuará alentando los volúmenes.

3. Revisión de estimaciones

Dados los **positivos resultados cosechados en el transcurso del ejercicio** y nuestro convencimiento de que la evolución de los mismos ha sido positiva durante el tercer trimestre, hemos procedido a **revisar al alza nuestras estimaciones**. Un ejercicio que por el momento no han realizado la mayoría de analistas que cubren la compañía, patente en un consenso de mercado que no refleja realidad, pero que inexorablemente tenderá a realizarse en las próximas semanas.

Hemos aumentado nuestra previsión de ventas en un 12,7% para el conjunto del ejercicio 2022, que teniendo en cuenta que ya se conocen los datos de la mitad del ejercicio, implica que **la revisión al alza es considerable**. Del mismo modo **aumentamos el EBITDA, en un 10,9%**, una subida ligeramente más conservadora, ya que aunque el margen de la segunda mitad del ejercicio es por regla general superior al del primero (**margen EBITDA 2S22 R4e 19,9% vs 19,2% en 1S22**), hemos sido algo más conservadores con respecto a la expansión del mismo con respecto a la segunda mitad del ejercicio 2021 (**+20 p.b.**), ya que en ese periodo el margen ya se había situado en niveles elevados, y **dejando cierto margen para posibles sorpresas al alza**.

De cara a 2023 la visibilidad es nula, pero hay ciertos aspectos que nos llevan a pensar que **la positiva inercia iniciada en la parte final de 2021, bien pudiera trasladarse al mismo**. Por lo menos al inicio del ejercicio, que presenta una comparativa menos exigente por el impacto que tuvo la variante Ómicron. El **posicionamiento geográfico** de la compañía y el **actual entorno de elevada inflación y tipos de interés** continuarán beneficiando a la compañía. Está por ver el impacto que tendrá la desaceleración económica en el consumo privado y en la marcha de los negocios de los **clientes** de la compañía (banca, distribución, hoteles, hostelería), pero entendemos que, aunque es muy posible que sufran presión en sus resultados, **dudamos que su facturación en términos nominales caiga a niveles muy inferiores a los del presente ejercicio**.

Adicionalmente, de cara a 2023 se producirá un hecho que contribuirá positivamente en el crecimiento de los beneficios. Nos referimos al **acuerdo alcanzado para fusionar sus actividades con Armaguard en Australia**. La filial australiana de CASH, aunque aportaba aproximadamente **dos terceras partes de la división “Resto del mundo” (80 mln eur aprox.) era deficitaria**, por lo que **su desconsolidación contribuirá a elevar los márgenes y a la consecución de un mayor beneficio operativo en términos absolutos**. A partir de la aprobación del acuerdo por parte de las autoridades de la competencia (esperado para el 4T22 o 1T23), **CASH será titular del 35% de una nueva sociedad, líder en el mercado australiano y que generará beneficios**. Dado el porcentaje de participación que ostentará CASH, la nueva sociedad **consolidará por puesta en equivalencia**. No obstante, teniendo en cuenta que la sociedad desarrollará el mismo negocio que la matriz, está por ver si el porcentaje de resultados correspondiente a CASH **podría consolidarse a nivel de EBITDA** (con aún mayor contribución al sostenimiento de márgenes) o bien por debajo del EBIT.

En suma, nuestra estimación para 2023 es prácticamente la misma en términos de crecimiento del negocio, habiendo reducido ligeramente la expansión de márgenes a pesar de la mencionada desconsolidación de Australia, y con **variaciones en términos absolutos que se explican por un punto de partida más elevado** tras haber revisado al alza las estimaciones para 2022.

Tabla 1. Cuadro de revisión de estimaciones.

	2022e	2023e	2024e
Ventas Antiguo	1.632,1	1.726,9	1.803,9
Ventas	1.839,5	1.877,5	1.987,9
Var. %	12,7	8,7	10,2
Ebitda Antiguo	324,8	350,3	371,1
Ebitda	360,3	388,0	421,5
Var. %	10,9	10,8	13,6
Margen Ebitda Antiguo (%)	19,9	20,3	20,6
Margen Ebitda (%)	19,6	20,7	21,2
Var. (p.p.)	-0,3	0,4	0,6
Bº neto Antiguo	87,4	106,0	121,9
Bº neto	98,1	123,3	144,8
Var. %	12,2	16,3	18,8
Deuda Fin. Neta Antiguo	631,7		
Deuda Fin. Neta	661,0		
Var. %	4,6		
Precio objetivo antiguo	0,84		
Precio objetivo	1,04		
Var. %	24,1		

Fuente: Renta 4 Banco.

Prevedemos revisiones al alza de las estimaciones del consenso del mercado

Como comentábamos anteriormente, se aprecia que **el consenso del mercado está desactualizado**, y **prevedemos revisiones de las estimaciones de resultados y aumentos de los precios objetivo** por parte de las distintas casas de análisis que cubren el valor en las próximas semanas.

Las estimaciones del consenso de mercado **apuntan actualmente a unas ventas y EBITDA en el conjunto del ejercicio de 1.724 mln eur y 338 mln eur respectivamente**. Estas estimaciones se sitúan un 6,7% y 6,5% por debajo de las nuestras respectivamente. Teniendo en cuenta que el primer semestre ya es conocido, **las cifras implícitas para el segundo semestre se sitúan un 13,7% y un 13,1% por debajo de nuestras expectativas a nivel de ventas y EBITDA respectivamente**. El hecho que nos lleva a creer que **las cifras del consenso no reflejan las expectativas reales de la compañía para el cierre del ejercicio**, es que **implícitamente apuntan a crecimientos de la facturación del 1,7% en el segundo semestre, mientras que el EBITDA tan solo apunta a un crecimiento del 3,3%**, sin duda una estimación excesivamente conservadora considerando que las ventas se han incrementado un 27,6% en el 1S22 (+36,2% en el 2T22), mientras que el EBITDA ha aumentado un 24,1% en el 1S22 (+48,9% en 2T22). Opinamos que la única razón que explica unas expectativas del consenso que apuntarían a un repentino estancamiento de los resultados es que el mismo está **completamente desactualizado**, motivo por el que creemos que irá actualizándose al alza en las próximas semanas.

4. Valoración y recomendación

A la par con la revisión al alza de nuestras estimaciones **hemos elevado nuestro precio objetivo**, que se sitúa actualmente en **1,04 eur/acc** (vs 0,84 eur/acc. anteriormente), una subida del 23,8% y que implica un **potencial de revalorización del 67%** con respecto a los precios actuales, que nos lleva a reiterar nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR**.

Para llegar a este precio objetivo hemos realizado un ejercicio de descuento de flujos de caja, aplicando una tasa de descuento del 10,25% y una “g” del 1,5%. Este precio objetivo implica valorar la compañía a un multiplicador de 8,6x en VE/EBIT estimado para el ejercicio 2023, y 13,5x el flujo de caja libre que estimamos generará la compañía ese ejercicio.

CASH es **una de las pocas compañías que se está viendo beneficiada por el entorno económico que se ha instalado en 2022**, definido por el rápido crecimiento de los precios y un giro de 180º en las políticas monetarias hacia políticas más restrictivas donde destacan los incrementos de tipos de interés de referencia coincidiendo, aunque es tan solo uno de los orígenes, con la reapertura de las economías tras un periodo de pandemia mundial.

Tabla 2. Descuento de flujos de caja.

	2023e	2024e	2025e	V. Residual
Resultado neto de explotación	259,9	289,6	312,6	317,2
Tasa impositiva	45%	43%	42%	35%
EBIT(1-t)	23,8	51,1	127,6	206,2
Amortización	95,1	98,9	102,6	110,0
Variaciones de NOF	-21,0	-7,9	-19,8	-5,0
Inversiones	-104,2	-110,3	-115,8	-110,0
Flujo de caja libre	123,0	91,8	0,3	2588,6
Flujos descontados (31/DEC/18)	103,6	120,0	112,0	1754,0
Valor Empresa (Mn€) WACC 8%	2208,3			
DFN y otras deudas (Mn€)	661,0			
Valor RRPP + minoritarios (Mn€)	1547,3			
Minoritarios (Mn€)	0,0			
Crédito fiscal	0,0			
Valor RRPP(Mn€)	1547,3			
Nº de acciones aj. (Mn)	1493,1			
Precio objetivo (€)	1,04			

Fuente: Renta 4 Banco.

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC 19/24
Ventas	1798,7	1507,5	1518,8	1839,5	1877,5	1987,9	2,0%
Coste de ventas	-1163,8	-1010,9	-1009,5	-1233,2	-1245,0	-1306,6	2,3%
Margen Bruto	634,8	496,6	509,3	606,3	632,5	681,3	1,4%
Gastos operativos	-227,2	-251,2	-227,6	-246,0	-244,5	-259,8	2,7%
EBITDA	407,6	245,4	281,7	360,3	388,0	421,5	0,7%
EBITDA ajustado	407,6	245,4	281,7	360,3	388,0	421,5	0,7%
Amortizaciones	-102,9	-111,0	-115,8	-124,0	-128,1	-131,9	5,1%
EBIT	304,8	134,4	165,9	236,4	259,9	289,6	-1,0%
Resultado financiero	-45,2	-46,1	-58,6	-54,7	-37,7	-35,5	-4,7%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.d.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.d.
BAI	259,6	88,3	107,3	181,6	222,2	254,0	-0,4%
Impuestos sobre beneficios	-90,6	-72,7	-74,2	-83,5	-98,9	-109,2	3,8%
Minoritarios	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.d.
Bº Neto	168,9	15,9	33,2	98,1	123,3	144,8	-3,0%
Márgenes y crecimiento (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Crec. Ventas	3,9%	-16,2%	0,7%	21,1%	2,1%	5,9%	
Margen Bruto	35,3%	32,9%	33,5%	33,0%	33,7%	34,3%	
Crec. EBITDA	19,8%	-39,8%	14,8%	27,9%	7,7%	8,6%	
Margen EBITDA	22,7%	16,3%	18,5%	19,6%	20,7%	21,2%	
Crec. EBITDA ajustado	19,8%	-39,8%	14,8%	27,9%	7,7%	8,6%	
Margen EBITDA ajustado	22,7%	16,3%	18,5%	19,6%	20,7%	21,2%	
Crec. EBIT	13,7%	-55,9%	23,4%	42,5%	10,0%	11,4%	
Margen EBIT	16,9%	8,9%	10,9%	12,8%	13,8%	14,6%	
Crec. BPA	-3,0%	-90,9%	111,6%	195,8%	25,7%	17,4%	
Balance (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Inmovilizado material	345,4	322,0	337,9	369,1	397,7	427,7	
Inmovilizado inmaterial	592,2	582,9	589,7	641,2	579,6	561,0	
Inmovilizado financiero	60,1	57,5	82,6	90,8	90,5	90,3	
Otro activo fijo	91,6	72,6	78,5	169,5	77,5	77,5	
Clientes	381,1	275,3	280,2	320,4	362,9	385,8	
Otro activo circulante	155,2	107,3	110,7	124,6	123,3	125,2	
Tesorería y equivalentes	308,8	403,0	252,1	264,0	382,8	446,8	
Total activo	1.934,3	1.820,5	1.731,8	1.979,6	2.014,3	2.114,3	
Recursos propios	243,3	81,0	77,2	216,8	291,1	374,2	
Minoritarios	0,3	-0,7	-1,0	-1,4	-1,4	-1,4	
Deuda financiera a largo plazo	720,6	874,6	780,3	820,6	820,6	820,6	
Otros pasivos a largo plazo	182,2	172,2	185,4	197,0	197,0	197,0	
Deuda financiera a corto plazo	241,9	209,2	157,0	191,1	206,1	206,1	
Proveedores	346,8	326,9	363,2	321,0	341,1	358,0	
Otros pasivos a corto plazo	199,2	157,4	169,6	234,6	159,8	159,8	
Total pasivo	1.934,3	1.820,5	1.731,8	1.979,6	2.014,3	2.114,3	
Principales ratios	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Nº acciones (mln)	1.500,0	1.544,5	1.522,9	1.522,9	1.522,9	1.522,9	
Precio (eur)	1,36	0,80	0,63	0,63	0,63	0,63	
BPA (eur/acción)	0,11	0,01	0,02	0,06	0,08	0,10	
DPA (eur/acción)	0,03	0,04	0,03	0,05	0,06	0,07	
Payout (%)	29,9%	38,9%	259,7%	227,5%	96,7%	90,3%	
Rentabilidad por dividendo (%)	2,6%	5,3%	4,3%	7,9%	10,0%	11,7%	
VE/ Ventas (x)	1,5	1,3	1,1	0,9	0,9	0,8	
VE/ EBITDA (x)	6,6	7,8	5,8	4,7	4,1	3,6	
VE/ EBIT (x)	8,8	14,3	9,9	7,2	6,1	5,3	
PER (x)	12,1	77,8	28,8	9,7	7,7	6,6	
ROCE (%)	34,0%	17,6%	21,8%	24,5%	27,8%	30,3%	
ROE (%)	69,4%	19,6%	43,0%	45,2%	42,4%	38,7%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	653,7	680,8	685,2	747,7	643,9	579,9	
Deuda neta / EBITDA (x)	1,6	2,8	2,4	2,1	1,7	1,4	
Cobertura de intereses (x)	6,7	2,9	2,8	4,3	6,9	8,2	
Capex / ventas (%)	9,6%	5,2%	9,1%	11,2%	5,1%	7,2%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	304,8	134,4	165,9	236,4	259,9	289,6
Amortización de inmovilizado	102,9	111,0	115,8	124,0	128,1	131,9
Variación fondo de maniobra	33,9	92,1	40,2	-31,4	-95,8	-7,9
Resultado financiero	-45,2	-46,1	-58,6	-54,7	-37,7	-35,5
Impuestos	-90,6	-72,7	-74,2	-83,5	-98,9	-109,2
Flujo de caja operativo	305,7	218,7	189,1	190,6	155,6	268,8
Inversiones en activo mat e inmat.	-172,3	-78,4	-138,6	-206,6	-95,1	-143,3
Otras inversiones	-81,9	21,6	-31,1	-99,2	92,3	0,2
Flujo de caja libre	51,6	162,0	19,5	-115,2	152,8	125,7
Dividendos (sociedad dominante)	-52,1	-65,7	-41,3	-75,4	-94,9	-111,4
Otros movimientos de FF.PP.	-111,3	-113,3	4,2	116,5	45,8	49,7
Otros	4,3	-10,0	13,2	11,7	0,0	0,0
Cambio en deuda neta	-107,5	-27,0	-4,4	-62,4	103,8	64,0
Deuda neta (+) / caja neta (-)	653,7	680,8	685,2	747,7	643,9	579,9

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 22e
Prosegur Cash SA *	1.523	0,65	990	SOBREPONDERAR	1,04	59,4%	7,9%
Brink's Company	47	52,00	2.457	Sobreponderar	82,00	57,7%	1,4%
Loomis AB	75	25,46	1.917	Sobreponderar	31,29	22,9%	3,6%
Promedio						46,7%	4,3%

Compañía	PER 22e	PER 23e	Cto. Bº Neto 21-23e	PEG 22e	PEG 23e	ROE 22e	P/VC 22e
Prosegur Cash SA *	9,7x	7,7x	92,9%	0,1x	0,1x	45,2%	4,4x
Brink's Company	9,4x	8,3x	n.a.	n.r.	n.r.	n.a.	n.a.
Loomis AB	11,8x	9,8x	39,2%	0,3x	0,2x	16,0%	1,9x
Promedio	10,3x	8,6x	66,0%	0,2x	0,2x	0,3x	3,1x

Compañía	VE/EBITDA 22e	VE/EBITDA 23e	Cto. EBITDA 21-23e	Margen EBITDA 22e	EVG 22e	EVG 23e	DN/EBITDA 22e
Prosegur Cash SA *	4,7x	4,1x	17,4%	19,6%	0,3x	0,2x	2,1x
Brink's Company	5,9x	4,9x	11,9%	17,0%	0,5x	0,4x	2,6x
Loomis AB	5,7x	5,1x	15,6%	19,6%	0,4x	0,3x	1,3x
Promedio	5,4x	4,7x	0,1x	0,2x	0,4x	0,3x	2,0x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2022	1 año
Prosegur Cash SA *	2,4%	0,0%	-4,4%	3,3%	3,8%	-5,2%
Brink's Company	5,4%	2,6%	-7,0%	-15,3%	-22,1%	-20,6%
Loomis AB	0,4%	0,4%	-4,7%	10,7%	14,4%	14,2%
Ibex 35	1,3%	-0,6%	-5,9%	-8,7%	-14,4%	-15,2%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses.



GLOSARIO

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos

DN/EBITDA: Deuda Neta sobre EBITDA

ROE: Beneficio Neto entre Fondos Propios

ROCE: Rentabilidad entre Capital Empleado

BPA: Beneficio por acción

Pay-Out: % de beneficios destinado a dividendos

DPA: Dividendo por acción

Market Cap: Capitalización bursátil

Valor Empresa: Deuda Neta más Capitalización bursátil

PER: Precio entre Beneficio por acción

P/CF: Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

P/VC: Precio entre Valor contable por acción

RPD: Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

DISCLAIMER

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.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

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), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Making Science, Almagro y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

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.

Grupo Renta 4 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: 77% Sobreponderar, 17% Mantener y 6% Infraponderar.