

Prosegur

5 de octubre de 2022

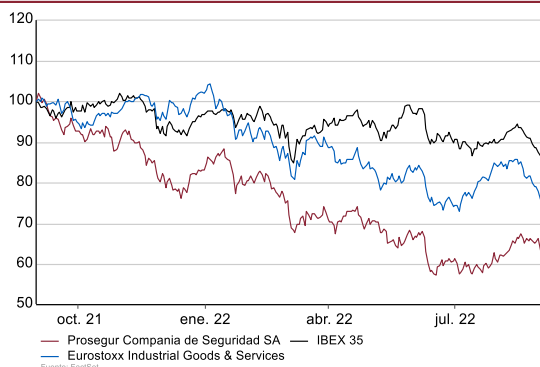
Álvaro Arístegui Echevarría
Equity Research Analyst

El valor de mercado olvida encender las alarmas

Sobreponderar

Precio objetivo: 4,55 eur
Precio actual: 1,66 eur
Potencial: 173,4 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-11%	-6%	-38%
Relativo	-5%	3%	-23%

PSG.MC / PSG ES

Capitalización (mln eur)		912,9
Nº acciones (mln)		548,6
Free Float		30,9%
Vol. día (mln eur)		0,8
Mín/Máx 12 meses (eur)		1,51 - 2,65
Revalorización YTD		-30,7%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	67%	33%	0%

	2021	2022e	2023e
PER	30,9x	14,2x	11,6x
VE/EBITDA	6,4x	4,7x	4,2x
VE/Ventas	0,7x	0,5x	0,5x
P/VC	1,8x	1,1x	1,0x
DN/EBITDA	3,0x	2,7x	2,4x
Pay-Out	20,5%	165,9%	105,0%
Rent. Div.	5,4%	7,5%	7,4%
FCF Yield	-7,0%	-27,9%	12,5%
ROCE	9,7%	11,8%	13,3%
ROE	5,9%	7,6%	9,0%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Los resultados en plena fase de recuperación

Al igual que en el caso de su filial CASH, y en gran medida gracias a la consolidación de este negocio, los resultados de PSG están experimentando una significativa recuperación durante el presente ejercicio, habiendo mostrado incrementos de la facturación y del EBITDA del 22,3% y 27,5% respectivamente durante el 1S22.

Las condiciones actuales del mercado benefician a la compañía

Tanto el actual entorno inflacionario, como la reapertura de las economías tras el periodo de pandemia, están teniendo efectos muy positivos sobre una compañía, cuyos negocios se vieron especialmente impactados por las restricciones impuestas a la libre circulación de personas y bienes en el periodo anterior. A pesar de la incertidumbre económica, las positivas dinámicas actuales deberían mantenerse a corto plazo.

Sin embargo, la cotización descuenta un escenario muy diferente

A pesar de la recuperación de los resultados, el precio de cotización ha registrado una pérdida del 32% en el transcurso del ejercicio, en lo que consideramos una anomalía del mercado que terminará por corregirse.

La valoración por partes evidencia la infravaloración de PSG en bolsa

Como muestra nuestra valoración, el valor de mercado de PSG no parece prestar atención a algunos de sus negocios que están experimentando importantes crecimientos, especialmente el negocio de alarmas. Su valor actual de mercado se justificaría solamente por su participación en el negocio de CASH cuando aplicamos nuestro precio objetivo del mismo. El resto de negocios saldrían gratis al adquirir las acciones de PSG a los precios actuales del mercado, prácticamente en mínimos anuales.

El consenso del mercado se sitúa muy por detrás de las cifras reales

El desinterés del mercado en la compañía queda patente en unas estimaciones del consenso, totalmente desactualizado y que de ningún modo refleja la realidad de la compañía en el ejercicio actual.

Conclusión: SOBREPONDERAR, P.O. 4,55 eur/acc (vs 3,13 eur/acc anterior). Elevamos el precio objetivo de la compañía tras realizar un ejercicio de valoración por partes de los distintos negocios de la compañía. Esta infravaloración, unida a las positivas perspectivas del negocio de cara al cierre del ejercicio, nos llevan a reiterar la recomendación de **SOBREPONDERAR**.

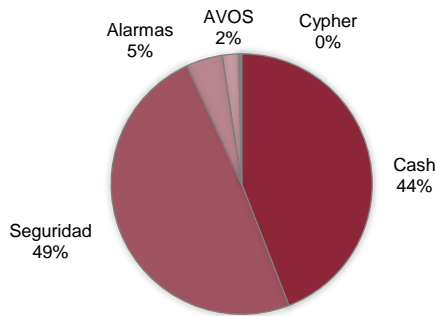
mln eur	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas	4.198,2	3.570,4	3.498,1	4.080,9	4.256,6	4.496,8
EBITDA	536,4	734,3	367,8	455,8	491,1	559,4
Margen (%)	12,8%	20,6%	10,5%	11,2%	11,5%	12,4%
EBITDA consenso	536,4	734,3	386,0	454,0	512,3	556,3
Bº neto	113,9	331,3	41,0	64,5	78,9	112,2
BPA (eur)	0,19	0,60	0,07	0,12	0,14	0,20
DPA (eur)	0,13	0,13	0,12	0,12	0,12	0,11
FCF	-95,7	358,2	-88,8	-254,5	113,8	127,5
DFN + / Caja neta -	771,6	993,0	1094,2	1224,8	1165,1	1099,3

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Proseguir en una página

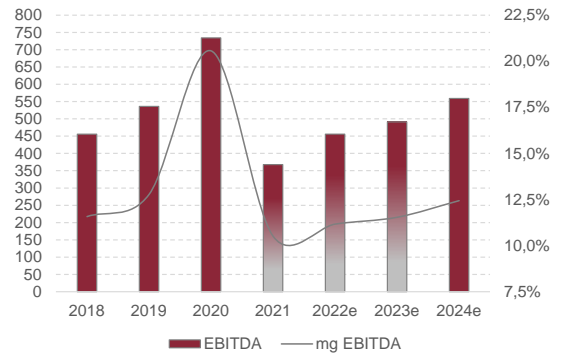
Compañía multinacional (operaciones en 26 países) de servicios de seguridad con posiciones de liderazgo en la Península Ibérica y Latinoamérica, además de contar con presencia en Asia y Norte América. La compañía, que opera a través de 5 unidades de negocio: Alarmas, Seguridad, Cash, Cipher y AVOS, está inmersa en un proceso de adopción de soluciones tecnológicas innovadoras que están transformando la industria de la seguridad.

Desglose de ventas por área de negocio 1S22



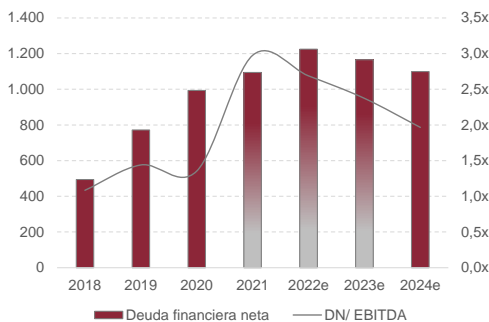
Fuente: Proseguir

Evolución del EBITDA (mln eur)



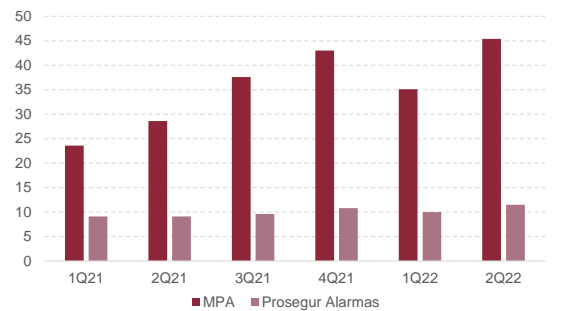
Fuente: Proseguir y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Proseguir y estimaciones Renta 4 Banco

Alarmas, nuevas conexiones por trimestre



Fuente: Proseguir

Tesis de inversión

- 1- Infravaloración extrema de los activos de la compañía. El mercado está obviando el valor oculto en negocios que por el momento contribuyen a los resultados de forma limitada, pero que sin embargo tienen un importante potencial de creación de valor.
- 2- Todos los negocios de la compañía están registrando una relevante recuperación de su actividad como muestra el importante crecimiento de los resultados en el 1S22 (ventas +22,3% en 1S22).
- 3- A pesar de la incertidumbre económica, la compañía se está viendo beneficiada, tanto por la reapertura de las economías, como por el entorno inflacionario.
- 4- Nuestra valoración por partes de los distintos negocios de la compañía apunta a un potencial de revalorización del 173%, en una anomalía del

Catalizadores

- 1- Recuperación del negocio con la reapertura de las economías, un entorno inflacionista que le es positivo y el crecimiento de los "nuevos servicios".
- 2- Prevemos subida de estimaciones y precios objetivo de consenso, muy por debajo de nuestras cifras.
- 3- El acelerado crecimiento del negocio de alarmas terminará por traducirse en valor para el accionista.

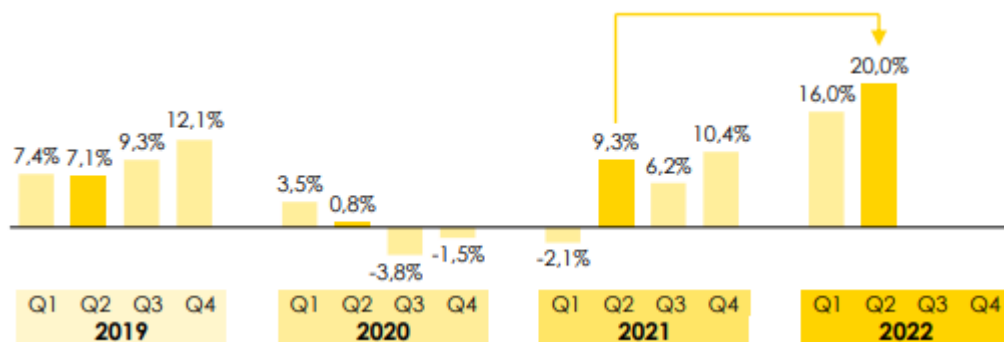
Riesgos

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

1. En mínimos a pesar de la recuperación de la actividad

Si en el informe paralelo sobre Prosegur CASH tratábamos el tema de la **infravaloración de la compañía en bolsa**, opinamos que **en el caso de su compañía matriz Prosegur (PSG en adelante) este hecho es aún más fragante**. Atendiendo a nuestra valoración de CASH, con tan solo el porcentaje del **79,4% de participación que la matriz mantiene en la compañía**, y el **valor de mercado de los 49,5 mln de acciones de Telefónica que PSG tiene en propiedad, ya prácticamente justificarían el valor de la compañía en bolsa**. De este modo **el resto de activos**, incluyendo: una compañía de vigilancia que estimamos obtendrá una facturación superior a 2 bn eur y un negocio de alarmas que cerrará el ejercicio con más de 800.000 conexiones (aprox. 55% de las mismas provenientes a la sociedad española MPA de la que PSG es titular del 50%), **salen gratis al adquirir las acciones al precio actual de mercado**. PSG también es dueña de una sociedad denominada AVOS que opera un negocio de BPO para banca-seguros y que adquirió en 2021 a su filial CASH por 67 mln eur.

Gráfico 1. PSG, crecimiento orgánico trimestral de la facturación (interanual)



Fuente: Prosegur

Creemos que **el mercado no está asignando el correcto valor a estos activos** (719 mln eur a precio de mercado y 276 mln eur aplicando nuestra valoración de CASH), al ser los resultados operativos de ambas sociedades, PSG y CASH, similares (R4e EBIT 2022 PSG 245 mln eur y CASH 236,4 mln eur), ya que en el caso de la matriz, la financiación del negocio de alarmas (también ocurre en el negocio de Vigilancia en EE.UU.), en pleno proceso de expansión, reduce los beneficios. Adicionalmente, **la recuperación de los resultados en el caso de CASH está siendo más patente, aunque los de PSG también muestran una línea ascendente**.

Esta nota tiene como objetivo evidenciar la clara infravaloración de la acción de PSG en el mercado, tratando a de aproximar el valor intrínseco de la compañía a través de un ejercicio de valoración de las partes, el cual consideramos el idóneo para valorar la sociedad. No obstante, opinamos que el mercado está obviando el valor de varios de los negocios desarrollados por la sociedad, por no contribuir en gran medida a los resultados.

2. La suma de las partes es mucho mayor que el conjunto

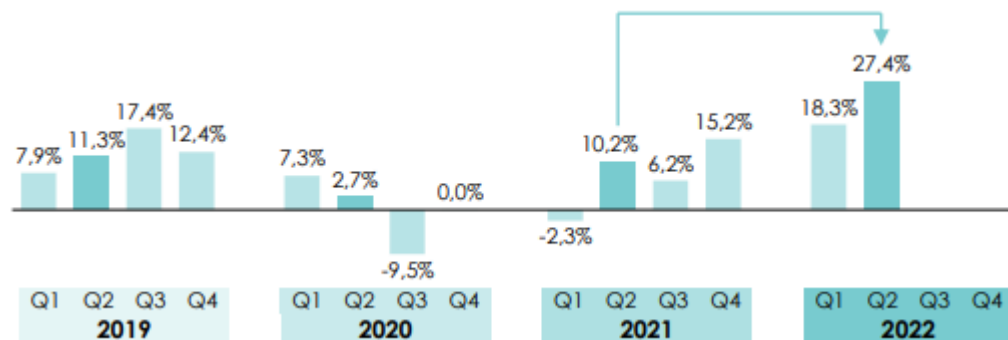
El método más adecuado para valorar PSG es realizar una **valoración por partes de los distintos negocios que opera la compañía**. Una vez que ya hemos asignado un valor al negocio de CASH (ver informe: El reinado del efectivo no ha concluido), nos quedaría valorar el resto de negocios de Vigilancia, Alarmas, AVOS y ajustar el mismo por el resto de activos y pasivos.

En nuestra opinión, tiene más sentido emplear nuestro **valor objetivo de CASH** que no el valor de mercado de la sociedad, al igual que hacemos con el resto de negocios, pero más adelante veremos que **incluso aplicando el valor de mercado, el potencial de revalorización que resulta de nuestra valoración de PSG es reseñable**.

2.1. La valoración de CASH prácticamente justifica la cotización de PSG

Como comentábamos anteriormente, **nuestra valoración del negocio de CASH asciende a 1.547,3 mln eur**, siendo PSG titular del **79,4%** de las acciones de esta sociedad, **el valor de su participación en esta sociedad asciende a 1.228,8 mln eur** (2,32 eur/acc.). El valor de esta participación **a precios de mercado es de 786,2 mln eur** (1,48 eur/acc.). La explicación de como llegamos a este valor, así como nuestras estimaciones sobre el negocio de CASH, ya han sido tratadas en el informe adjunto sobre esta sociedad, por lo que no volveremos a tratarlo en este informe.

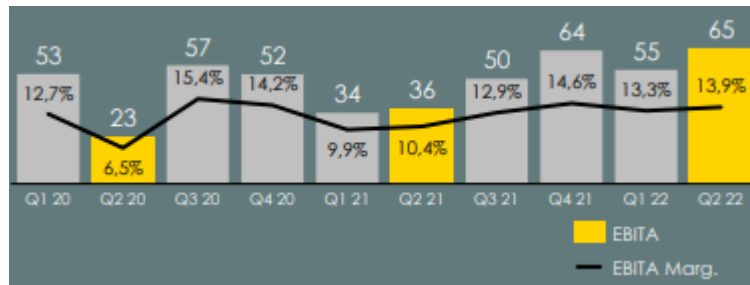
Gráfico 2. CASH, crecimiento orgánico trimestral de la facturación (interanual)



Fuente: Prosegur

Si consideramos el valor de mercado de PSG, 912,9 mln eur (1,66 eur/acc.), y le añadimos 592,3 mln eur de deuda neta (excluyendo la deuda proveniente del negocio de CASH consolidada en el balance de PSG, que ya ha sido tenida en cuenta en la valoración de esta sociedad), el valor empresa de PSG aj. sería de 1.505,2 mln eur, Partiendo de esta cifra, tan solo considerando el valor de la participación de PSG en CASH, que es de 1.228,8 mln eur según nuestra valoración y 786,2 mln eur a precios de mercado, solo nos quedarían por justificar 276 mln eur o 719 mln eur respectivamente para alcanzar su valor de mercado.

Gráfico 3. CASH, evolución trimestral del EBITA y margen EBITA



Fuente: Prosegur

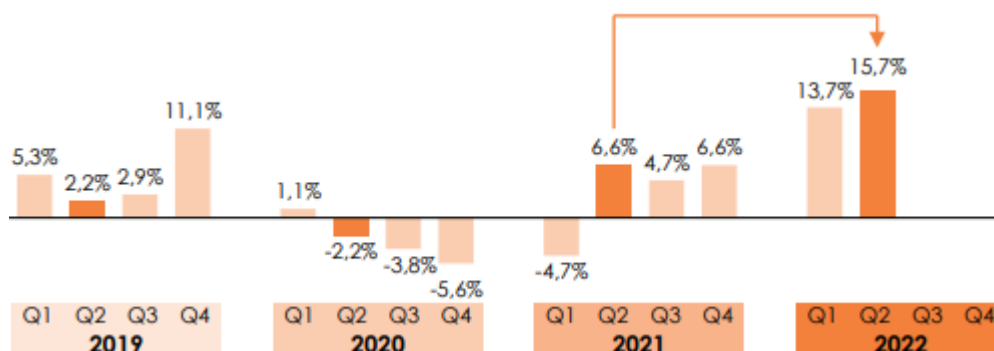
2.2. Cuenta con un negocio de Seguridad que factura más de 2 bn eur

De entre todos los negocios desarrollados por PSG, **el negocio de Seguridad no es precisamente el más atractivo, y no en vano será al que menos valor le asignaremos en nuestra valoración.** Este negocio implica la gestión de **ingentes recursos de personal y sus márgenes operativos son bajos**, siendo además las **barreras de entrada al mismo limitadas**. Sin embargo, las operaciones de PSG se caracterizan por tener una **notoria escala en los mercados donde está presente, manteniendo posiciones de liderazgo** en gran parte de los mismos.

El negocio, se vio **afectado por las restricciones impuestas a la libertad de movimientos de los ciudadanos con la pandemia sanitaria**, que implicaron cierres de estadios y celebración de todo tipo de eventos multitudinarios, limitaciones a los horarios comerciales, etc. No en vano **la facturación del negocio de Seguridad presentó caídas de su facturación del 17,5% en 2020 y del 0,5% en 2021**, mientras que las ventas orgánicas tan solo descendieron un 2,1% e incluso aumentaron un 2,8% en 2021. En este entorno de menores volúmenes, la compañía tuvo que acudir a la **reorganización de plantillas**, acogiéndose a programas como los ERTE en España o ayudas federales directas por evitar despidos como sucedió en EE.UU. con los programas “Job Keeping”.

Con la reapertura de las economías, **los volúmenes se han recuperado, y esperamos que este negocio registre crecimientos de la facturación de alrededor del 18% en el conjunto de 2022 (+18,7% 1S22 con crecimiento orgánico del 15%)**. De cara a 2023, la visibilidad es incierta dado el actual entorno económico, sin embargo, el actual entorno inflacionario y la capacidad de la compañía de trasladar los incrementos de los costes de personal a los precios finales nos llevan a **prever cierto crecimiento de la facturación en términos nominales**, posiblemente con cierta presión en márgenes, que creemos que la compañía podrá mitigar con mejoras de eficiencia y en el mix de productos.

Gráfico 4. Seguridad, crecimiento orgánico trimestral de la facturación (interanual)



Fuente: Prosegur

Al margen de los volúmenes, el resto de los KPI's se están recuperando y los márgenes están recuperando con fuerza, asemejándose a los niveles previos a la pandemia (margen EBIT 2022 R4e 3,05% vs 3,14% en 2019). Preveemos que esta tendencia de recuperación de márgenes continuará en los próximos ejercicios por una doble vía. En primer lugar, por el aumento del componente tecnológico en los servicios de Seguridad prestados, que crece a una velocidad mayor a los tradicionales Servicios de Vigilancia. La comercialización de Soluciones Integrales de Seguridad y de corte tecnológico, han aumentado un 25,2% y 28,3% respectivamente durante el 1S22 (superando el 40% del total de ventas), comparando muy positivamente con el crecimiento del 15,2% registrado por los Servicios de Vigilancia tradicional. En segundo lugar, por el esperado aumento de los márgenes en la filial estadounidense, toda vez que esta adquiera la escala que la compañía se ha marcado como objetivo y frene sus tasas de crecimiento actuales (orgánico e inorgánico). Por el momento, el fuerte crecimiento que está experimentando la sociedad en este mercado, fruto de una estrategia que prima la captación de volúmenes, está impactando los márgenes en el corto plazo.

A nivel de beneficio operativo, la comparativa con el ejercicio anterior aún viene estando desvirtuada por los mencionados programas de "Job Keeping" en EE.UU. -22,2% (1S22 EBITA 21 mln eur vs 27 mln eur en 1S21), no obstante, el EBITA recurrente ha aumentado un 92% con su margen expandiéndose 50 p.b. hasta el 2,1%. Estimamos que el margen EBITA finalice el ejercicio 2022 en el 3,1% debido a las tendencias anteriormente comentadas y a la estacionalidad del negocio, que siempre genera un mayor margen en la segunda mitad del ejercicio, momento en el que la compañía concluido la implementación de los incrementos de tarifas anuales a su base de clientes al completo.

Gráfico 5. Seguridad, evolución trimestral del EBITA y margen EBITA



Fuente: Prosegur

En lo concerniente al negocio de Seguridad, **nuestra estimación es que este generará un EBIT recurrente de 69,6 mln eur en 2023, con un margen EBIT del 3,2% sobre los 2.175 mln eur que prevemos facture este negocio.** Para valorar este negocio, simplemente vamos aplicar un múltiplo de 8x al EBIT estimado del próximo ejercicio, y alcanzamos un resultado de 556,8 mln eur (1,05 eur/acc.).

2.3. Una división de Alarmas que terminará el año con más de 800.000 conexiones

Con respecto a la valoración del negocio de alarmas, primero tenemos que hacer la distinción entre el negocio de alarmas que la compañía desarrolla en España y en el resto de países.

PSG mantiene una participación del 50% en una sociedad conjunta con Telefónica denominada MPA (Movistar Prosegur Alarmas) para el desarrollo del negocio de alarmas en territorio español. Esta sociedad se creó en 2020 al adquirir Telefónica el 50% del negocio de alarmas de PSG en España a cambio de una **contraprestación de 49,5 mln de acciones de Telefónica**, que en el momento del acuerdo tenían un valor de mercado de 305 mln eur, aunque **actualmente tan solo alcanzan los 173,2 mln eur (0,33 eur/acc.)**. En el momento de la firma de este acuerdo, el negocio de PSG Alarmas en España **contaba con alrededor de 208.000 conexiones**, un ARPU de en torno a 39 eur y una **facturación cercana a los 93 mln eur**. Dado el éxito en la evolución de la sociedad, que ha cobrado un importante impulso gracias a la enorme capacidad comercial de Telefónica, **prevemos que MPA cerrará el ejercicio 2022 con alrededor de 470.000 conexiones que implica un crecimiento del 126%** y más de 260.000 nuevas conexiones en tan solo dos años y medio, en los cuales además hemos atravesado una pandemia sanitaria que no permitía la correcta comercialización e instalación de alarmas. **La facturación de MPA en 2022 rondará los 150 mln eur según nuestras estimaciones**, con un crecimiento acumulado superior al 60% desde el momento de su lanzamiento.

Gráfico 6. Alarmas, evolución trimestral del EBITA y margen EBITA



Fuente: Prosegur

Es cierto que en este periodo **se han ofrecido importantes promociones** a los nuevos usuarios (precios reducidos en los primeros meses tras la contratación, instalación gratuita) y por lo tanto **el ARPU ha descendido** (estimamos que se situará en 33 eur a final de año), **el SAC** (coste de adquisición de los abonados) **ha aumentado** (R4e 950 eur/abonado en 2022) **y también el “Churn Rate”** (1S22 14% vs 11% y-o-y), ya que hay usuarios que tienden a darse de baja tras el fin del periodo de descuento. No obstante, **prevedemos que estos KPI’s tenderán a estabilizarse en la medida en que se reduzcan las promociones y el número de usuarios crezca**, diluyendo por lo tanto el número de usuarios en periodo promocional.

Para ponerlo en perspectiva, **en el momento en que se alcanzó el acuerdo entre PSG y Telefónica la sociedad se valoró en 610 mln eur** (305 mln eur por el 50%). Esta cifra implica que en aquel entonces **cada conexión se valoró en 2.932 eur pagándose hasta 75x el ARPU y 6,5x las ventas.**

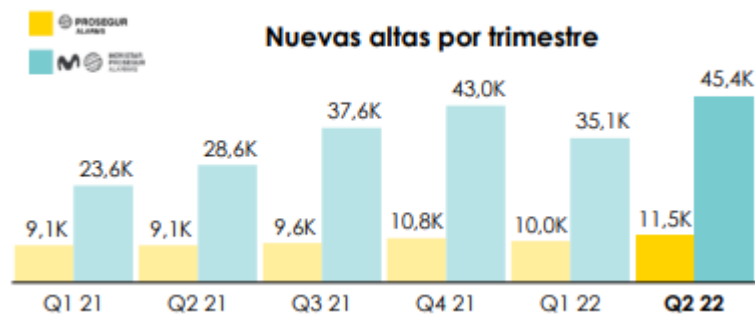
Es cierto que Telefónica pudo pagar una prima por su entrada en el negocio de alarmas, sinérgico a toda vista con su negocio de telecomunicaciones, y que la contraprestación se efectuó en acciones. Además, probablemente estarían previendo un fuerte crecimiento que diluiría el coste por conexión rápidamente, como ha sido el caso, a lo que se unen los ingresos que la sociedad traería a Movistar como agente comercializador de los productos de MPA, en todo caso esas 75x ARPU es una valoración que se aproxima a otras transacciones acontecidas en el sector de alarmas.

Por regla general, **las compañías de alarmas no suelen valorarse nunca por debajo de 36x ARPU, ya que es de media el número de meses que hace falta facturar a un cliente para que este comience a ser rentable**, alrededor de 3 años. Actualmente, las valoraciones de las principales compañías que desarrollan el negocio de alarmas: ADT, Verisure y vivint, se sitúan en un ancho rango que van desde las 43x de vivint hasta las 120x de Verisure.

En el caso que diéramos por válida la valoración asignada a la sociedad en el momento del acuerdo alcanzado por PSG y Telefónica, **MPA tendría que tener hoy un valor cercano a 1.160 mln eur (580 mln eur por el 50%).**

Nuestra valoración de esta sociedad es significativamente más conservadora y apunta a **1.650 eur por conexión o 50x ARPU (4,2 años)**, ya que, aunque se prevemos crecimiento del ARPU en los próximos ejercicios por los motivos mencionados anteriormente, queremos considerar que buena parte del crecimiento experimentado por la sociedad se ha realizado con **elevadas promociones, lo que elevará el tiempo necesario para rentabilizar a los mismos** y existe el riesgo de que el **“Churn” continúe siendo elevado por el mismo algún tiempo**. No obstante, prevemos que la sociedad continuará creciendo y ganado cuota en un mercado que no está en absoluto saturado y continúa presentando potencial de crecimiento. En suma, **asignamos un valor de 776 mln eur a MPA y por lo tanto el 50% de la compañía en manos de PSG tendría un valor de 388 mln eur (0,73 eur/acc.)**.

Gráfico 7. Alarmas, nuevas altas por trimestre

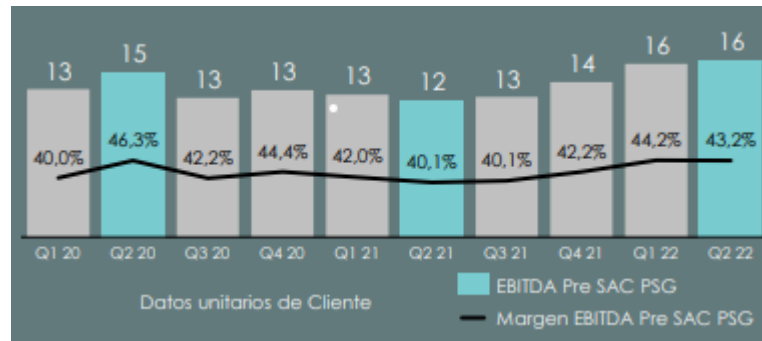


Fuente: Prosegur

Al margen de MPA, **PSG desarrolla el negocio de Alarmas por cuenta propia** en mercados como Portugal, Sudáfrica, Colombia, Perú, Chile, Argentina, Paraguay y Uruguay, donde en conjunto contaba con **352.000 conexiones a cierre del semestre**. Estimamos que PSG Alarmas facturará en torno a **185 mln eur en el presente ejercicio con un ARPU de en torno a 37 eur/conexión**. El menor crecimiento de esta compañía le está permitiendo por otro lado generar EBITDA positivo, habiendo registrado un **EBITDA de 15 mln eur en 1S22 (34 mln eur de EBITDA pre-SAC)**.

No obstante, y a pesar de que a día de hoy cada una de estas conexiones tiene una rentabilidad mayor en comparación con las de MPA, **hemos aplicado un multiplicador menor a la hora de valorar este negocio (45x ARPU) por varias razones**. En primer lugar, porque presenta un **menor potencial de crecimiento**, tanto por su posicionamiento geográfico como por las **capacidades comerciales de la compañía en estos mercados en comparación con MPA** (situación que podría mejorar con el cierre de acuerdos comerciales como los establecidos con Telefónica o Santander en España). Por la **menor escala de las operaciones**: el negocio de alarmas es un negocio de carterización y escala, los costes operativos de añadir nuevas conexiones son mínimos y por tanto la marginalidad de los nuevos usuarios es mayor, por lo que la escala es importante. Por último, ya que al tratarse de **mercados latinoamericanos en su mayor parte creemos que su valoración merece una tasa de descuento mayor**.

Gráfico 8. Alarmas, evolución trimestral del EBITA y margen EBITA



Fuente: Prosegur

Hemos asignado un valor de 586 mln eur a PSG Alarmas, que implica un valor por usuario de 1.664 eur y 45x su ARPU (37 eur/conexión). Al ser PSG titular del 100% de este negocio le corresponden los 586 mln eur (1,1 eur/acc.) al completo.

2.4. Y negocios menores como AVOS, que también aportan cierto valor

AVOS (Added-Value Outsourcing Services) es una sociedad especializada en el diseño, automatización y externalización de procesos de negocio, que, aunque críticos para el buen funcionamiento de la operativa de sus clientes no se encuentran en el “core” de sus negocios. AVOS acompaña a sus clientes, principalmente en los sectores de Banca y Seguros, en su transformación digital en áreas como “back-office”, “front-office” e innovación tecnológica.

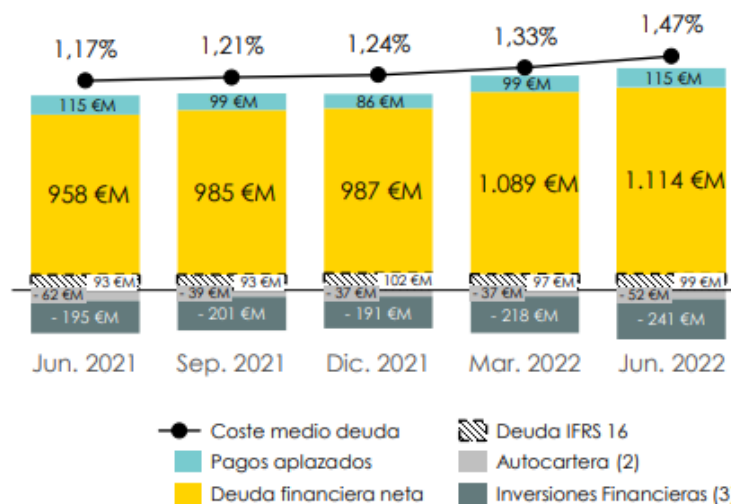
PSG adquirió esta compañía a su filial CASH por 67 mln eur en 2021. Tras la adquisición de Solunegocios en Chile, la compañía ha registrado un **incremento de las ventas del 34% en el 1S22 con un incremento del beneficio bruto del 21,9% hasta 11 mln eur**, que implica un margen del 25,9% **Estimamos que la compañía facturará alrededor de 80 mln eur en 2022, con un beneficio bruto cercano a los 20 mln eur.** A pesar de que la compañía ha seguido invirtiendo en el negocio desde su traspaso a la matriz (adquisición de Solunegocios, integración de AVOS Tech), vamos a dar por bueno el **precio de adquisición pactado en 2021 para su valoración (67 mln eur), que implica un múltiplo de 0,83x VE/Ventas.**

2.5. Sin dejar de considerar otros activos/pasivos que contiene el balance de la sociedad

Prosegur cuenta en su balance con 49,5 mln de acciones de Telefónica, que recibió como contraprestación a la aportación de su negocio de alarmas en España a la sociedad MPA, que comparte con Telefónica a partes iguales. **Valoramos estas acciones a precios de mercado 3,5 eur/acc. por lo que su valor total asciende a 173,2 mln eur (0,33 eur/acc.).** Es cierto que como en otros casos, bien pudiéramos aplicar nuestro **precio objetivo a estas acciones (5,1 eur/acc.),** con lo que el valor de la participación de PSG en Telefónica ascendería a **252,4 mln eur (0,44 eur/acc.),** pero dado que se trata de un negocio totalmente distinto sin sinergia alguna con el resto de negocios hemos preferido decantarnos por la mas conservadora de las dos.

Por otro lado, debemos **restar al valor de los negocios la deuda de la sociedad**. Aquí entendemos que debemos realizar un **ajuste importante**. Según nuestras estimaciones, **PSG cerrará el presente ejercicio con una deuda financiera neta de 1.253,3 mln eur** (1.328 mln eur a cierre del 1S22 incluyendo pagos aplazados por “Earn-outs” y IFSR 16). No excluimos de esta cifra el valor de la autocartera, así como tampoco el valor de las inversiones financieras, ya que nuestras valoraciones las realizamos sobre el número de acciones ajustadas y las principales inversiones financieras, como las acciones de Telefónica, las hemos valorado aparte. Lo que sí que entendemos **debemos ajustar es la deuda consolidada perteneciente al negocio de CASH**, ya que **el valor asignado a PSG por su participación en CASH se corresponde con el 79,4% del valor de sus fondos propios que ya ha sido ajustado por la deuda**. En caso contrario estaríamos contabilizando esta deuda dos veces. Una vez realizado este ejercicio, concluimos que **la deuda del resto de negocios de PSG incluida la deuda corporativa alcanza los 592,3 mln eur (1,11 eur/acc.)**.

Gráfico 9. PSG, evolución de la deuda financiera



Fuente: Prosegur

A continuación, mostramos un **cuadro de valoración**, haciendo la distinción entre considerar el valor de la participación en CASH, así como de las acciones de Telefónica, a nuestro precio objetivo y a valor de mercado. Como puede apreciarse, existe una importante diferencia de casi 1 eur/acc (4,71 eur/acc. y 3,67 eur/acc. respectivamente). dependiendo de que valor utilizemos para valorar estas participaciones. En todo caso, sea cual sea la elección, **el potencial de revalorización que presentan estas valoraciones con respecto a la cotización de mercado de las acciones de PSG es extraordinario, situándose en un rango que va desde el 122%, empleando los precios de mercado, hasta el 182% al aplicar nuestras valoraciones**.

Como hemos ido comentando a lo largo del informe, en **Renta 4 consideramos que lo más acertado es emplear el valor objetivo para la participación en CASH**, ya que opinamos que este es el valor intrínseco de esta participación. Sin embargo, utilizaremos el valor de mercado de las acciones de Telefónica, por tratarse de un negocio totalmente distinto al desarrollado por PSG,

y ser una participación de la que PSG pudiera desprenderse en cualquier momento. Aplicando estos valores, **nuestro precio objetivo se sitúan en 4,55 eur/acc. o 2.410 mln eur**, que a precios actuales de cotización, supone un **potencial de revalorización del 173%**. Dicho esto, no tenemos duda alguna al recomendar **SOBREPONDERAR** el valor en las carteras.

Tabla 1. Resumen de la valoración por partes de PSG.

		A precio objetivo		A precio de mercado		Renta 4 Banco	
		mln eur	por acción*	mln eur	por acción*	mln eur	por acción*
CASH	79,4%	1.228,9	2,32	786,2	1,48	1.228,9	2,32
MPA	50,0%	388,0	0,73	388,0	0,73	388,0	0,73
PSG Alarmas	100,0%	586,0	1,11	586,0	1,11	586,0	1,11
Seguridad	100,0%	556,8	1,05	556,8	1,05	556,8	1,05
AVOS	100,0%	67,0	0,13	67,0	0,13	67,0	0,13
Acciones TEF	0,9%	252,5	0,48	173,3	0,33	173,3	0,33
DFN aj.	100,0%	-592,3	-1,12	-592,3	-1,12	-592,3	-1,12
TOTAL		2.486,8	4,69	1.964,9	3,71	2.407,6	4,54

* Los valores por acción están ajustados por la autocartera, 18,72 mln accs.

Fuente: Renta 4 Banco

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC 19/23
Ventas	4198,2	3570,4	3498,1	4080,9	4256,6	4496,8	1,4%
Coste de ventas	-183,7	389,0	-124,9	-173,8	-180,1	-189,1	0,6%
Margen Bruto	4014,5	3959,5	3373,2	3907,1	4076,5	4307,7	1,4%
Gastos operativos	-3478,1	-3225,2	-3005,4	-3451,2	-3585,4	-3748,2	1,5%
EBITDA	536,4	734,3	367,8	455,8	491,1	559,4	0,8%
EBITDA ajustado	536,4	409,0	386,0	455,8	491,1	559,4	0,8%
Amortizaciones	-205,9	-184,8	-193,8	-210,8	-220,7	-230,3	2,3%
EBIT	330,5	549,4	174,0	245,0	270,4	329,1	-0,1%
Resultado financiero	-65,6	-65,7	-35,0	-65,3	-65,6	-66,0	0,1%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	264,9	483,7	139,0	179,7	204,9	263,2	-0,1%
Impuestos sobre beneficios	-104,6	-148,9	-95,3	-97,0	-102,4	-126,3	3,8%
Minoritarios	-46,4	-3,6	-2,7	-18,2	-23,6	-24,6	-11,9%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	113,9	331,3	41,0	64,5	78,9	112,2	-0,3%
Márgenes y crecimiento (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Crec. Ventas	6,6%	-15,0%	-2,0%	16,7%	4,3%	5,6%	
Margen Bruto	95,6%	110,9%	96,4%	95,7%	95,8%	95,8%	
Crec. EBITDA	17,6%	36,9%	-49,9%	23,9%	7,7%	13,9%	
Margen EBITDA	12,8%	20,6%	10,5%	11,2%	11,5%	12,4%	
Crec. EBITDA ajustado	17,6%	-23,7%	-5,6%	18,1%	7,7%	13,9%	
Margen EBITDA ajustado	12,8%	11,5%	11,0%	11,2%	11,5%	12,4%	
Crec. EBIT	9,7%	66,3%	-68,3%	40,8%	10,4%	21,7%	
Margen EBIT	7,9%	15,4%	5,0%	6,0%	6,4%	7,3%	
Crec. BPA	-11,3%	217,5%	-87,6%	57,3%	22,3%	42,3%	
Balance (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Inmovilizado material	760,5	641,2	671,6	737,6	744,5	749,9	
Inmovilizado inmaterial	1.104,5	969,2	1.073,8	1.084,0	1.065,5	1.046,4	
Inmovilizado financiero	30,5	458,9	498,8	566,0	574,2	583,9	
Otro activo fijo	94,8	99,2	106,9	125,0	125,0	125,0	
Clientes	915,0	675,7	733,2	849,7	921,3	985,6	
Otro activo circulante	220,6	152,2	145,9	205,3	202,6	208,2	
Tesorería y equivalentes	850,3	917,0	585,9	1.162,2	1.221,9	1.287,6	
Total activo	3.976,1	3.913,5	3.816,1	4.729,8	4.855,1	4.986,6	
Recursos propios	826,1	695,2	692,4	852,6	872,4	922,9	
Minoritarios	72,2	22,9	18,3	36,5	60,1	84,7	
Deuda financiera a largo plazo	1.364,9	1.584,7	1.433,4	1.449,6	1.449,6	1.449,6	
Otros pasivos a largo plazo	431,2	366,7	405,5	433,6	438,6	438,6	
Deuda financiera a corto plazo	257,0	325,3	246,7	937,4	937,4	937,4	
Proveedores	833,1	714,9	814,7	767,8	844,8	901,2	
Otros pasivos a corto plazo	191,5	203,7	205,2	252,3	252,3	252,3	
Total pasivo	3.976,1	3.913,5	3.816,1	4.729,8	4.855,1	4.986,6	
Principales ratios	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Nº acciones (mln)	598,7	548,6	548,6	548,6	548,6	548,6	
Precio (eur)	3,68	2,44	2,31	1,66	1,66	1,66	
BPA (eur/acción)	0,19	0,60	0,07	0,12	0,14	0,20	
DPA (eur/acción)	0,13	0,13	0,12	0,12	0,12	0,11	
Payout (%)	58,0%	63,6%	20,5%	165,9%	105,0%	75,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	3,5%	5,4%	5,4%	7,5%	7,4%	6,5%	
VE/ Ventas (x)	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4	
VE/ EBITDA (x)	5,5	3,2	6,4	4,7	4,2	3,6	
VE/ EBIT (x)	9,0	4,2	13,6	8,7	7,7	6,1	
PER (x)	19,3	4,0	30,9	14,2	11,6	8,1	
ROCE (%)	20,7%	32,5%	9,7%	11,8%	13,3%	16,3%	
ROE (%)	13,8%	47,6%	5,9%	7,6%	9,0%	12,2%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	771,6	993,0	1.094,2	1.224,8	1.165,1	1.099,3	
Deuda neta / EBITDA (x)	1,4	1,4	3,0	2,7	2,4	2,0	
Cobertura de intereses (x)	5,0	8,4	5,0	3,8	4,1	5,0	
Capex / ventas (%)	11,5%	-2,0%	9,4%	7,0%	4,9%	4,8%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	330,5	549,4	174,0	245,0	270,4	329,1
Amortización de inmovilizado	205,9	184,8	193,8	210,8	220,7	230,3
Variación fondo de maniobra	13,7	201,7	50,1	-175,7	8,1	-13,4
Resultado financiero	-65,6	-65,7	-35,0	-65,3	-65,6	-66,0
Impuestos	-104,6	-148,9	-95,3	-97,0	-102,4	-126,3
Flujo de caja operativo	379,9	721,4	287,6	117,7	331,2	353,8
Inversiones en activo mat e inmat.	-483,2	69,7	-328,8	-286,9	-209,3	-216,5
Otras inversiones	7,6	-432,9	-47,6	-85,3	-8,1	-9,8
Flujo de caja libre	-95,7	358,2	-88,8	-254,5	113,8	127,5
Dividendos (sociedad dominante)	-76,7	-72,4	-68,0	-68,0	-67,7	-59,2
Otros movimientos de FF.PP.	-251,7	-442,7	16,9	163,8	8,5	-2,6
Otros	146,4	-64,5	38,8	28,1	5,0	0,0
Cambio en deuda neta	-277,6	-221,4	-101,1	-130,6	59,7	65,8
Deuda neta (+) / caja neta (-)	771,6	993,0	1.094,2	1.224,8	1.165,1	1.099,3

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 Compañía de Seguridad SA *	549	1,66	913	Sobreponderar	4,55	173,4%	7,5%
Securitas AB Class B	546	7,18	3.925	Mantener	8,84	23,1%	4,8%
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						69,3%	4,3%

Compañía	PER 22e	PER 23e	Cto. B° Neto 21-23e	PEG 22e	PEG 23e	ROE 22e	P/V/C 22e
Prosegur Compañía de Seguridad SA *	14,2x	11,6x	38,7%	0,4x	0,3x	7,6%	1,1x
Securitas AB Class B	8,7x	9,5x	9,5%	0,9x	1,0x	14,8%	1,3x
Brink's Company	9,5x	8,4x	17,4%	0,5x	0,5x	n.a.	n.a.
Loomis AB	11,8x	9,8x	39,2%	0,3x	0,2x	16,0%	1,9x
Promedio	11,0x	9,8x	26,2%	0,5x	0,5x	0,1x	1,4x

Compañía	VE/EBITDA 22e	VE/EBITDA 23e	Cto. EBITDA 21-23e	Margen EBITDA 22e	EVG 22e	EVG 23e	DN/EBITDA 22e
Prosegur Compañía de Seguridad SA *	4,7x	4,2x	15,6%	11,2%	0,3x	0,3x	2,7x
Securitas AB Class B	7,9x	6,7x	20,8%	8,1%	0,4x	0,3x	3,5x
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	6,0x	5,2x	0,2x	0,1x	0,4x	0,3x	2,5x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2022	1 año
Prosegur Compañía de Seguridad SA *	3,1%	-0,3%	-10,9%	-6,1%	-30,7%	-37,7%
Securitas AB Class B	0,1%	-3,4%	1,2%	3,3%	-25,0%	-31,9%
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.