

Applus+

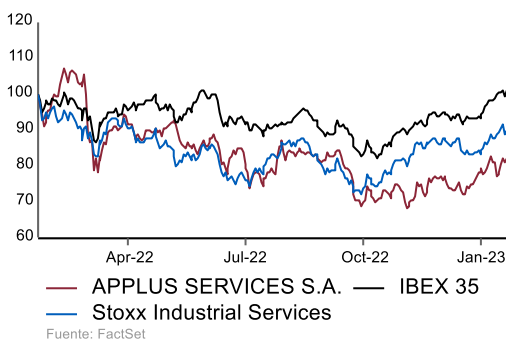
Javier Díaz
Equity Research Analyst

Lo invisible

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 12,60 eur
Precio actual: 6,74 eur
Potencial: 87,1 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	14%	14%	-17%
Relativo	5%	-2%	-18%

APPS.MC / APPS ES

Capitalización (mln eur)	915,1
Nº acciones (mln)	135,9
Free Float	83,1%
Vol. día (mln eur)	1,3
Min/Máx 12 meses (eur)	5,29 - 8,98
Revalorización YTD	5,0%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	81%	13%	6%

	2021	2022e	2023e
PER	35,9x	14,9x	13,8x
VE/EBITDA	6,1x	4,2x	3,7x
VE/Ventas	1,0x	0,7x	0,6x
P/V	1,9x	1,3x	1,3x
DN/EBITDA	2,1x	1,5x	1,0x
Pay-Out	-13,6%	63,3%	46,1%
Rent. Div.	1,9%	2,3%	3,0%
FCF Yield	-6,6%	13,2%	18,3%
ROCE	8,4%	12,6%	15,3%
ROE	5,2%	8,7%	9,1%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

¿Puede producirse una operación de M&A dada la cotización actual?

El sector de TIC (*Testing, Inspection & Certification*) ha crecido sostenidamente a lo largo de la última década hasta alcanzar un tamaño de aproximadamente 200.000 mln eur, y, de acuerdo con diversas consultoras especializadas en el sector, cuenta con unas previsiones de crecimiento a una TACC2022-2030e del +6%. Por su parte, las principales Compañías del sector (tomando en consideración los 4 principales grupos cotizados) han experimentado una revaluación de sus múltiplos, pasando a cotizar desde el entorno de las 20x PER y 17x VE/EBITA entre 2010 y 2015 a 30x PER y 20x VE/EBITA en el último lustro.

De este modo, encontramos un sector con un crecimiento superior al del PIB global, impulsado por los mandatos regulatorios y las megatendencias (innovaciones tecnológicas, digitalización, transición energética, etc.), con margen de consolidación, y en el que las principales Compañías cotizadas han capitalizado su crecimiento con una revalorización mínima de sus títulos superior al +8% (SGS) y máxima de 5x (Eurofins) a lo largo de la última década. Y entre todo ello, parece pasar desapercibida una Compañía top 10 por ingresos en el sector, generadora de caja (*FCF yield > 15%*), no especialmente apalancada (*DFN/EBITDA < 2,7x*; incluyendo M&A y recompra de acciones), diversificada tanto geográficamente como por negocio, con resultados en máximos históricos, y que, sin embargo, acumula una caída del -55% desde su salida a bolsa (en 2014) con unos múltiplos en mínimos. Esa Compañía, es Applus+.

¿A qué precio?

Consideramos que el precio al que podría situarse una OPA sobre Applus+ rondaría la horquilla entre los 8,0 y los 10,0 eur/acción. El rango alto (implicando un múltiplo VE/EBITDA de 6,2x vs 12,2x sector y 11,0x M&A), se situaría aprox. un -20% por debajo de nuestro precio objetivo.

¿Quién podría acometerla?

En el contexto económico actual, consideramos que la operación tendría mayor sentido para un *Private Equity* que para una compañía industrial por: 1) **Liquidez para hacer frente a la operación** dado el entorno actual de inflación, subidas de tipos y menor crecimiento económico; 2) **Tiempo necesario para una correcta gestión en la integración y segregación de negocios** de la compañía de cara a maximizar retornos y desinversiones, y; 3) **Cross-selling** con otras compañías de la cartera del *Private Equity*.

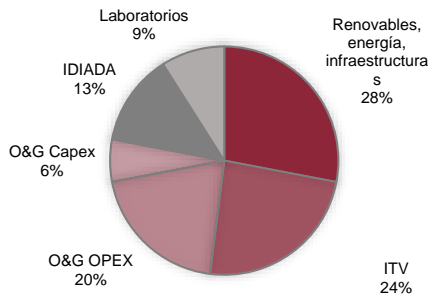
mIn eur	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas	1.777,9	1.557,6	1.776,7	2.047,3	2.094,2	2.181,4
EBITDA	296,5	218,4	286,0	325,5	341,3	374,2
Margen (%)	16,7%	14,0%	16,1%	15,9%	16,3%	17,2%
EBITDA consenso	296,5	218,4	286,0	314,7	327,1	350,0
Bº neto	55,6	-158,3	32,2	58,5	66,4	86,6
BPA (eur)	0,39	-1,11	0,23	0,43	0,49	0,64
DPA (eur)	0,15	0,00	0,15	0,15	0,20	0,21
FCF	-19,0	-53,6	-76,0	114,7	167,6	172,8
DFN + / Caja neta -	448,0	527,3	588,9	495,7	356,5	214,1

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Applus+ en una página

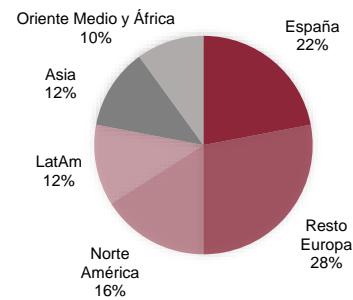
Applus+ es una de las empresas líderes mundiales en el sector de la inspección, los ensayos y la certificación. La misión de la Compañía es ayudar a sus clientes a potenciar la calidad y seguridad de sus activos, infraestructuras y operaciones, así como a potenciar su desempeño medioambiental. Su capacidad técnica, de innovación y equipo humano (más de 25.000 empleados), permiten asegurar la excelencia operacional en sectores muy diversos en más de 70 países.

Desglose de ventas por industria final (1S22)



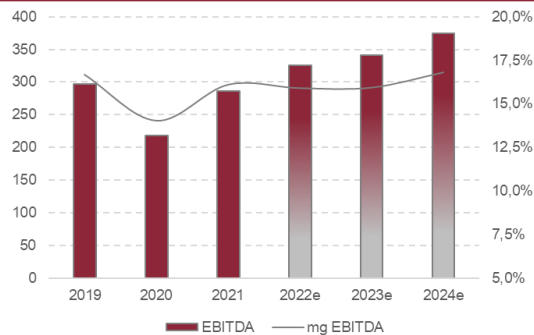
Fuente: Applus+

Desglose de ventas por geografía (1S22)



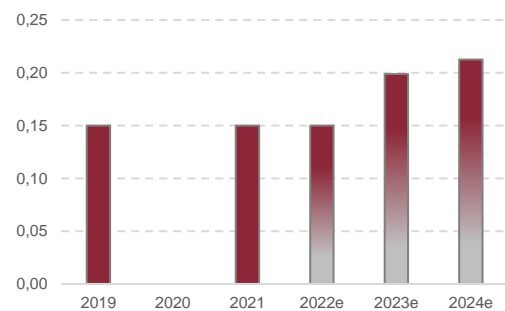
Fuente: Applus+

Evolución EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: Applus+ y Renta 4 Banco

Evolución dividendo por acción



Fuente: Applus+ y Renta 4 Banco

Catalizadores

- 1- Consecución de los **objetivos de crecimiento de ingresos y expansión de márgenes del plan estratégico 2022-2024**.
- 2- Obtención de **nuevas concesiones** en **Automotive**.
- 3- **Desinversión de negocios no estratégicos** en determinados mercados y crecimiento inorgánico.
- 4- Posible objeto de **operación corporativa**.

Riesgos

- 1- **Pérdida o no renovación de concesiones** como la reciente de Costa Rica en Automotive (aunque poco probable).
- 2- **Pérdida de momentum** en Oil&Gas.
- 3- **Incertidumbre** asociada a la **concesión de IDIADA** (2023).

Rating ESG

vs comparables

E (Medioambiente)	Lider
S (Social)	Lider
G (Gobierno corporativo)	Superior a la media

Rating

MSCI Rating ¹	AA
Sustainalytics Risk Rating ²	15,6
S&P Global ESG Rank ³	81,0
Divulgación ESG Bloomberg ³	56,6
CDP del clima ⁴	6,0
Governance Qualityscore ISS ⁵	n.a.
Standard Ethics	EE+
Gaia Rating	72/100
FTSE4Good IBEX	Included

Fuente: Bloomberg, datos compañía. ¹ (CCC-AAA), ² (Min >40 - Max 0), ³ (0-100), ⁴ (1-8), ⁵ (0-10).

1. ¿Puede producirse una operación de M&A dada la cotización actual?

El **sector de TIC** (*Testing, Inspection & Certification*) ha crecido sostenidamente a lo largo de la última década hasta alcanzar un **tamaño de aproximadamente 200.000 mln eur**, y, de acuerdo con diversas consultoras especializadas en el sector, cuenta con unas **previsiones de crecimiento a una TACC2022-2030e del +6%**.

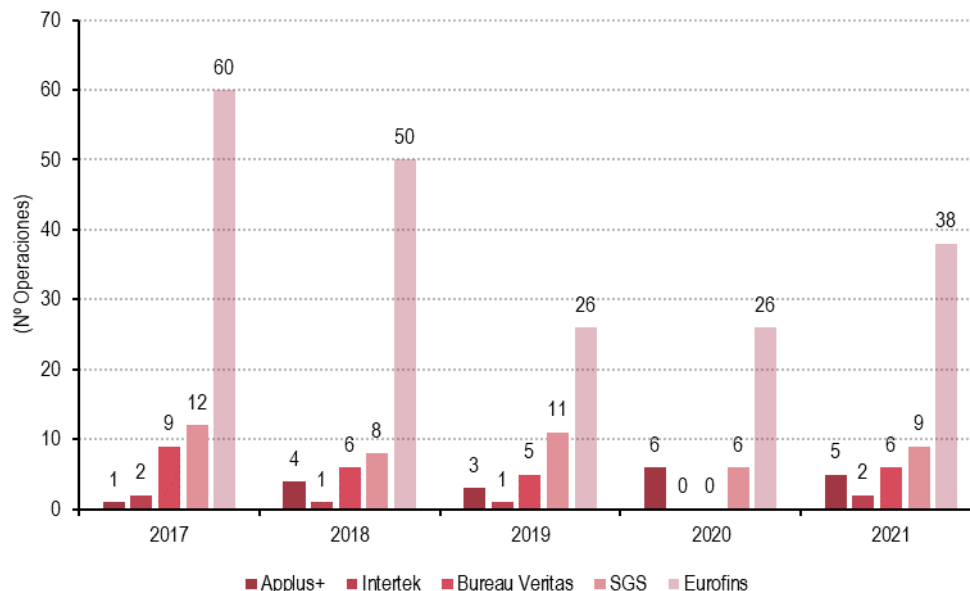
Cuadro 1. Ranking sector TIC por ingresos 2021.

Ranking	Compañía	País	Ingresos 2021*	Cotizada/Privada
1	Eurofins Scientific Group	France	6.718,0	Cotizada
2	SGS SA	Switzerland	6.405,0	Cotizada
3	Bureau Veritas SA	France	4.981,0	Cotizada
4	DEKRA	Germany	3.534,8	Privada
5	Intertek Group plc	UK	2.786,0	Cotizada
6	TÜV SUD AG	Germany	2.667,3	Privada
7	DNV GL	Noruega	21.464,0	Privada
8	TÜV Rheinland	Germany	2.090,7	Privada
9	UL LLC	USA	n/a	Privada
10	Applus+	Spain	1.776,7	Cotizada

Fuente: Renta 4 Banco. *Ingresos en moneda local (CHF en SGS, GBP en Intertek y NOK en DNV GL).

Además del crecimiento orgánico del sector, los **grandes Grupos** de esta industria se muestran **especialmente activos a la hora de realizar adquisiciones**, con una **importante actividad de M&A**.

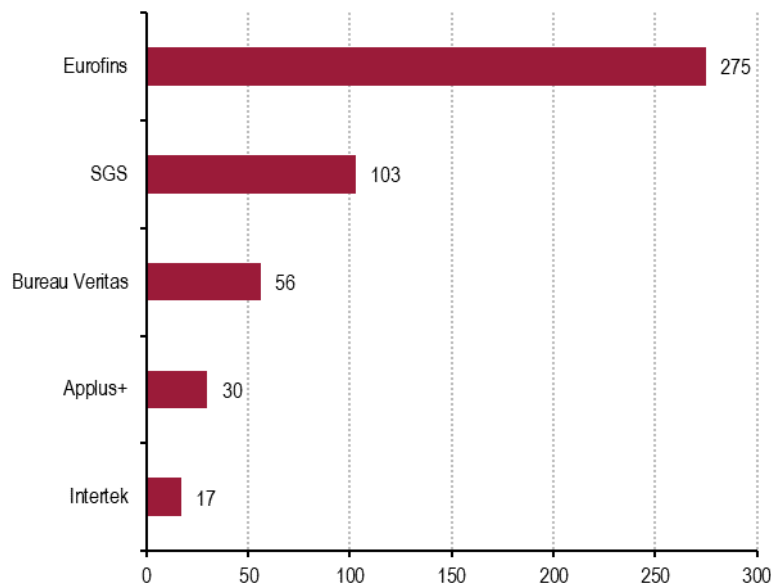
Cuadro 2. Adquisiciones por parte de las principales Compañías cotizadas del sector (2017-2021).



Fuente: Applus+, Bureau Veritas, Eurofins, Factset, Intertek, SGS y Renta 4 Banco.

A través del **crecimiento inorgánico**, las principales Compañías amplían y completan su cartera de servicios (logrando exposición a nichos de producto o sectores de elevada especialización) y se **adaptan a la evolución tecnológica**, logrando **obtener rentabilidad adicional** y sostener sus márgenes, **capturando** en ocasiones **un crecimiento diferencial** con respecto al orgánico.

Cuadro 3. Total adquisiciones por parte de las principales Compañías cotizadas del sector (2013-2021).



Fuente: Applus+, Bureau Veritas, Eurofins, Factset, Intertek, SGS y Renta 4 Banco.

Adicionalmente, **las principales Compañías del sector** (tomando en consideración los 4 principales grupos cotizados) han experimentado una **revaluación de sus múltiplos**, pasando a cotizar desde el entorno de las 20x PER y 17x VE/EBITA entre 2010 y 2015 a 30x PER y 20x VE/EBITA en el último lustro.

Además, recordemos que **en el sector de TIC las operaciones de M&A sobre compañías con una facturación superior a los 30 mln eur se han cerrado a un VE/EBITDA de aproximadamente 11,0x en el promedio de la última década.**

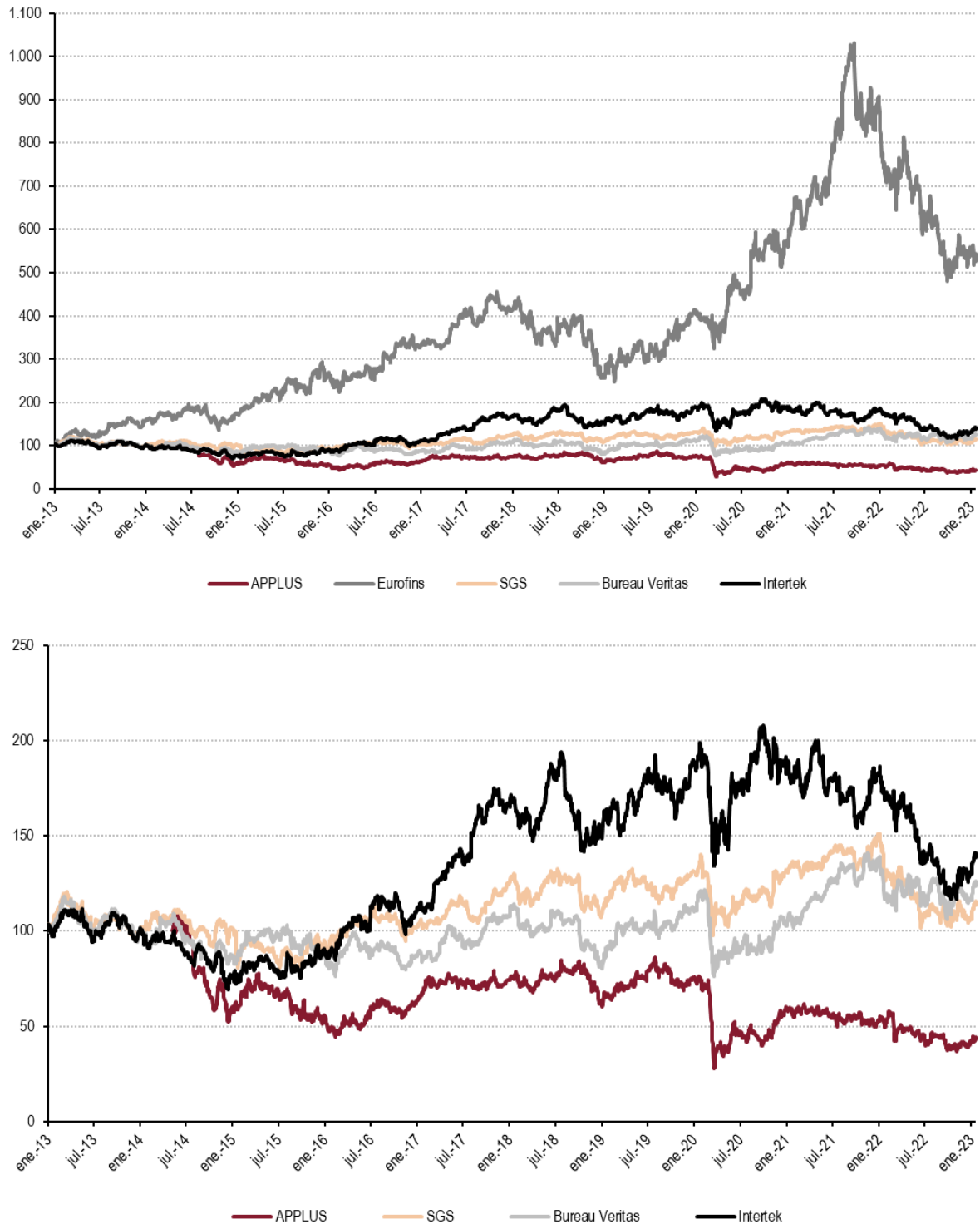
Cuadro 4. Múltiplos de valoración.

Compañía	Precio*	Capitalización (mln eur)	VE/EBITDA			VE/EBITA			PER ajustado			FCF yield	
			Histórico	2023e	2024e	Histórico	2023e	2024e	Histórico	2023e	2024e	2023e	2024e
Applus+	6,7	915,1	9,4x	3,7x	3,0x	12,4x	8,8x	7,9x	15,8x	13,8x	10,6x	18,1%	18,4%
Eurofins	63,8	12.304,5	17,2x	10,4x	9,6x	27,0x	15,9x	14,7x	33,0x	18,1x	16,7	5,2%	5,5%
SGS	2.314,0	17.389,2	14,2x	11,8x	11,2x	19,6x	18,3x	17,1x	28,6x	24,1x	22,1x	4,5%	4,9%
Bureau Veritas	26,2	11.851,0	13,4x	10,6x	9,7x	18,7x	14,2x	13,4x	26,9x	21,0x	19,6x	5,6%	6,0%
Intertek	42,9	7.904,8	14,2x	16,0x	14,7x	19,3x	14,7x	14,0x	26,5x	10,4x	7,4x	5,5%	5,9%
Promedio sector (ex APPS)			14,0x	12,2x	11,3x	19,2x	15,8x	14,8x	27,3x	18,4x	16,4x	5,2%	5,6%
Prima / (dto)			-33%	-70%	-73%	-36%	-44%	-47%	-42%	-25%	-35%	248%	230%
Applus+ (Implicito P.O R4e)	12,60	1.747		7,1x	6,4x		10,7x	9,8x		15,0x	12,8x		
Prima / (dto)				-42%	-43%		-32%	-34%		-18%	-22%		

Fuente: Bloomberg, Factset y Renta 4 Banco. *Moneda local. Promedio histórico de los últimos 10 años.

De este modo, encontramos un **sector con un crecimiento superior al del PIB global, impulsado por los mandatos regulatorios y las megatendencias** (innovaciones tecnológicas, digitalización, transición energética, etc.), con **margen de consolidación**, y en el que las **principales Compañías cotizadas han capitalizado su crecimiento con una revalorización mínima de sus títulos superior al +8% (SGS) y máxima de 5x (Eurofins) a lo largo de la última década.**

Cuadro 5. Evolución bursátil desde 2013 de las principales Compañías cotizadas del sector (base 100).



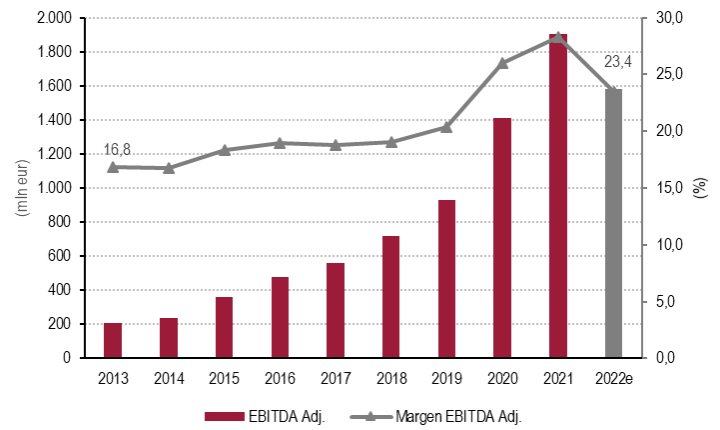
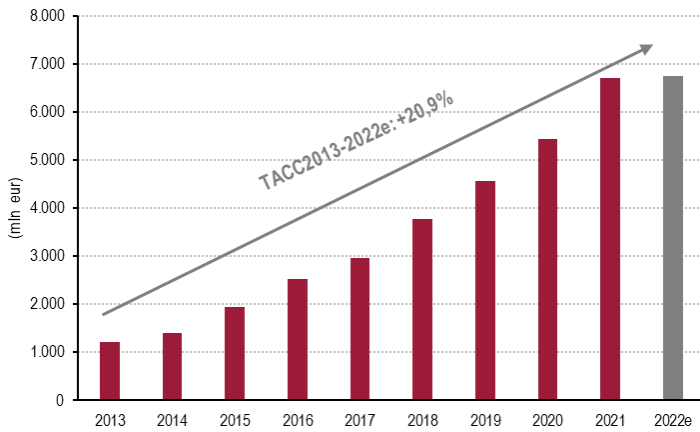
Fuente: Factset y Renta 4 Banco.

Y entre todo ello, parece pasar desapercibida una Compañía top 10 por ingresos en el sector, generadora de caja ($FCF\ yield > 15\%$), no especialmente apalancada ($DFN/EBITDA < 2,7x$; incluyendo M&A y recompra de acciones), diversificada tanto geográficamente como por negocio, con resultados en máximos históricos, y que, sin embargo, acumula una caída del -55% desde su salida a bolsa (en 2014) con unos múltiplos en mínimos. Esa Compañía, es **Applus+**.

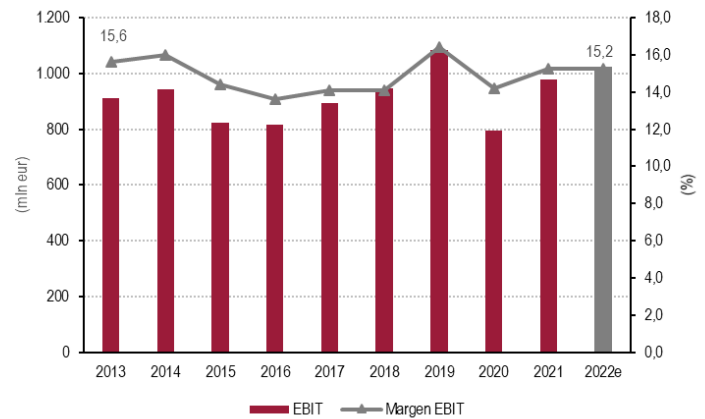
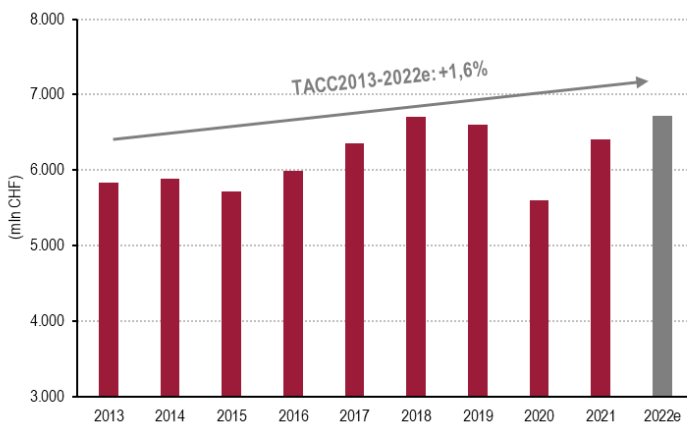
Cuadro 6. Evolución de ingresos, B° operativo ajustado y margen de las principales Compañías TIC (TOP 5 cotizadas).

2013-2022e.

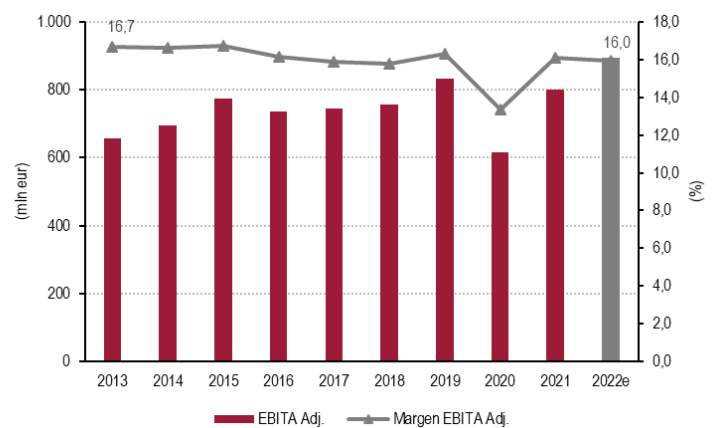
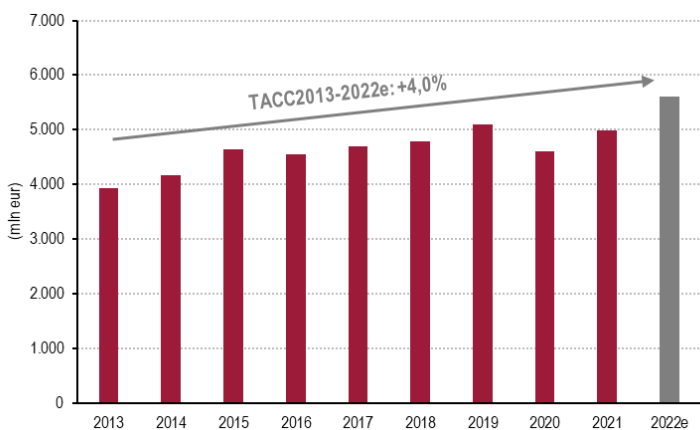
EUROFINS



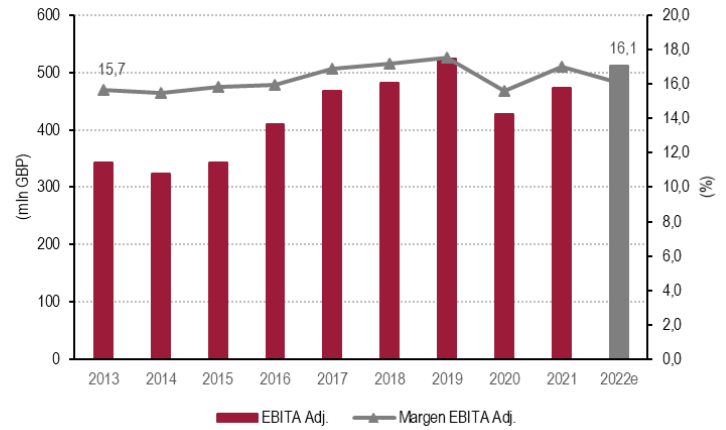
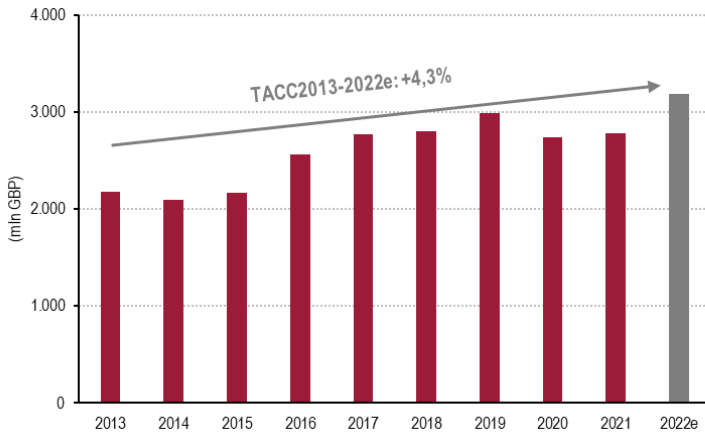
SGS



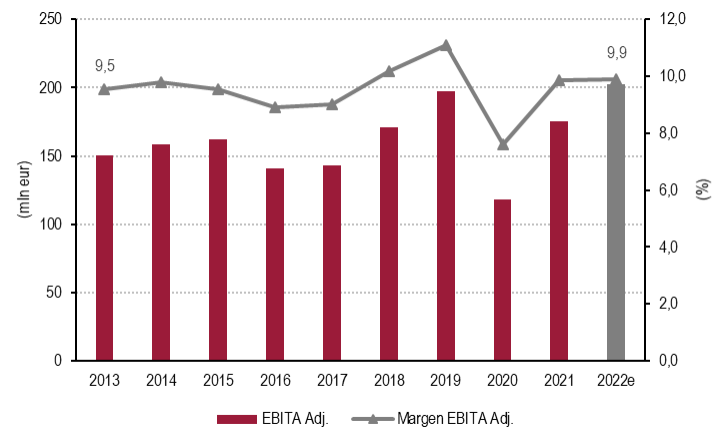
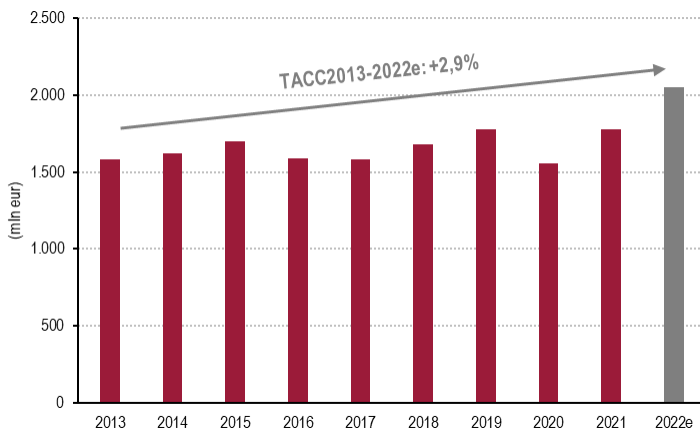
BUREAU VERITAS



INTERTEK



APPLUS+



Fuente: Applus+, Bureau Veritas, Eurofins, Intertek, SGS y Renta 4 Banco.

2. ¿A qué precio?

Consideramos que el **precio** al que se podría situar una **OPA** sobre la Compañía rondaría la horquilla **entre los 8,0 y los 10,0 eur/acción** (de acuerdo con el esquema de primas sobre los últimos precios medios y múltiplos de valoración contemplados en la siguiente tabla). Consideramos que **esa horquilla ofrece un punto intermedio entre los intereses del potencial comprador y de los accionistas** en tanto que: **1)** El rango bajo ofrece una prima del +30% sobre el precio medio de cotización de los últimos 3 meses, así como una prima del +20% sobre el precio actual; **2)** La horquilla incluye el precio medio del consenso de analistas de la Compañía (de cara a recibir el visto bueno de la mayoría de *brokers*, especialmente si se realiza por encima de 9,0 eur/acción), y; **3)** El comprador pagaría un menor múltiplo frente a la cotización de comparables y la media de operaciones corporativas del sector (disipando cierto riesgo en cuanto a la renovación de IDIADA).

Cuadro 7. Horquilla estimada de precios ante una eventual operación.

A día 20/01/2023		Prima +15%	Prima +30%	Prima +50%
Precio actual	6,69	7,69	8,70	10,04
Precio medio de cotización últimos 3 meses	6,16	7,08	8,01	9,24
Precio medio de cotización últimos 6 meses	6,32	7,27	8,22	9,48
Precio medio de cotización últimos 12 meses	6,71	7,72	8,72	10,07
Precio APPS por múltiplo M&A (11x VE/EBITDA*)	21,6			
Precio APPS por múltiplo M&A (11x VE/EBITDA*)	14,04	Aplicando el descuento histórico en cotización vs comparables		
P.O. APPS R4	12,60			
Precio medio consenso Factset	9,15			
Precio medio consenso Bloomberg	9,34			

Fuente: Bloomberg y Renta 4 Banco. *Sobre EBITDA 2022e.

De este modo, incluso el **rango alto** que estimamos, **quedaría aproximadamente un -20% por debajo de nuestro precio objetivo**, implicando un múltiplo VE/EBITDA de **6,2x** frente a las **12,2x** a las que cotiza el sector (o las 11,0x de operaciones corporativas). No obstante, entendemos que **el riesgo asociado a la no renovación de la concesión de IDIADA** (aprox. 15% del valor empresa de la Compañía de acuerdo con nuestras estimaciones) **justificaría un menor precio a pagar**, a pesar de considerar que Applus+ es la Compañía mejor posicionada para obtener de nuevo la concesión (la licitación para la nueva concesión por 20 o 25 años se prevé para este mismo año).

Igualmente, **recordemos que Applus+ ha cotizado históricamente con un descuento entre el -30% y el -40% vs la media del sector** (que podría justificarse por un mayor endeudamiento relativo y menores márgenes dada la exposición a determinados negocios con menor rentabilidad operativa).

3. ¿Quién podría acometerla?

En el contexto económico actual, **consideramos** que la **operación** tendría **mayor sentido para un *Private Equity*** que para una compañía industrial por: **1) Liquidez para hacer frente a la operación** dado el entorno actual de inflación, subidas de tipos y menor crecimiento económico; **2) Tiempo necesario para una correcta gestión en la integración y segregación de negocios** de la compañía de cara a **maximizar retornos y desinversiones**, y; **3) *Cross-selling*** con otras compañías de la cartera del ***Private Equity***.

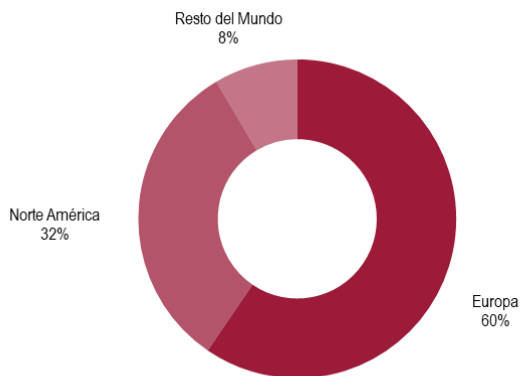
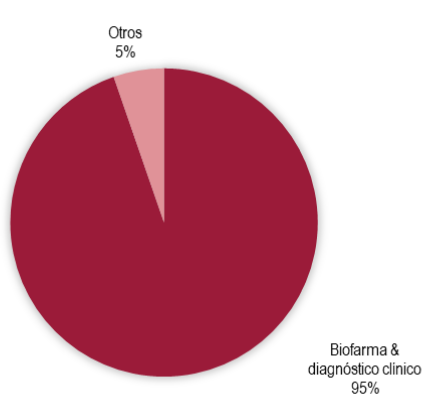
Del mismo modo, de acuerdo con la visión de Oaklins, debido a la **recurrencia y aspectos regulatorios relacionados con el sector de TIC**, el mismo es considerado como una **industria especialmente robusta y atractiva** incluso en **épocas de mayor incertidumbre**, resultando además especialmente popular entre el capital privado dado los buenos ratios de generación de caja. Así, **durante los últimos 12 meses hasta octubre de 2022**, la actividad de los ***Private Equity*** a nivel mundial en el sector mundial de TIC habría aumentado, con aproximadamente el 72% de todas las operaciones corporativas realizadas en el sector por parte de dichos fondos.

Por su parte, Pitchbook recientemente proyectó que **la inversión del *Private Equity* en cotizadas europeas alcanzaría los 30.000 mln eur en 2023**, aprovechando las **menores valoraciones de las compañías cotizadas ante elevados niveles de liquidez disponible por parte de los fondos** (de acuerdo con PwC en niveles récord).

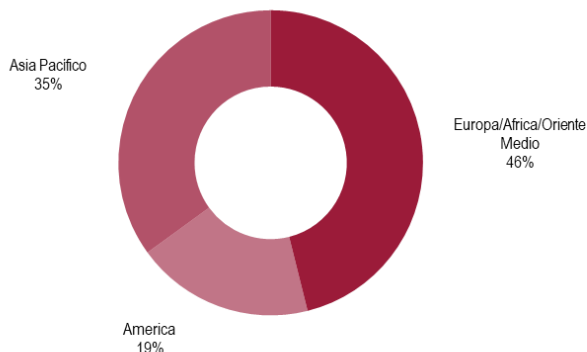
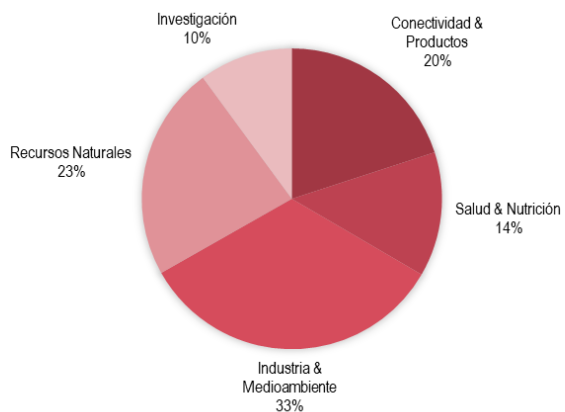
Adicionalmente, de cara a una segregación de negocios o eventuales desinversiones de divisiones o unidades operativas, el ***Private Equity*** podría ser **selectivo**, viendo el **encaje estratégico y geográfico de los distintos negocios** de Applus+ ([ver gráficos página 2](#)) en función de la diversificación de los grandes Grupos de la industria. En este sentido, y a modo de ejemplo, el negocio de ITV podría tener encaje en compañías como Dekra, TÜV SUD o TÜV Rheinland, parte del negocio de Laboratorios con la cartera de Eurofins, negocios industriales de la división de Energy&Industry con el resto de Compañías, etc.

Cuadro 8. Desglose por división y geográfico del negocio de las principales (TOP 5) Compañías del sector TIC (2021).

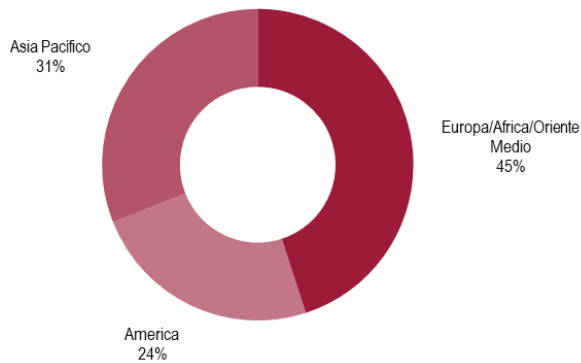
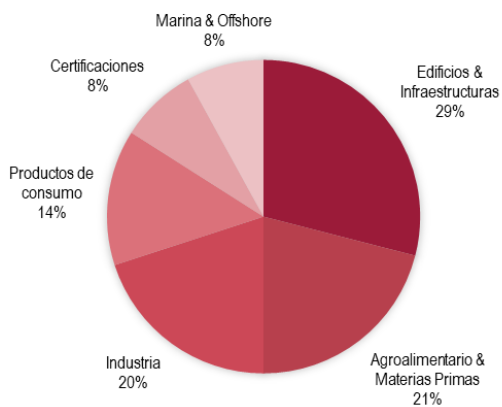
EUROFINS



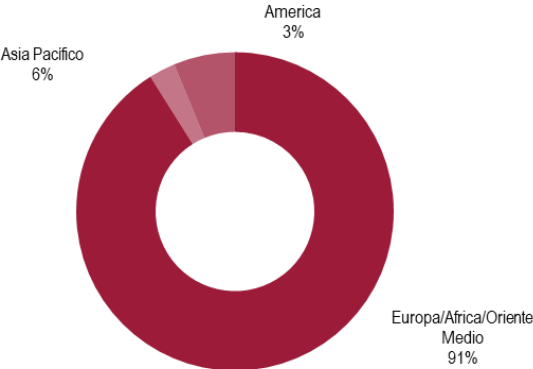
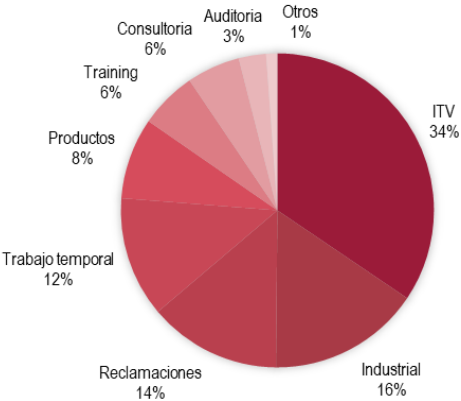
SGS



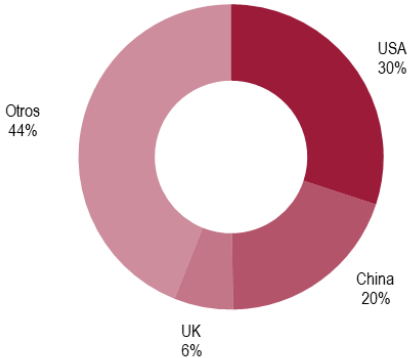
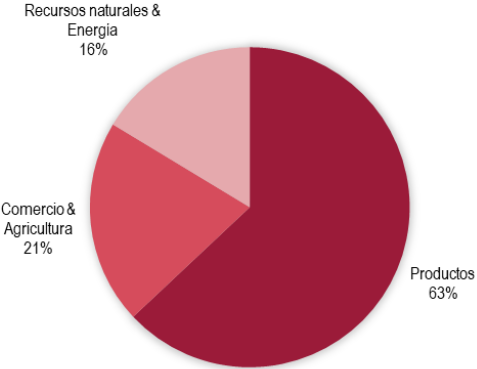
BUREAU VERITAS



DEKRA



INTERTEK



Fuente: Bureau Veritas, Dekra, Eurofins, Intertek, SGS y Renta 4 Banco.

Cifras Clave

PYG (mIn eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC 19/24
Ventas	1.777,9	1.557,6	1.776,7	2.047,3	2.094,2	2.181,4	4,2%
Coste de ventas	-156,5	-145,7	-154,4	-204,7	-204,2	-207,2	5,8%
Margen Bruto	1.621,4	1.411,9	1.622,3	1.842,6	1.890,0	1.974,2	4,0%
Gastos operativos	-1.324,9	-1.193,5	-1.336,3	-1.517,1	-1.548,7	-1.600,0	3,8%
EBITDA	296,5	218,4	286,0	325,5	341,3	374,2	4,8%
EBITDA ajustado	296,5	218,4	286,0	325,5	341,3	374,2	4,8%
Amortizaciones	-165,7	-335,8	-184,5	-182,0	-176,3	-165,8	0,0%
EBIT	130,8	-117,4	101,5	147,5	166,1	185,3	7,2%
Resultado financiero	-23,9	-24,8	-25,9	-27,4	-35,5	-27,8	3,0%
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	106,9	-142,3	75,6	120,1	130,6	157,6	8,1%
Impuestos sobre beneficios	-30,4	1,2	-25,6	-43,8	-46,5	-53,2	11,9%
Minoritarios	-20,9	-17,2	-17,8	-17,8	-17,8	-17,8	-3,2%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	55,6	-158,3	32,2	58,5	66,4	86,6	9,3%
Márgenes y crecimiento (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Crec. Ventas	6,1%	-12,4%	14,1%	15,2%	2,3%	4,2%	
Margen Bruto	91,2%	90,6%	91,3%	90,0%	90,3%	90,5%	
Crec. EBITDA	36,0%	-26,3%	31,0%	13,8%	4,9%	9,6%	
Margen EBITDA	16,7%	14,0%	16,1%	15,9%	16,3%	17,2%	
Crec. EBITDA ajustado	36,0%	-26,3%	31,0%	13,8%	4,9%	9,6%	
Margen EBITDA ajustado	16,7%	14,0%	16,1%	15,9%	16,3%	17,2%	
Crec. EBIT	24,9%	n.a.	n.a.	45,4%	12,6%	11,6%	
Margen EBIT	7,4%	-7,5%	5,7%	7,2%	7,9%	8,5%	
Crec. BPA	35,1%	n.a.	n.a.	91,4%	13,4%	30,4%	
Balance (mIn eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Inmovilizado material	226,7	232,6	253,8	248,6	201,8	169,5	
Inmovilizado inmaterial	1.236,5	1.280,5	1.326,5	1.279,5	1.231,5	1.182,5	
Inmovilizado financiero	30,7	15,5	18,2	18,2	18,2	18,2	
Otro activo fijo	65,5	64,2	61,0	61,0	61,0	61,0	
Clientes	421,8	350,0	430,5	485,9	496,2	515,3	
Otro activo circulante	34,3	32,2	33,5	33,5	33,5	33,5	
Tesorería y equivalentes	157,1	192,1	182,9	182,9	182,9	182,9	
Total activo	2.172,6	2.167,1	2.306,5	2.309,7	2.225,2	2.163,0	
Recursos propios	775,9	585,2	617,6	672,5	728,2	802,2	
Minoritarios	48,5	48,6	48,7	48,7	48,7	48,7	
Deuda financiera a largo plazo	545,9	686,6	724,8	631,5	492,4	349,9	
Otros pasivos a largo plazo	344,3	368,0	399,8	399,8	399,8	399,8	
Deuda financiera a corto plazo	59,2	32,8	47,1	47,1	47,1	47,1	
Proveedores	330,0	365,1	379,0	420,7	419,5	425,8	
Otros pasivos a corto plazo	68,7	80,7	89,4	89,4	89,4	89,4	
Total pasivo	2.172,6	2.167,1	2.306,5	2.309,7	2.225,2	2.163,0	
Principales ratios	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Nº acciones (mln)	143,0	143,0	143,0	135,9	135,9	135,9	
Precio (eur)	11,40	9,02	8,09	6,42	6,74	6,74	
BPA (eur/acción)	0,39	-1,11	0,23	0,43	0,49	0,64	
DPA (eur/acción)	0,15	0,00	0,15	0,15	0,20	0,21	
Payout (%)	52,1%	0,0%	-13,6%	63,3%	46,1%	43,5%	
Rentabilidad por dividendo (%)	1,3%	0,0%	1,9%	2,3%	3,0%	3,2%	
VE/ Ventas (x)	1,2	1,2	1,0	0,7	0,6	0,5	
VE/ EBITDA (x)	7,0	8,3	6,1	4,2	3,7	3,0	
VE/ EBIT (x)	15,9	n.a.	17,2	9,3	7,7	6,1	
PER (x)	29,3	n.a.	35,9	14,9	13,8	10,6	
ROCE (%)	10,7%	-10,6%	8,4%	12,6%	15,3%	18,2%	
ROE (%)	7,2%	-27,0%	5,2%	8,7%	9,1%	10,8%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	448,0	527,3	588,9	495,7	356,5	214,1	
Deuda neta / EBITDA (x)	1,5	2,4	2,1	1,5	1,0	0,6	
Cobertura de intereses (x)	5,5	-4,7	3,9	5,4	4,7	6,7	
Capex / ventas (%)	16,8%	24,8%	14,2%	6,3%	3,9%	3,9%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	130,8	-117,4	101,5	147,5	166,1	185,3
Amortización de inmovilizado	165,7	335,8	184,5	182,0	176,3	165,8
Variación fondo de maniobra	38,2	120,9	-59,2	-13,7	-11,4	-12,8
Resultado financiero	-23,9	-24,8	-25,9	-27,4	-35,5	-27,8
Impuestos	-30,4	1,2	-25,6	-43,8	-46,5	-53,2
Flujo de caja operativo	280,4	315,6	175,3	244,6	249,1	257,4
Inversiones en activo mat e inmat.	-298,2	-385,7	-251,7	-129,8	-81,5	-84,5
Otras inversiones	-1,2	16,5	0,4	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja libre	-19,0	-53,6	-76,0	114,7	167,6	172,8
Dividendos (sociedad dominante)	-21,5	0,0	-21,5	-20,4	-27,0	-28,9
Otros movimientos de FF.PP.	-41,5	-49,5	4,0	-1,1	-1,4	-1,5
Otros	108,3	23,7	31,8	0,0	0,0	0,0
Cambio en deuda neta	26,4	-79,3	-61,6	93,3	139,1	142,4
Deuda neta (+) / caja neta (-)	448,0	527,3	588,9	495,7	356,5	214,1

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mIn)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mIn eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 23e
APPLUS SERVICES S.A. *	136	6,74	915	Sobreponderar	12,60	87,1%	3,0%
SGS SA	7	2.320,10	17.389	Mantener	2.306,06	-0,6%	3,5%
Bureau Veritas SA	452	26,20	11.851	Mantener	28,00	6,9%	2,4%
Intertek Group plc	161	48,98	7.905	Infraponderar	51,39	4,9%	2,7%
Promedio						3,7%	2,9%

Compañía	PER 23e	PER 24e	Cto. Bº Neto 22-24e	PEG 23e	PEG 24e	ROE 23e	P/VC 23e
APPLUS SERVICES S.A. *	13,8x	10,6x	21,6%	0,6x	0,5x	9,1%	1,3x
SGS SA	24,1x	22,1x	8,5%	2,8x	2,6x	63,0%	15,2x
Bureau Veritas SA	21,0x	19,6x	5,9%	3,6x	3,3x	25,5%	5,4x
Intertek Group plc	10,4x	7,4x	46,4%	0,2x	0,2x	n.a.	n.a.
Promedio	18,5x	16,4x	20,6%	0,9x	0,8x	44,3%	10,3x

Compañía	VE/EBITDA 23e	VE/EBITDA 24e	Cto. EBITDA 22-24e	Margen EBITDA 23e	EVG 23e	EVG 24e	DNEBITDA 23e
APPLUS SERVICES S.A. *	3,7x	3,0x	7,2%	16,3%	0,5x	0,4x	1,0x
SGS SA	11,8x	11,2x	6,1%	23,4%	1,9x	1,8x	1,2x
Bureau Veritas SA	10,6x	9,7x	5,3%	20,3%	2,0x	1,8x	0,6x
Intertek Group plc	16,0x	14,7x	10,9%	67,8%	1,5x	0,2x	9,7x
Promedio	12,8x	11,9x	7,4%	37,1%	1,7x	0,3x	3,9x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2023	1 año
APPLUS SERVICES S.A. *	1,4%	5,6%	13,7%	14,4%	5,0%	-17,3%
SGS SA	0,4%	0,5%	9,6%	8,0%	7,6%	-16,3%
Bureau Veritas SA	0,1%	-0,8%	7,9%	8,7%	6,5%	-0,4%
Intertek Group plc	1,4%	3,3%	7,0%	16,8%	8,8%	-10,8%
Ibex 35	1,4%	0,4%	9,0%	16,7%	8,4%	1,2%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

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), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi 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 Opdenergy.

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: 58% Sobreponderar, 37% Mantener y 5% Infraponderar.