



POLITÉCNICA

ESCUELA TÉCNICA SUPERIOR DE INGENIEROS INDUSTRIALES
UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE MADRID

José Gutiérrez Abascal, 2. 28006 Madrid
Tel.: 91 336 3060
info.industriales@upm.es

www.industriales.upm.es

Manuel Iglesias Moreno

05 TRABAJO FIN DE GRADO

INDUSTRIALES

TRABAJO FIN DE GRADO

ANÁLISIS FINANCIERO Y VALORACIÓN DE SOCIÉTÉ POUR L'INFORMATIQUE INDUSTRIELLE (SII)

FEBRERO 2024

MANUEL IGLESIAS MORENO

DIRECTOR DEL TRABAJO FIN DE GRADO:

JORGE YZAGUIRRE SCHARFHAUSEN



AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, me gustaría agradecer a mi familia, mis padres y mi hermana todo lo que hacen por mí y sin los que no sería la persona que soy ahora. Siempre he sido su prioridad y han puesto todo de su parte en que me vaya bien.

Agradecer también a mis amigos de la escuela, que me han enseñado que el mundo está lleno de buenas personas y sin los cuales el paso por la universidad hubiese sido mucho más difícil.

Y, por último, a la pandilla, que me han acompañado y apoyado en todo momento.

RESUMEN

En la actualidad, la globalización de los mercados ha potenciado la relevancia de la inversión y el sector financiero. La asignación efectiva del capital es crucial para impulsar el crecimiento económico, fomentar la innovación y fortalecer las bases de las sociedades modernas. Una de las maneras que contribuye a lograr una eficiente asignación del capital es la inversión en valor.

La inversión en valor es una estrategia de inversión que se centra en identificar y adquirir valores que el inversor considera que están infravalorados en el mercado. Los inversores en valor buscan acciones u otros activos que, según su análisis, tienen un precio inferior a su valor intrínseco o real.

En este TFG se ha empleado este tipo de análisis para examinar la compañía Société pour l'informatique Industrielle (en adelante SII), una empresa de consultoría IT con sede en Francia y operaciones por toda Europa.

El estudio de SII se divide en tres partes claramente diferenciadas, un análisis cualitativo, uno cuantitativo y, por último, una vez concluido el análisis, una la valoración de la compañía.

El análisis cualitativo abarca el estudio de SII desde su fundación en el año 1979, hasta el presente, revisando su expansión internacional y su historial de adquisiciones. Además, se ha analizado la organización de la empresa y otros aspectos como la estructura accionarial o la capacitación y planes de incentivos de la directiva.

En cuanto al análisis cuantitativo, este ha consistido en una investigación de los principales estados contables durante los cinco últimos años haciendo hincapié en su posición de liquidez, solvencia y rentabilidad. Para lo cual, las herramientas clave utilizadas han sido el uso de ratios financieras y el empleo de las *common-size financial statements*, estados financieros con valores relativos.

Las conclusiones del análisis cualitativo son que SII es una empresa históricamente muy bien gestionada en un mercado en continuo crecimiento, cuenta con una directiva capacitada y alineada con los intereses de los accionistas. Este estudio incluye la realización de unas proyecciones futuras que sirven como base para la valoración.

Respecto a la parte cuantitativa, la empresa cuenta con un balance sólido, con posición de caja neta y una rentabilidad y liquidez adecuadas.

Por último, se ha realizado la valoración de SII por dos métodos, uno por múltiplos y otro por descuento de flujos de caja.

La valoración por múltiplos se ha llevado a cabo utilizando múltiplos de valoración de empresas comparables, múltiplos históricos y transacciones privadas del sector. Esta valoración ha dado como resultado un precio estimado por acción de entre 60 y 65 euros.

Por otra parte, la valoración por descuento de flujos de caja arroja una valoración de 78 euros por acción, que, sin un catalizador, como una posible OPA (Oferta Pública de Adquisición), dividendos especiales o una política agresiva de recompra de acciones parece difícil que se materialice.

Actualización: el pasado 12 de diciembre de 2023 se anunció una Oferta Pública de Adquisición sobre SII a 70€ por acción. Este precio se ajusta perfectamente al análisis y valoración que se ha realizado en este trabajo. Además, muestra la oportunidad que existe en las compañías de pequeña capitalización que operan en sectores en consolidación.

Palabras clave

Inversión en valor

Empresa de consultoría IT

Análisis fundamental

Valor intrínseco

Indicadores financieros

Valoración por múltiplos

Descuento de flujos de caja

Códigos UNESCO

53 Ciencias Económicas

5303 Contabilidad económica

5304 Actividad económica

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS	II
RESUMEN	III
Palabras clave	V
Códigos UNESCO	V
ÍNDICE	1
1 INTRODUCCIÓN	4
1.1 Inversión en valor	4
1.2 Este trabajo	4
1.3 Justificación del estudio	5
2 OBJETIVOS	6
2.1 Objetivo general	6
2.2 Objetivos específicos	6
3 METODOLOGÍA	7
3.1 Recopilación de datos	7
3.2 Análisis cuantitativo	7
3.3 Análisis cualitativo	7
3.4 Valoración	7
4 INVERSIÓN EN VALOR	8
4.1 Análisis técnico y análisis fundamental	8
4.2 El análisis técnico	8
4.3 Análisis fundamental	9
4.4 Value investing	9
5 DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA	11
5.1 Organización del grupo	12
5.2 Distribución geográfica SII	13
5.3 Distribución de ventas por sector	16
5.4 Concentración de clientes	16
6 HISTORIA DE LA COMPAÑÍA	17
7 ORGANIZACIÓN, ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y DIRECTIVA	22
7.1 Consejo de supervisión	22
7.2 Directiva	22
7.3 Estructura accionarial	24

8	ANÁLISIS FINANCIERO SII	25
8.1	Introducción.....	25
8.2	Balance de situación.....	25
8.3	Cuenta de pérdidas y ganancias.....	29
8.4	Estado de flujos de efectivo	30
8.5	Ratios financieras	32
8.6	Conclusión.....	33
9	PROYECCIONES SII	34
9.1	Introducción.....	34
9.2	Histórico	34
9.3	Proyecciones	36
10	COMPETIDORES SII.....	38
10.1	Definición grupo de pares	38
10.2	Parámetros seleccionados	38
10.3	Múltiplos de valoración.....	39
10.4	AUBAY.....	40
10.5	WAVESTONE	42
10.6	UMANIS.....	45
11	VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS.....	47
11.1	Introducción	47
11.2	Múltiplos históricos SII.....	47
11.3	Múltiplos empresas comparables	48
11.4	Valoración	49
12	VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA.....	50
12.1	Introducción	50
12.2	Cálculo tasa de descuento	50
12.3	Descuento de flujos de caja	50
13	RESULTADOS.....	52
13.1	Resultados cuantitativos	52
13.2	Resultados cualitativos.....	52
13.3	Resultados valoración	52
14	CONCLUSIONES	53
15	PLANIFICACIÓN TEMPORAL	54

16	EVALUACIÓN DE LOS IMPACTOS.....	56
16.1	Impacto económico	56
16.2	Impacto social	56
16.3	Impacto ambiental.....	56
16.4	Influencia positiva a través de la inversión	56
17	EVALUACIÓN DE LOS IMPACTOS LEGALES Y ÉTICOS	57
18	CONTRIBUCIÓN A LOS ODS	58
18.1	Inversión Responsable.....	58
18.2	Aportación a las ODS.....	58
	BIBLIOGRAFÍA	60
	ÍNDICE DE FIGURAS	64
	ÍNDICE DE TABLAS	66
	ANEXOS.....	67

1 INTRODUCCIÓN

1.1 Inversión en valor

Dentro del mundo de la gestión de activos, la inversión en acciones es una de sus partes más importantes, la alta rentabilidad que han ofrecido las acciones históricamente, sumado a otras ventajas como la liquidez, la diversificación o la posibilidad de mover grandes capitales hacen que sea una alternativa muy interesante para el capital.

Una de las filosofías de inversión más populares es la inversión en valor. La inversión en valor surge en la primera mitad del siglo XX de la mano de Benjamin Graham y David Dodd. La inversión en valor pone el foco en la compra de acciones como una manera de convertirse en dueño parcial de una empresa. Este enfoque se basa en la idea de que, ocasionalmente, el mercado valora incorrectamente las empresas. El valor real de una compañía sería su valor intrínseco, diferenciándolo del valor de mercado. Los inversores en valor buscan identificar oportunidades en las que esta divergencia entre valor intrínseco y valor de mercado sea sustancial, aprovechando para comprar o vender acciones.

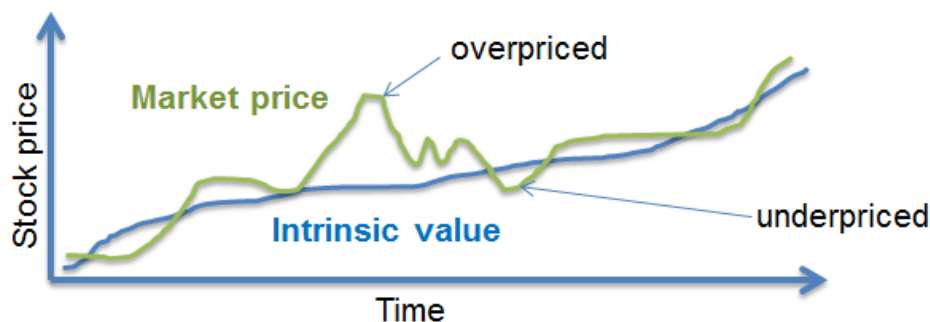


Ilustración 1. Comparación valor intrínseco y valor de mercado [1]

Al considerarse dueños de la empresa, los inversores en valor adoptan un enfoque a largo plazo, pensando que, aunque existen ineficiencias en el mercado, en el largo plazo el mercado sí tiende a reflejar el valor real de la compañía.

Son muchos los gestores que han tenido éxito siguiendo estrategias basadas en la inversión en valor, siendo el más famoso de ellos, Warren Buffett con Berkshire Hathaway. Otros gestores y fondos que siguen esta filosofía han sido Joel Greenblatt, Peter Lynch, o aquí en España Azvalor, Valentum u Horos Asset management.

1.2 Este trabajo

Este proyecto de fin de grado aborda el análisis y la valoración de SII, Société pour l'informatique Industrielle, una multinacional francesa del sector de consultoría IT que cotiza en el mercado Euronext París. Con una capitalización de alrededor de mil millones de euros podría considerársela una empresa de pequeña capitalización, una parte del mercado que históricamente ha ofrecido rentabilidades superiores a la media.

Las empresas de consultoría IT tienen, además, algunas características que las hacen especialmente interesantes. Entre estas encontramos: la poca inversión en capital necesaria, que es un sector con crecimiento estructural y es también un sector que se encuentra apoyado por las administraciones, por ejemplo, la Unión Europea va a invertir 4.500 millones de euros solamente en 2023-2024 para transformación digital. [2]

1.3 Justificación del estudio

La elección de SII como objeto de estudio se fundamenta en varios motivos. En primer lugar, la creciente relevancia del sector de consultoría IT, impulsado por la aceleración de la transformación digital en empresas e instituciones. La demanda de servicios de consultoría en tecnologías de la información ha experimentado un aumento significativo, convirtiéndose en un componente clave para el funcionamiento eficiente de diversas organizaciones. [3]

Esto es debido en gran parte a la progresiva externalización y especialización de servicios que históricamente se realizaban dentro de las propias empresas. Era habitual que cada empresa dispusiese de su propio departamento de IT, RRHH... muchas de estas funciones están siendo externalizadas, tendencia que beneficia a compañías como SII.

Además, el enfoque en una empresa de pequeña capitalización como SII se justifica por la búsqueda de oportunidades de inversión en este segmento del mercado. Históricamente, las empresas de pequeña capitalización han demostrado un potencial de crecimiento superior al promedio, aunque también conllevan un mayor riesgo. La valoración de SII permitirá determinar si esta empresa específica presenta un perfil atractivo para los inversores que siguen la filosofía de inversión en valor.

2 OBJETIVOS

2.1 Objetivo general

El objetivo general de este proyecto de fin de grado es realizar un análisis exhaustivo y una valoración de la empresa SII, Société pour l'informatique Industrielle, con el propósito de evaluar su atractivo como oportunidad de inversión desde la perspectiva de la filosofía de inversión en valor. Este análisis se centrará en comprender la situación financiera de la empresa, sus perspectivas de crecimiento y su valor intrínseco en relación con su valor de mercado actual.

2.2 Objetivos específicos

Para lograr el objetivo general, se ha dividido este en hitos más específicos:

2.2.1 Realizar un estudio cualitativo de la Compañía

Este estudio incluye un análisis de la historia, cultura empresarial, estructura accionarial y otros aspectos que en muchos casos no son cuantificables.

2.2.2 Realizar un análisis financiero detallado de SII

Examinar los estados financieros de SII para comprender su salud financiera, liquidez solvencia y rentabilidad. Además, analizar ratios financieros clave.

Identificar tendencias históricas que puedan proporcionar información sobre la estabilidad y consistencia del desempeño financiero y a partir de este intentar prever el desempeño futuro.

2.2.3 Analizar el contexto empresarial y sectorial

Investigar el entorno empresarial en el que opera SII, con la creación de un grupo de pares con el que comparar el desempeño y la valoración de SII.

Evaluar la posición competitiva de SII en el sector de consultoría IT y su capacidad para aprovechar oportunidades de crecimiento.

2.2.4 Aplicar técnicas de valoración

Determinar el valor intrínseco de SII mediante el uso de un modelo de descuentos de flujos de caja y por múltiplos, a partir de proyecciones de crecimiento.

Comparar el valor intrínseco con la capitalización de mercado actual para identificar posibles desviaciones significativas.

3 METODOLOGÍA

Este análisis se apoya en un enfoque estructurado que combina tanto elementos cuantitativos como cualitativos. Lo que permite evaluar de manera completa la empresa SII. A continuación, se describen los pasos específicos que se han seguido.

3.1 Recopilación de datos

Se inició el proceso con la recopilación detallada de datos financieros de SII, abarcando informes anuales y estados financiero. Esta recopilación proporcionó la base cuantitativa necesaria para el análisis financiero. También se estudió en profundidad la historia de la compañía, su historial de adquisiciones y otras consideraciones no financieras.

Por otra parte, se obtuvieron datos del sector y de empresas del entorno de SII.

3.2 Análisis cuantitativo

El análisis cuantitativo se centró en indicadores financieros clave, incluyendo la liquidez, solvencia y rentabilidad. Se aplicaron herramientas como el análisis de ratios financieros y la revisión de tendencias históricas para obtener una comprensión profunda de la salud financiera de SII.

3.3 Análisis cualitativo

El análisis cualitativo se enfocó en aspectos estratégicos y sectoriales de SII. Se evaluaron las perspectivas de crecimiento del sector de consultoría IT, la posición de SII en el mercado, el apoyo de las administraciones públicas y la capacitación y alineamiento de la directiva. Asimismo, se escogió un grupo de pares, un conjunto de empresas similares con las que poder comparar a la compañía.

3.4 Valoración

La valoración se realizó mediante dos enfoques principales: la valoración por múltiplos y el descuento de flujos de caja. La valoración por múltiplos implicó comparar las métricas de SII con empresas similares en el sector, así como la selección de un múltiplo de valoración adecuado en base a estas comparaciones y a las valoraciones históricas de SII.

Mientras que el descuento de flujos de caja consideró las proyecciones futuras de flujos financieros y la elección de una tasa de descuento apropiada para estos flujos.

4 INVERSIÓN EN VALOR

4.1 Análisis técnico y análisis fundamental.

Dentro del mundo de la inversión en activos cotizados hay dos grandes metodologías alternativas, el análisis técnico y el análisis fundamental.

4.2 El análisis técnico

El análisis técnico se basa en la predicción del precio de los activos a partir de la información pasada, del precio de cotización y de los datos de volumen de compra y de venta. La idea principal es que los precios están determinados por la interacción entre la oferta y la demanda en cualquier instante. Solamente los participantes que negocian acciones afectan a los precios y que aquellos participantes de mercado mejor informados tienden a negociar mayores volúmenes de acciones. Es por esto por lo que, tanto el precio como el volumen reflejan el comportamiento colectivo de compradores y vendedores.

Son tres los principios fundamentales del análisis técnico:

1. Los precios de mercado reflejan toda la información conocida, incluida factores económicos, fundamentales de la compañía y psicológicos de los inversores.
2. Los precios de mercado tienden a seguir tendencias y contra tendencias que se repiten a lo largo del tiempo.
3. Los patrones y ciclos de los precios de cotización pueden ser previstos.

Para los inversores que utilizan este tipo de análisis es indiferente cuál es la compañía que hay detrás de las acciones, su sector o sus posibles ventajas competitivas.

Para realizar sus análisis los inversores en análisis técnico basan su trabajo en gráficos, aunque no se va a entrar más en detalle en el análisis técnico, a continuación se puede ver un gráfico que sirve para ilustrar este tipo de análisis.



Ilustración 2. Ejemplo análisis técnico [4]

En la imagen anterior se puede observar un gráfico con el precio de cotización de una acción. Las líneas blancas muestran algunos patrones que se utilizan en análisis técnico, estos patrones ayudan a los inversores a predecir el precio futuro de la acción. Aunque son muchas más las técnicas que se utilizan, como indicadores de momentum, no es el objeto de

este trabajo la descripción en profundidad del análisis técnico ya que para el análisis posterior de SII no se va a utilizar.

4.3 Análisis fundamental

El análisis fundamental es un enfoque que se utiliza para evaluar el valor real de activos financieros y empresas, basándose en datos financieros, ratios, consideraciones macroeconómicas y de mercado. En el análisis fundamental el precio de cotización, en el caso de acciones, pasa a un segundo plano, lo importante es la realidad económica de la empresa.

Una idea destacada dentro del análisis fundamental es la diferencia entre valor intrínseco y valor de mercado. El valor intrínseco es el valor objetivo que posee una acción por su capacidad de generar flujos de caja. Es decir, el valor intrínseco sería el valor presente de los infinitos flujos de caja que generaría esa empresa. Y valor de mercado es la capitalización bursátil presente. Por tanto, el análisis fundamental se preocupa por las características del negocio, sus ventas, márgenes, posición competitiva etc.

Es por esto por lo que el analista fundamental dedica su tiempo a intentar prever cuáles serán los flujos de caja futuros de la compañía. Para realizar estas estimaciones los analistas fundamentales se basan en la información publicada por la compañía, informes anuales, trimestrales, presentaciones y notas de prensa, así como de análisis propios y de terceros del sector en el que operan y de empresas similares. También es común el uso de ratios financieros que permiten comparar a lo largo del tiempo y entre empresas parámetros de la compañía, como la liquidez, solvencia o la rentabilidad.

A pesar de su plausibilidad y apariencia científica son muchos los potenciales inconvenientes del análisis fundamental, como sesgos a la hora de realizar los análisis, acceso a información incompleta o incorrecta y el supuesto de que la cotización de mercado tenderá en el largo plazo a converger con el valor intrínseco.

Como demostración de la complicación de utilizar el análisis fundamental, a finales de 2023, el 92.12% de los gestores activos estadounidenses no había conseguido batir en 15 años al índice S&P500.

4.4 Value investing

El value investing es una filosofía de inversión perteneciente al análisis fundamental, creada entre los años 1920 y 1930 por Benjamin Graham y David Dodd, con la publicación del libro "Security Analysis". Aunque el value investing ha ido evolucionando, las ideas principales siguen siendo las mismas, las cuales son:

El precio de los activos financieros está sujeto a vaivenes bruscos y caprichosos, provocados por la irracionalidad de los inversores. Es famosa la personificación del mercado creada por Graham, "Mr. Market", un caballero maniaco depresivo que cada día ofrece comprar y vender tus activos financieros a precios cambiantes según su estado de ánimo.

A pesar de los bruscos cambios de precio, existe una realidad económica por detrás de los precios de cotización, más estable y que puede ser medible con cierta precisión. Esta es la misma idea de valor intrínseco que se explicó al describir el análisis fundamental.

La estrategia de comprar consistentemente activos financieros con un descuento relevante frente a su valor intrínseco, producirá a lo largo del tiempo retornos satisfactorios. Este descuento mínimo a partir del cual comprar es conocido como margen de seguridad. El margen de seguridad proporciona al inversor un colchón de seguridad frente a la incertidumbre de su valoración.

Aunque los pilares del value investing siguen siendo los mismos, muchos inversores value actuales consideran que la filosofía ha virado su foco, centrándose más en otros parámetros cualitativos relevantes de la compañía. Algunos de estos parámetros son la

existencia de ventajas competitivas “moats”, barreras que aíslan dentro del mercado a las compañías y les permiten obtener rentabilidades superiores sin que la competencia erosione sus márgenes o, por ejemplo, la alineación de la directiva con los accionistas, así como su capacidad para realizar con éxito decisiones de asignación de capital.

Esta filosofía de inversión, la inversión en valor, es la que se va a utilizar en este trabajo para el análisis y la valoración de SII.

5 DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Société pour l'informatique Industrielle es una compañía multinacional francesa que pertenece al sector de servicios IT. En concreto se dedica a la consultoría tecnológica y a los servicios digitales.

Son dos los principales servicios que ofrecen. Primero, la externalización de actividades de investigación y desarrollo y segundo la consultoría y servicios informáticos enfocados a la adaptación de tecnologías digitales en empresas.

Dentro de la consultoría tecnológica distinguimos tres funciones:

Estudio y asesoría. Estudio de las necesidades del cliente mediante una auditoría tecnológica y la asesoría de la mejor solución a implementar. Elaboración de especificaciones técnicas y prototipos, así como el diseño de la seguridad de los sistemas. Dichas asesorías se realizan teniendo en cuenta tanto la legislación vigente de la ubicación donde se realiza la asesoría, si como asesoramiento en el cumplimiento de los estándares y normativas adecuadas a cada caso de estudio objeto de la asesoría. Llevar a cabo la implementación de estos proyectos también supone un reto logístico que incluye, por ejemplo, el disponer del necesario y suficiente personal técnico para la ejecución del proyecto, así como del diseño y ejecución de cientos de pruebas para comprobar el correcto funcionamiento del software.

Integración de sistemas. Esta parte incluye la concepción y realización de sistemas a base de elementos heterogéneos provenientes de terceros. Es una parte más técnica y de desarrollo que la mera consultoría, la cual además incluye el mantenimiento de estas soluciones. El mantenimiento de aplicaciones de software es un negocio muy interesante que proporciona ingresos recurrentes y unos márgenes muchas veces más elevados que el propio desarrollo. Dentro del servicio de mantenimiento de aplicaciones se ofrecen actividades tales como mantenimiento correctivo, mantenimiento adaptativo (incluyendo la evolución tecnológica mínima de los sistemas), sostenibilidad de los sistemas (soporte a entornos preproductivos, soporte a la producción y operación, soporte a los usuarios)

Ingeniería. La acumulación de conocimientos especializados, el dominio de las técnicas de ingeniería en un sentido amplio (no solo informática) y el conocimiento fundamental de la actividad del cliente son esenciales para esta actividad. La diversidad de proyectos y clientes abordados por el grupo SII le confiere una posición destacada como actor que opera en una amplia gama de especialidades en las disciplinas de ingeniería en los siguientes campos:

Informática embebida: software embebido y en tiempo real, software de control de comando, software de supervisión, bancos de pruebas, electrónica.

Sistemas de información: planificación estratégica, arquitectura, diseño, desarrollo, optimización, implementación, operación, mantenimiento.

Nuevas tecnologías de la información y la comunicación: nuevos usos, nuevas herramientas, procesamiento de información.

Infraestructuras: arquitectura de redes o telecomunicaciones: diseño, implementación, optimización, seguridad, almacenamiento, bases de datos, alojamiento.

Ingeniería científica e ingeniería de sistemas en los sectores de la aeronáutica, el espacio, la naval, el militar, el transporte y las industrias de alta tecnología. Esta última es una parte, la de ingeniería que suele poseer unos márgenes más altos y en la que se desarrollan software a medida del cliente.

5.1 Organización del grupo

La unidad básica organizativa es la agencia, localizada en la zona geográfica próxima a los clientes para proporcionar un servicio más próximo y cuyo director tiene dos funciones fundamentales: la retención y obtención de nuevos clientes en su área y la del reclutamiento y desarrollo de los ingenieros a su cargo.

Los equipos técnicos, comerciales, recursos humanos, administración de ventas y calidad trabajan en conjunto bajo la responsabilidad del director de la agencia. Esta gestión en el nivel más básico garantiza una mayor eficacia en la oferta de servicios.

Cada agencia se gestiona como un centro de beneficios y cuenta con un seguimiento presupuestario y una serie de indicadores. El director de la agencia es un verdadero emprendedor con los riesgos y oportunidades que conlleva. El margen de su agencia es una parte de su remuneración.

Históricamente son muchas las empresas que también con un modelo descentralizado y otorgando responsabilidades a los grupos han logrado evitar la burocratización excesiva de la compañía al ganar tamaño, manteniendo su dinamismo y su capacidad de crecimiento.

La administración de ventas y compras se maneja a nivel de la agencia.

A más alto nivel en la compañía encontramos otros organismos que orientan a la compañía en su conjunto.

- Dirección General (Comex)

- Dirección de desarrollo:

Iniciada en 2019, esta dirección tiene como objetivo apoyar el desarrollo del grupo mediante la gestión de la relación con el cliente en sectores estratégicos y la estructuración de la cadena de valor del grupo en su conjunto.

- Dirección de Operaciones.

Creada en 2021, esta dirección organiza la producción en múltiples ubicaciones (a nivel nacional e internacional) del grupo para garantizar el más alto nivel de calidad y seguridad para los clientes. Esto es relevante porque SII está apostando como muchas otras compañías del sector IT como Globant, Endava o Nagarro por una deslocalización, en el caso de SII parcial, del desarrollo. Al contratar ingenieros bien formados, pero en países con renta más baja se logra reducir considerablemente los costes de desarrollo. Esto, a cambio, trae consigo una serie de retos, especialmente de coordinación entre los trabajadores de distintos países y el cliente.

- Direcciones Territoriales.

Con el fin de ampliar las sinergias dentro del grupo SII, ya sean territoriales, sectoriales o tecnológicas, el grupo decidió en 2019 crear varias direcciones territoriales en Francia y en el extranjero para continuar su desarrollo. SII lleva ya muchos años siguiendo una estrategia de expansión internacional en países como España o Polonia, en la que entraremos en más detalle en la parte de historia de la compañía.

- Dirección administrativa y financiera.

La descentralización requiere la implementación de procedimientos, prácticas, métodos y herramientas comunes. Se necesita un informe claro y riguroso para tener una visión analítica a nivel de las agencias y una visión sintética de conjunto a nivel de la sede.

El grupo SII cuenta con un ERP (Enterprise resource planning) personalizado que le asegura un seguimiento de proyectos y personal a nivel local y la consolidación de la información hacia una visión sintética de la actividad mensual consolidada.

Otros organismos dentro de la organización son: la dirección de reclutamiento, dirección de calidad, auditoría interna y dirección de sistemas de información.

5.2 Distribución geográfica SII

SII ha apostado por una fuerte internacionalización, centrada especialmente en Europa, con especial éxito en Polonia. Debido a esto, se va a analizar el tamaño y la localización de las diferentes sucursales de SII. Todas las cifras que se van a mostrar a continuación son a fecha 31/03/2023.

Bélgica. Ventas de 12,8M€ con 72 empleados y centrados en los sectores de energía, medios de comunicación y servicios. Oficinas en Bruselas, Gante, Amberes y Lieja.

Reino Unido. 5,08M€ con 57 trabajadores y dedicados a los sectores de defensa, aeronáutica y telecomunicaciones.

Francia. El área geográfica más importante con unas ventas de 435,2M€, 5025 trabajadores y centrado en los sectores aeronáutico, banca, defensa, energía y telecomunicaciones.

Suecia. 2,7M€ de facturación con 11 empleados, estando esta sucursal subordinada a la filial de Polonia y creada para acompañar a los clientes que tienen operaciones en Suecia.

Suiza. 1,3M€ de ventas.

España. 41,5M€ de ingresos con 641 empleados y enfocada en los sectores de banca, telecomunicaciones y transporte. Fruto de la adquisición de Concatel.

República checa. Con una cifra de ventas de 5,4M€ con 44 empleados y sectores de banca, automovilístico y ciberseguridad.

Alemania. Ventas de 52,1M€ con 542 empleados distribuidos entre las oficinas de Stuttgart, Hamburgo y Múnich. Los sectores principales en Alemania son aeronáutico, automovilístico, energía y sanitario.

Países Bajos. 3,3M€ en ventas con 42 empleados.

Polonia, una de las filiales más importantes con ventas de 405,5M€ y 3263 empleados. Sectores banca, electrónica, industria, sanitario y telecomunicaciones.

Ucrania. 1,3M€, las oficinas en Ucrania se fundaron con la idea de completar la oferta de desarrollo low cost del grupo.

Rumanía. Se creó esta filial a partir de la española. Ventas de 32,8M€ y 459 empleados con actividad en los sectores de banca, defensa y telecomunicaciones.

Colombia. 4,4M€, 180 empleados y enfocados al sector de banca y servicios.

Chile. Filial creada para acompañar a los clientes que llevan operaciones allí. Ventas de 17,7M€ y 363 empleados.

Argentina. Creada a partir de la filial española, SII. Argentina sirve para complementar el desarrollo low cost enfocado a mercados hispanohablantes.

Canadá. 10,7M€ y 42 empleados, enfocados en los sectores de banca y aeronáutico.

India. SII se instaló en Bangalore como otro centro de desarrollo low cost. La

India es uno de los países del mundo con mayor número de titulados en ingeniería IT del mundo, con unos sueldos muy atractivos para las multinacionales.

Marruecos. Centro de desarrollo low cost enfocado a los países francófonos. Cuenta con 178 empleados y una cifra de ventas de 7,6M€.

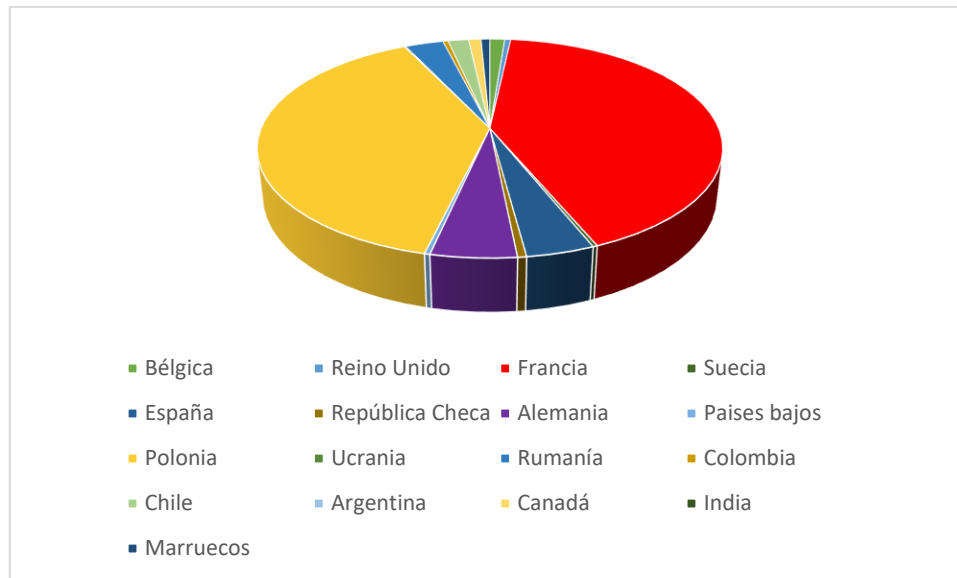


Ilustración 3. Ingresos por país SII.

Tendances court/moyen terme

La répartition géographique du chiffre d'affaires de la société montre un développement rapide à l'international et une répartition géographique équilibrée sur les régions en France.



Ilustración 4. Evolución origen ingresos. [5]

Se aprecia la gran dependencia que sigue teniendo SII del mercado francés y el éxito de su expansión a Polonia, un país que desde su salida de la URSS ha crecido a una tasa anual compuesta de 4,1% al año [6]. Es también notable la apuesta de SII por el desarrollo off-shore, que, aunque tiene la ventaja de costes por los menores salarios de los ingenieros

puede generar fricciones por la más difícil comunicación entre los equipos de desarrollo y los equipos de venta y los clientes.

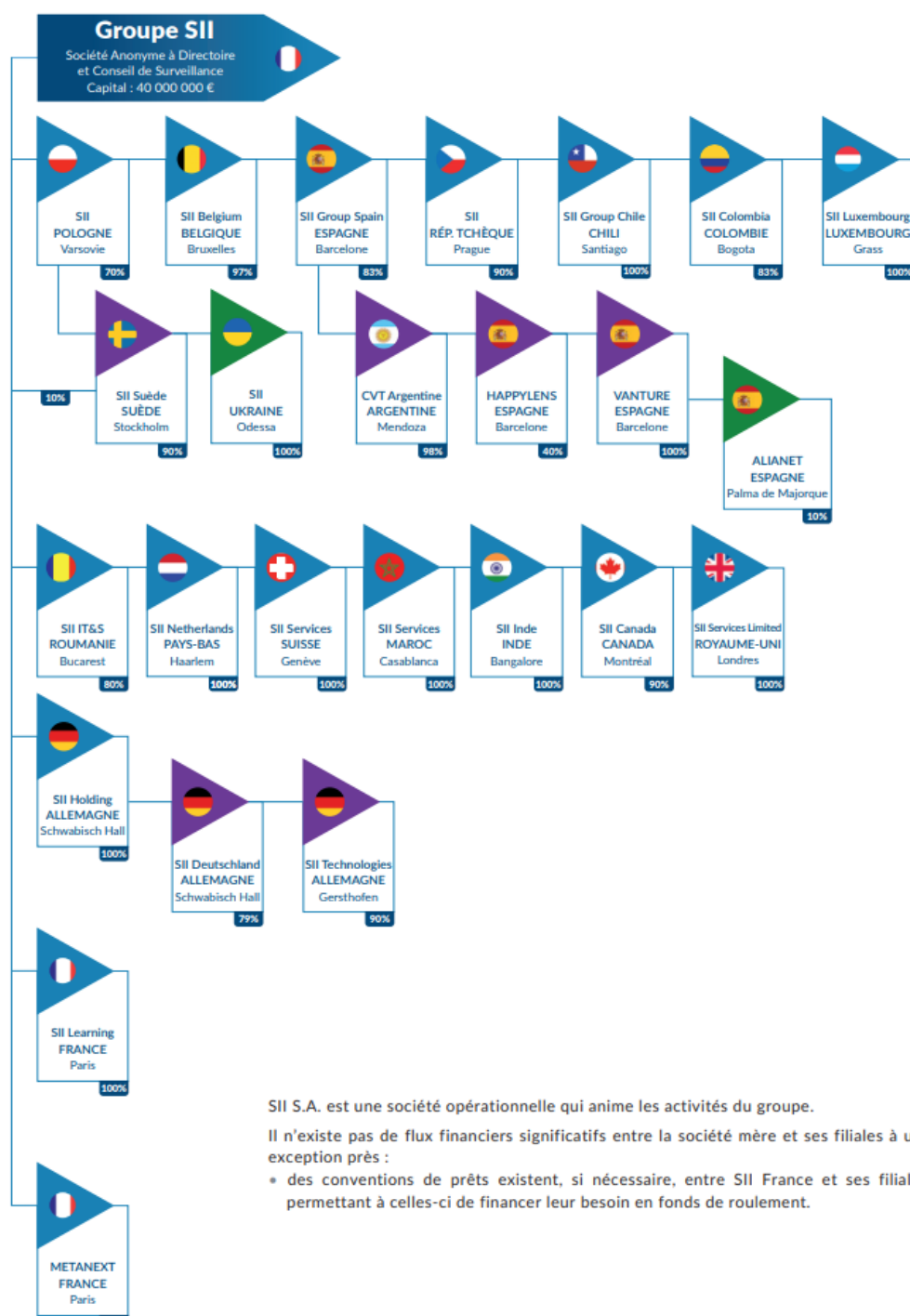


Ilustración 5. Organigrama del grupo. [5]

5.3 Distribución de ventas por sector

Chiffre d'affaires par secteur d'activités clients

En % du chiffre d'affaires	2021/2022	2022/2023
Aéronautique, Spatial & Défense	21,4%	21,1%
Banque & Assurance	19,5%	18,8%
Télécoms & médias	13,8%	12,0%
Autres Industries	7,7%	10,2%
Energie	6,7%	7,2%
Santé	6,3%	7,1%
Services	7,3%	6,8%
Commerce & Distribution	4,9%	5,4%
Automobile	4,1%	5,0%
Transport	3,8%	3,9%
Autres	4,5%	2,5%

Ilustración 6. Distribución ventas por sector. [5]

Vemos que las ventas de SII están muy bien diversificadas por sector, siendo además su sector más relevante el aeronáutico, espacial y de defensa. Un sector menos cíclico que por ejemplo el del automóvil y con vientos de cola por la gran inversión de los estados europeos (varios miles de millones de euros) en el sector de defensa a partir de las tensiones geopolíticas creadas por el conflicto entre Rusia y Ucrania. [7]

Además, la guerra del siglo XXI está mucho más enfocada en la superioridad tecnológica con un gran peso de la llamada guerra electrónica, consiste en una actividad tecnológica y electrónica con el fin de determinar, explotar, reducir o impedir el uso hostil de todos los espectros de energía, por ejemplo, el electromagnético, etc. por parte del adversario y a la vez conservar la utilización de dicho espectro en beneficio propio. [8]

5.4 Concentración de clientes

Pourcentage du chiffre d'affaires effectué avec les n premiers clients

	2020/2021	2021/2022	2022/2023
Premier client	9,5	9,7	10,0
Cinq premiers	30,5	30,5	29,6
Dix premiers	41,1	41,9	41,2
Vingt premiers	53,3	53,3	53,4
Cinquante premiers	70,6	71,6	70,6

Ilustración 7. Concentración clientes. [5]

Se observa que la concentración de clientes se ha mantenido más o menos estable durante los últimos tres ejercicios. Aunque hay algo de concentración, el mayor cliente supone un 10% de las ventas, y los cinco primeros el 30%, no es una concentración que pueda poner en riesgo la continuidad de la empresa.

6 HISTORIA DE LA COMPAÑÍA

Société pour l'informatique Industrielle (SII) fue creada en 1979 por Bernard Huvé, ingeniero y con experiencia como consultor especializado en informática con experiencia laboral en Bull, una compañía de informática francesa, Philips y Commissariat à l'Energie Atomique, organismo público francés centrado en la investigación científica en el ámbito de defensa, energía y telecomunicaciones.

SII comienza llevando a cabo proyectos de informatización para azucareras en colaboración con Philips Sciences & Industrie. Otros proyectos incluían empresas dedicadas a la fabricación de hormigón y para la industria del automóvil.

En 1984 comienza la expansión de la compañía con la apertura de una sucursal en Niza, aprovechando un importante contrato con IBM, finalizará la década de los 80 con una plantilla de 120 empleados.

En el ejercicio de 1992 durante unos años difíciles para el sector se produce el único año con pérdidas en la historia de la compañía, un resultado neto de (350 000€) con unos ingresos de 8,7 millones de euros.

A partir de esto se produce un cambio de estrategia, desarrollándose un modelo más descentralizado que incluía un servicio de proximidad, abriendo oficinas cerca de clientes clave. El planteamiento de crecimiento durante estos años es totalmente orgánico con la apertura de divisiones en Rennes (1997) para la industria de telecomunicaciones y en Aix-en-Provence (1998) para la industria militar naval. También se abren oficinas en Nantes, Toulouse, Estrasburgo y Lille.

En 1999, SII comienza a cotizar en la Bolsa de París, justo en pleno boom de la burbuja puntocom.

Sale a bolsa con un total de 3.000.000 de acciones. Fijémonos en la estructura del accionariado, la familia Huvé, los directivos y empleados se convierten en los mayores accionistas de la compañía. Este alineamiento de intereses entre directiva y accionistas favorece la maximización de resultados para los accionistas.

Structure de l'actionnariat

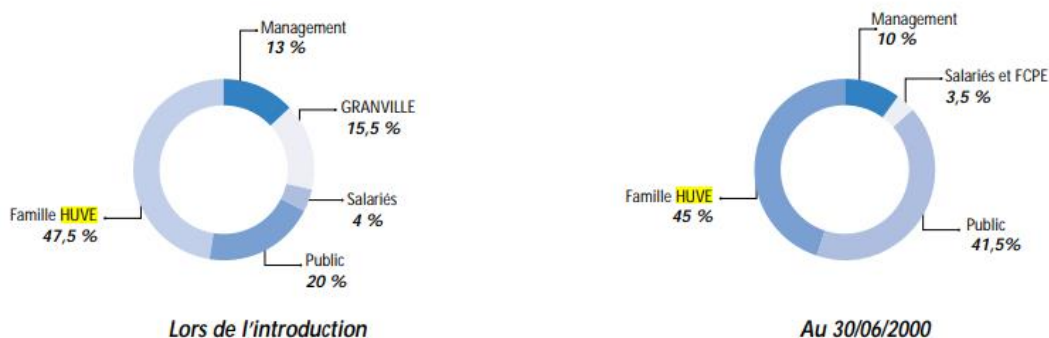


Ilustración 8. Estructura accionarial. [5]

Téngase en cuenta que con los BPA de 1999 la compañía llegó a cotizar a aproximadamente PER 100. En el año 2000 colapsa la burbuja punto com, la cotización de SII llega a caer un 90% y no superará los anteriores máximos hasta dieciséis años más tarde.

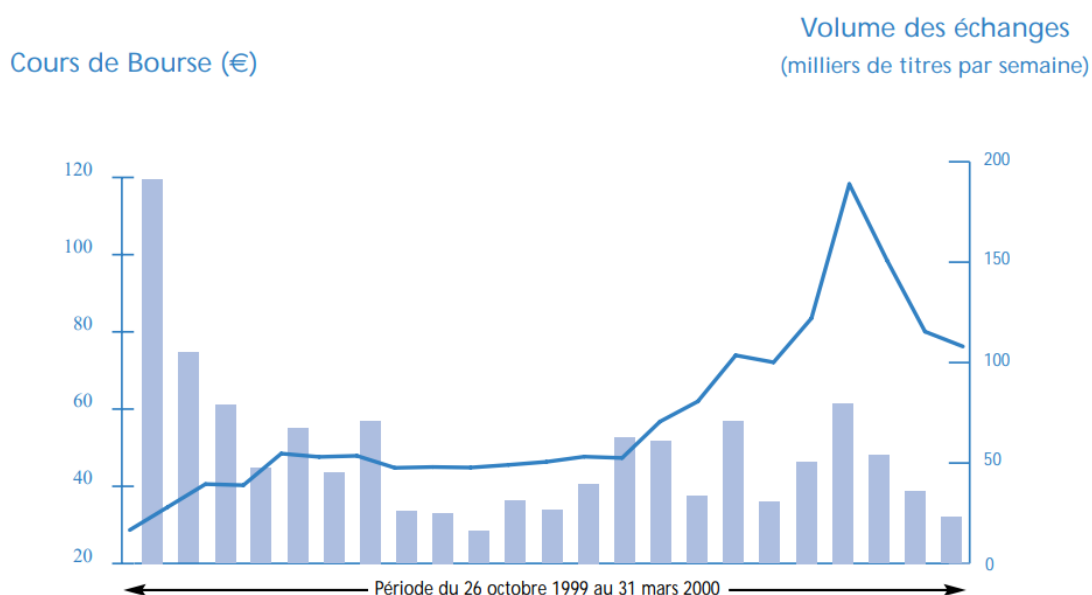


Ilustración 9. Evolución de la cotización.

El crecimiento de la compañía es altísimo los años previos a la salida a bolsa, pasando su beneficio neto de 1.092.623€ en 1996 a 3.423.508€ en 1999 y contaba ya con 500 empleados.

2.8 Tableau des résultats des cinq derniers exercices

Nature des indications	Exercices concernés				
	01/04/1995 31/03/1996	01/04/1996 31/03/1997	01/04/1997 31/03/1998	01/04/1998 31/03/1999	01/04/1999 31/03/2000
I. Capital en fin d'exercice					
Capital social	2 286 735	2 286 735	2 286 735	2 286 735	6 000 000
Nombre des actions ordinaires existantes	150 000	150 000	150 000	150 000	3 000 000
Nombre des actions à dividende prioritaire (sans droit de vote) existantes					
Nombre maximal d'actions futures à créer					
- par conversion d'obligations					
- par exercice de droits de souscription					
II. Opérations et résultats de l'exercice					
Chiffre d'affaires hors taxes	12 276 112	14 271 079	20 111 682	30 731 847	41 473 399
Résultat avant impôts, participation des salariés et dotations aux amortissements et provisions	1 785 067	1 873 905	3 327 568	5 362 648	7 067 298
Impôts sur les bénéfices	581 262	551 490	1 211 043	1 741 861	2 046 050
Participation des salariés due au titre de l'exercice	235 109	226 985	491 518	801 754	1 021 524
Résultat après impôts, participation des salariés et dotations aux amortissements et provisions	713 282	1 092 623	1 408 345	2 453 700	3 423 508
Résultat distribué	182 939	196 659	228 674	320 143	420 000
III. Résultats par action					
Résultat après impôts, participation des salariés mais avant dotations aux amortissements et provisions	6,46	7,30	10,83	18,79	1,33
Résultat après impôts, participation des salariés et dotations aux amortissements et provisions	4,76	7,28	9,39	16,36	1,14
Dividende brut attribué à chaque action	1,22	1,31	1,52	2,13	0,14
IV. Personnel					
Effectif moyen des salariés employés pendant l'exercice	165	192	267	407	559
Montant de la masse salariale de l'exercice	6 020 148	7 028 888	9 682 744	14 703 341	20 550 721
Montant des sommes versées au titre des avantages sociaux de l'exercice (Sécurité sociale, œuvres sociales)	2 541 984	3 025 644	4 189 903	6 466 375	9 009 747

Ilustración 10. Resultados ejercicios 1995-2000. [9]

Hasta el 2005 se produce cierto estancamiento e incluso decrecimiento (2002 = -3 %, 2003 = -5 % según Syntec Informatique) en el sector en el que aun así sigue creciendo. En el gráfico siguiente se aprecia cómo los beneficios operativos aumentan con un crecimiento anualizado de más de doble dígito.



Ilustración 11. Resultado operacional 2003-2007. [10]

En la etapa 2005-2007 mejoran las perspectivas del sector y SII comienza su expansión internacional con la apertura de una filial en Polonia. En el ámbito nacional continúan expandiéndose por Burdeos, Brest, Caen, La Ciotat, Lannion, Le Mans, Lyon, Niort, Montpellier, Tours et Vitrolles.

A finales del 2007 ocurre un cambio fundamental en la directiva, Bernard Huvé, el fundador y que había estado dirigiendo SII desde el comienzo da un paso atrás y pasa a desempeñar un rol de supervisión más que de gestión. Su sustituto es Eric Matteucci, empleado de la compañía desde 1988 y que ya había ocupado puestos clave como director financiero, gerente o director en la sucursal de Rennes.

Patrice Demay es nombrado director encargado del desarrollo en Francia y Jean-Paul Chevée en desarrollo internacional.

Durante el periodo 2007-2009, se crean dos filiales europeas en Praga y Bruselas, también la creación de SII Marruecos en Casablanca y se realizan las dos primeras adquisiciones, una en Suiza (CORIS) y otra en España (CONCATEL) en marzo de 2009. En la adquisición de Concatel, SII se hizo con el 80% de la compañía manteniendo tanto a la directiva como a los empleados. Ese 20% en manos de los antiguos dueños sirvió para mantener los intereses alineados con SII y su compromiso con el futuro de la empresa.

La crisis financiera de 2008 golpea duramente las economías mundiales. Aunque el sector de servicios IT se ve menos afectado que otros, este decrece un 4% durante el 2009, llegando algunos servicios a decrecer hasta un 7%.

SII se ve especialmente afectada al estar más expuesta a la economía española. Esto es debido a la adquisición de CONCATEL. En el momento de la adquisición, CONCATEL, una empresa española, contaba con una facturación de unos 15 millones de euros y tenía unos márgenes considerablemente más bajos, del 2%, frente al resto del grupo, 4,7%. Esta adquisición no ha dado buenos resultados con el tiempo.

En el 2009 se produce una fuerte bajada del beneficio operativo, debido a una menor tasa de ocupación de los ingenieros de SII. En este sector es frecuente que las empresas cuenten con una plantilla fija de ingenieros, la mayoría de ellos asignados a un proyecto concreto. En caso de que la tasa de ocupación baje, los beneficios se reducen bruscamente, ya que los costes fijos permanecen constantes (salarios de los ingenieros). A este fenómeno se le conoce como apalancamiento operativo.

Aun así, SII es una empresa muy diversificada, tanto en clientes (192) como geográficamente, así como en los sectores a los que proporciona servicios y continúa creciendo tanto en ventas como en plantilla.

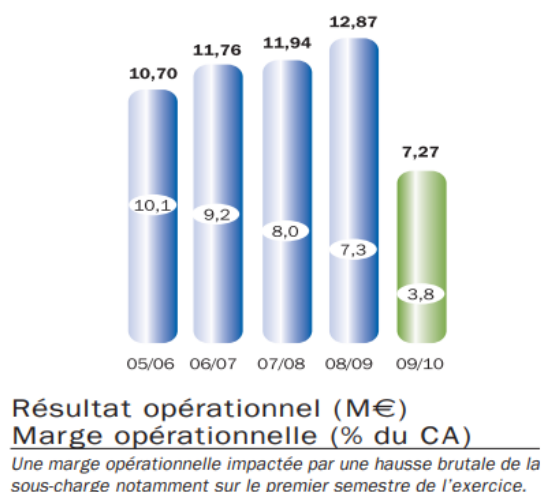


Ilustración 12. Resultados operativos 2006-2010. [11]

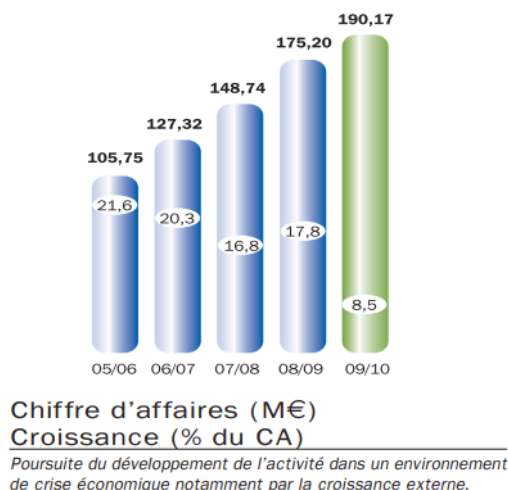


Ilustración 13. Ingresos 2006-2010. [12]

En 2010 se realiza otra adquisición, esta vez en Alemania. Las ventas fuera de Francia suponen ya el 15% del total. En la etapa 2011-2012 se realizan dos adquisiciones, una en la zona Ródano-Alpes y otra en Bélgica. El mayor tamaño de SII y la fragmentación del sector favorecen este tipo de operaciones. Dentro de la política de asignación de capital de la compañía este crecimiento inorgánico es cada vez más relevante aunque puede haber favorecido una bajada en los márgenes al menos de manera temporal. Siempre se han mantenido los dividendos, siendo estos crecientes en todos los ejercicios menos en 2009.

Durante los años 2013-2015 se produce por primera vez una bajada de dos años consecutivos en las ventas en Francia.

La compañía sigue con su política de expansión internacional con otra adquisición en Alemania, otra en Países Bajos y otra en Colombia.

Para ayudarnos a comprender qué tal han sido las adquisiciones, Concatel facturaba en 2009 15 millones de euros y en 2015 la facturación era de 27M, un crecimiento del 10% anual, en 2021 había alcanzado los 44,6M. La sucursal en Polonia de 7M de facturación en 2009 a 56M en 2015 y 303M en 2021.

Del 2015 al 2019 la empresa sigue creciendo, el beneficio neto pasa de 13M a 26M y continúa agresivamente su expansión internacional, en 2015-2016 realizan otra adquisición

en Alemania y abren filiales en Canadá e Inglaterra. En 2019-2020 realizan una adquisición de una compañía de servicios IT francesa enfocada a los sectores de Banca y Seguros y abren oficinas en Suecia.

En 2020 se produce la pandemia de la Covid-19, la compañía se ve ligeramente afectada con una caída en ventas del 3,3% y del beneficio neto del 8,4%. debido principalmente por estar expuesta a sectores más afectados por la crisis, como el aeronáutico o el automovilístico. Lo supera además con una situación de caja neta de 72 millones de euros.

Pasado el 2020, SII experimenta una fuerte demanda por parte de sus clientes. La digitalización se ha acelerado bruscamente por la pandemia. La compañía ha realizado desde entonces dos adquisiciones, una en Bélgica, ANANKEI en octubre del 2021. En enero de 2023 compra METANEXT (ventas de 18M), financiada enteramente con la caja de la compañía.

Las cuentas de la compañía durante estos últimos 5 años se estudiarán con más detenimiento posteriormente.

7 ORGANIZACIÓN, ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y DIRECTIVA

7.1 Consejo de supervisión

	Mandats	Société	Date de nomination	Échéance du mandat
Bernard Huvé	Président du CS	SII	AGM 19/09/2019	AGO comptes 2024/2025
Alexia Slape	Membre du CS	SII	AGM 16/09/2021	AGO comptes 2026/2027
Jean-Yves Fradin	Membre du CS	SII	AGM 19/09/2019	AGO comptes 2024/2025

Ilustración 14. Consejo de supervisión. [5]

El Consejo de Supervisión es un organismo que tiene el papel de control y supervisión de la administración de la empresa.

Bernard Huvé, el fundador, que ya ha pasado a un segundo plano en la gestión de la empresa es el presidente del Consejo de supervisión. Alexia Slape, hija del Sr. Huvé, está adquiriendo cada vez más responsabilidades dentro del grupo.

Por otra parte, el Sr. Jean-Yves Fradin, es un profesional con amplia experiencia que llegó a SII en el año 1997 como director de recursos humanos. Se jubiló en el año 2006, tras 9 años. En el año 2007 fue nombrado miembro del Consejo de supervisión, posición que todavía ostenta.

7.1.1 Funcionamiento Consejo de Supervisión

Se reúne al menos cuatro veces al año, durante el ejercicio 2022-2023 se reunió seis veces. Sus tareas son tratar la evolución estratégica del grupo, los planes de remuneración de la directiva, la actualidad económico-financiera del grupo, etc.

7.1.2 Remuneración Consejo de supervisión

Los miembros del consejo de supervisión reciben una remuneración fija de 80.000€ al año. Es una remuneración razonable para la responsabilidad que tienen los miembros del consejo.

7.2 Directiva

	Mandats	Fonctions	Société	Date de nomination	Échéance du mandat
Eric Matteucci	Président du directoire	Directeur administratif & financier	SII	CS 07/12/2019	06/12/2025
Didier Bonnet	Membre du directoire	Directeur Régional International	SII	CS 08/09/2022	07/09/2028
François Goalabré	Membre du directoire	Directeur Régional France Nord et Grand Est	SII	CS 07/12/2019	06/12/2025
Antoine Leclercq	Membre du directoire	Directeur Régional International	SII	CS 07/12/2019	06/12/2025
Charles Mauclair	Membre du directoire	Directeur Régional France Grand Ouest	SII	CS 07/12/2019	06/12/2025

Ilustración 15. Composición de la directiva. [5]

El Sr. Eric Matteucci fue nombrado consejero por primera vez el 20 de diciembre de 2007. Llegó a la empresa en 1988 y fue ascendiendo, obteniendo cargos de cada vez mayor responsabilidad. Su gestión desde el 2007 ha sido excelente como se ha podido apreciar estudiando la historia de la compañía.

El Sr. Didier Bonnet es profesor de estrategia e innovación en el IMD Business School, cuenta con más de 30 años de experiencia en consultoría enfocada a la transformación digital, estuvo desde 1990 hasta 2021 trabajando para Capgemini, donde llegó a puestos de alta responsabilidad. Es, además, autor de varios libros como “Leading Digital” y “Hacking Digital”.

El Sr. François Goalabré, lleva en la directiva de SII desde 2019, pero comenzó a trabajar para la compañía en 2005. Fue ocupando distintos puestos desde responsable de departamento hasta su actual cargo como director regional para Francia norte y este.

El Sr. Antoine Leclercq, ingeniero de formación, cuenta con mucha experiencia dentro de la compañía, un total de 13 años, actualmente está al mando de la región Sur-Oeste de SII Francia siendo el encargado de los sectores de Defensa, Espacio y Aeronáutica.

El Sr. Charles Mauclair se unió a la compañía en 2004 y actualmente se ocupa de la región Gran-Oeste.

Como comentario final en cuanto a los miembros de la directiva, es importante mencionar que son personas bien formadas, con amplia experiencia dentro de la compañía y cuya posición parece más que merecida.

7.2.1 Remuneración directiva.

En cuanto a la remuneración de la directiva interesa que esté lo más alineada posible con los accionistas y que además no sea desproporcionada. En cuanto a la alineación de intereses, la entrega de acciones, stock options o que su sueldo dependa de métricas como los beneficios por acción son todo buenas señales para el resto de los accionistas.

Esto es importante porque existe un conflicto de interés entre la directiva y los accionistas. Sucede porque la directiva debe, en principio, actuar teniendo en cuenta los intereses de los accionistas, pero puede que sus intereses personales entren en conflicto con los de los accionistas, pongamos por ejemplo que el mayor retorno para los accionistas se obtiene asumiendo un nivel alto de riesgo. Es posible que esto no convenga a la directiva ya que en caso de que ese alto riesgo se materialice en la quiebra de la compañía y la pérdida de sus puestos. Este tipo de conflictos se llama “agency problema” en el que un agente debe actuar en el nombre de otro.

El sueldo de la directiva consta de tres partes, y para el próximo ejercicio será: una retribución fija, que es de 348 000€ para el Sr. Matteucci y de 192 000€ para el resto de los directivos. De una retribución variable, de 120 000€ para todos los miembros de la directiva y un plan de acciones gratuitas.

En la siguiente tabla vemos las retribuciones a los miembros de la directiva para el ejercicio terminado en marzo de 2023.

	Sueldo	Valor de las acciones entregadas	Total
Eric Matteucci	305.822,00 €	269.911,00 €	575.733,00 €
Didier Bonnet	109.235,00 €		109.235,00 €
François Goalabré	327.446,00 €	218.786,00 €	546.232,00 €
Antoine Leclercq	315.833,00 €	218.786,00 €	534.619,00 €
Charles Mauclair	324.556,00 €	218.786,00 €	543.342,00 €

Tabla 1. Salarios directiva.

Attribution d'actions de performance au cours de l'exercice 2022/2023 aux mandataires sociaux :

Mandataire	Date du plan	Nombre d'actions attribuées durant l'exercice	Valorisation des actions	Date d'acquisition	Date de disponibilité
Bernard Huvé	Néant	N/A	N/A	N/A	N/A
Alexia Slape	Néant	N/A	N/A	N/A	N/A
Jean-Yves Fradin	Néant	N/A	N/A	N/A	N/A
Eric Matteucci	01/06/2022	6 330	269 911	01/06/2024	01/06/2024
François Goalabré	01/06/2022	5 131	218 786	01/06/2024	01/06/2024
Antoine Leclercq	01/06/2022	5 131	218 786	01/06/2024	01/06/2024
Charles Mauclair	01/06/2022	5 131	218 786	01/06/2024	01/06/2024

Ilustración 16. Remuneración acciones directiva. [5]

El consejo de supervisión ha decidido que las opciones sobre acciones y/o las acciones gratuitas tendrán que ser conservadas hasta el final de su mandato, en el caso de las opciones sobre acciones el 10% de las acciones obtenidas y el 20% de las acciones gratuitas.

Aunque es una medida positiva, sería mejor si los porcentajes de retención de acciones fuesen algo más altos. En cuanto a los sueldos no parecen ser desmesurados tratándose de una compañía con un beneficio neto de unos 80M€ y un flujo de caja operativo de 100M€.

En cuanto a la entrega de acciones gratuitas, estas acciones se compran abiertamente en el mercado.

7.3 Estructura accionarial**Bourse et actionnariat**

Répartition du capital et des droits de vote au 30 juin 2023

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Votes théoriques		Votes exerçables en AG	
			Nombre de droits(1)	% des droits	Nombre de droits(1)	% des droits
Famille HUVÉ	8 671 397	43,36	8 671 397	43,36	8 671 397	44,86
dont :						
Bernard Huvé	2 721 997	13,61	2 721 997	13,61	2 721 997	14,08
Alexia Slape	1 999 800	9,99	1 999 800	9,99	1 999 800	10,35
Arnaud Huvé	1 999 800	9,99	1 999 800	9,99	1 999 800	10,35
Alban Huvé	1 949 800	9,75	1 949 800	9,75	1 949 800	10,08
Fidelity Investments (FMR)	1 959 806	9,80	1 959 806	9,80	1 959 806	10,14
Eric Matteucci	1 636 329	8,18	1 636 329	8,18	1 636 329	8,47
Personnel et FCPE	270 494	1,35	270 494	1,35	270 494	1,40
Auto détention	671 726	3,36	671 726	3,36		
Public	6 790 248	33,95	6 790 248	33,95	6 790 248	35,13
dont :						
nominatif pur	1 291 738	6,46	1 291 738	6,46	1 291 738	6,68
porteur	5 498 510	27,49	5 498 510	27,49	5 498 510	28,45
TOTAL	20 000 000	100,00	20 000 000	100,00	19 328 274	100,00

Ilustración 17. Estructura accionarial. [5]

8 ANÁLISIS FINANCIERO SII

8.1 Introducción

En esta sección se realiza un análisis financiero de los estados contables de SII, para ello se ha dividido el análisis por estado contable. El análisis de los estados contables permite evaluar cuál ha sido el desempeño histórico de la empresa además de su situación actual.

Además, se va a utilizar una herramienta muy interesante y poderosa las “Common-size statements” en las que cada partida contable se pone en relación con otra partida. Por ejemplo, en el caso del balance de situación. La common-size balance sheet, pone todas las partidas contables del activo en relación con el activo total.

8.2 Balance de situación

El balance de situación de una compañía indica en un momento determinado la situación financiera en la que se encuentra. No tiene carácter temporal, es decir no nos informa de las variaciones que ha ido sufriendo la compañía, es solamente una “instantánea” de la situación en un momento determinado. [13]

El balance de situación se divide en tres elementos fundamentales, el activo, el pasivo y el patrimonio neto.

El activo consiste en los bienes y derechos que posee la compañía y que proporcionarán beneficios en el futuro. Por otra parte, el pasivo son las deudas y obligaciones que la empresa tiene con terceros y que generarán una pérdida en el corto o medio plazo. Por último, el patrimonio neto representa el interés residual que los accionistas poseen sobre los activos de la empresa tras el pago de todas las obligaciones. [14]

La ecuación fundamental del balance es: $\text{ACTIVO} = \text{PASIVO} + \text{PATRIMONIO}$

Esta ecuación expresa que los bienes y derechos que posee la compañía provienen de sus fuentes de financiación, esto es, el pasivo y el patrimonio neto. [15]

8.2.1 Activo

8.2.1.1 Activo no corriente

Fondo de comercio

El fondo de comercio es una partida contable que aparece cuando una compañía adquiere a otra por encima de su valor contable. Esta diferencia entre precio de adquisición y valor contable es lo que se registra como fondo de comercio (Goodwill). SII es una compañía que históricamente ha adquirido múltiples empresas, es debido a esto que su fondo de comercio supone el 10% de todos sus activos, este valor se ha mantenido más o menos estable durante los últimos 5 años, recordad que el fondo de comercio bajo las IFRS no se deprecia, sino que se le realiza una prueba de deterioro anualmente.

El crecimiento inorgánico permite expandirse a nuevos mercados y crecer de una manera más agresiva. En el caso de las empresas de servicios IT, las adquisiciones muchas veces se realizan para acceder a la lista de clientes de las empresas adquiridas y ofrecerles los servicios del adquirente. Las adquisiciones suelen ser problemáticas para el análisis, los detalles de la adquisición suelen ser opacos y al haber una asimetría de información entre el adquirente y el adquirido suelen pagarse múltiples excesivos. Las adquisiciones de SII han sido generalmente positivas, excepto en algún caso puntual como el de Concatel.

Otra partida relevante son los derechos de utilización, que suponen el 8,45% del activo total, una partida que aparece en la firma de un arrendamiento y que ha ido disminuyendo progresivamente. En el caso de SII se trata de los alquileres de las oficinas. A partir de la pandemia COVID-19 se implementó con más fuerza el teletrabajo, reduciendo en todo el sector el gasto en oficinas. Esto puede ayudar a un ligero incremento en los márgenes.

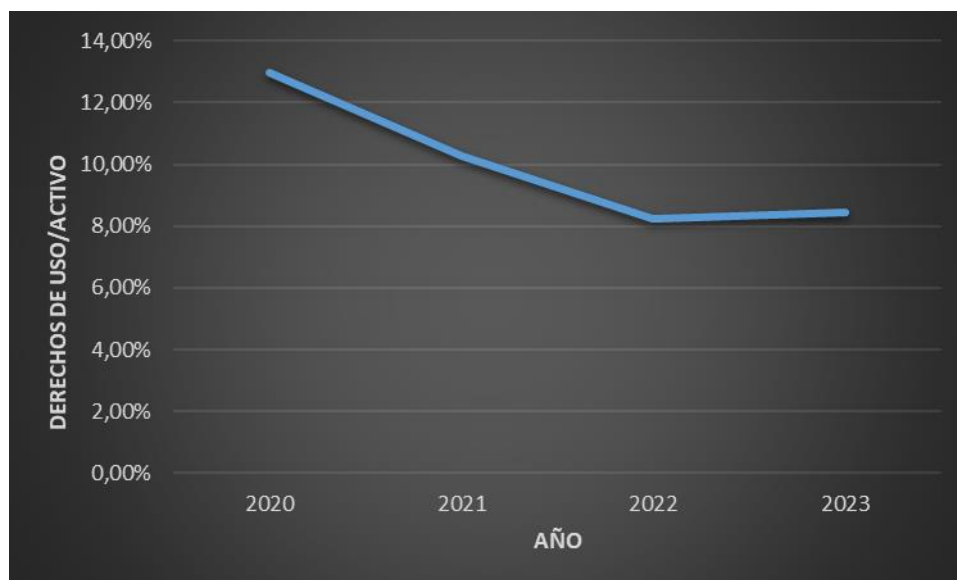


Ilustración 18. Evolución derechos de uso.

Hay que destacar que la empresa no dispone prácticamente de activos fijos en su balance (3,32%), cosa habitual en las empresas de este sector.

8.2.1.2 Activo corriente

Dentro de los activos corrientes, aquellos más líquidos, destacan las cuentas por cobrar. Esto son deudas que los clientes tienen con SII. Suponen un 44% de todo el activo. Es común en el sector que esta partida sea muy relevante, es normal que los clientes paguen a 3 o 6 meses.

Cuanto antes se reciban los cobros, mejor, lo cual permitiría a SII disminuir sus requisitos de capital circulante. Además, el mayor gasto de estas compañías son los salarios, que han de pagarse cada mes. Es por esto por lo que los requisitos de capital circulante suelen ser bastante importantes. SII ha conseguido reducir sus cuentas por cobrar del entorno del 55% sobre el activo total al 44%. Es importante monitorizar su progresión en el tiempo, por poder suponer problemas de liquidez en el caso de que se produzcan impagos o retrasos.

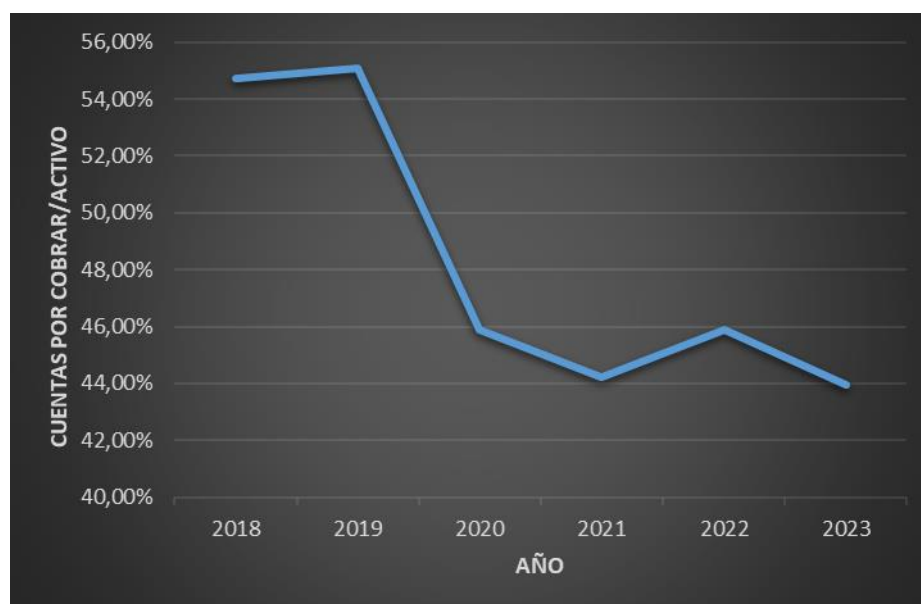


Ilustración 19. Cuentas por cobrar.

Vemos también que la posición absoluta y relativa de caja y equivalentes se ha incrementado notablemente de 71 millones de euros en 2018 a unos 200 millones en 2023. Una posición de caja muy conservadora en relación con su deuda, que veremos más adelante.

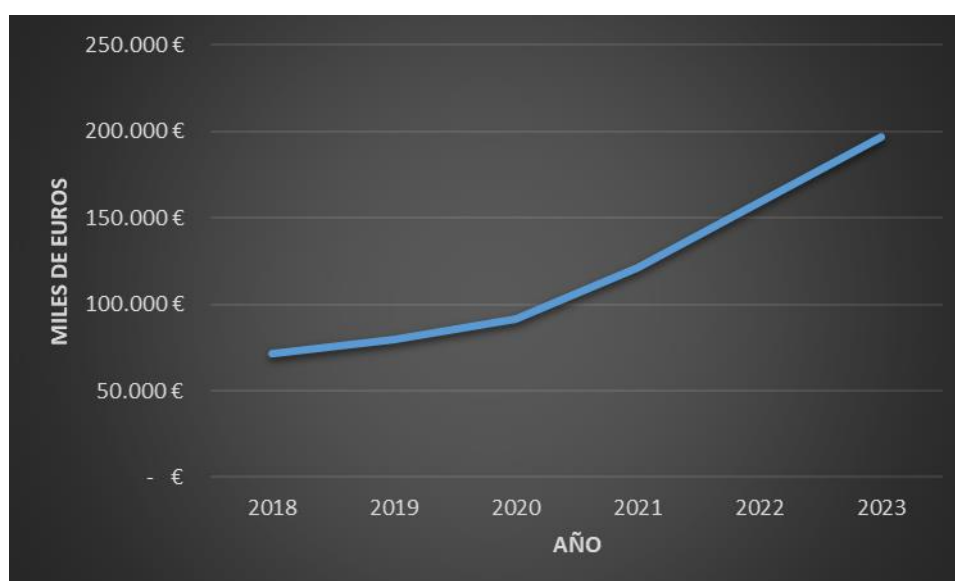


Ilustración 20. Efectivo y equivalentes.

8.2.2 Pasivo

En primer lugar se va a analizar los préstamos y deudas financieras a largo plazo, aquellas que han de ser pagadas en un periodo mayor a un año o un ciclo operativo.

Se observa que SII ha ido reduciendo progresivamente su deuda financiera desde los 28,5 millones de euros en 2018 a los 12,4 millones de euros en marzo del 2023. En relación con el activo supone menos del 2% de este. Otras deudas a largo plazo relevantes son las correspondientes a los contratos de arrendamiento, que alcanzan los 43 millones de euros.

Hay que mencionar que más del 90% de las deudas financieras de SII son a tipo fijo, lo que protege a la compañía frente al aumento que ha habido en los costes de financiación.

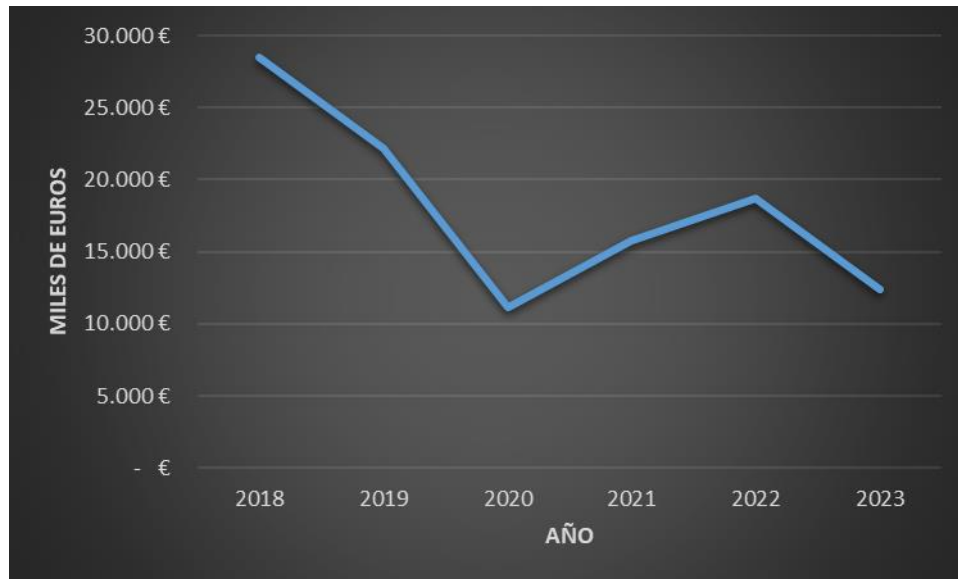


Ilustración 21. Deudas a largo plazo.

En cuanto al pasivo corriente, las deudas financieras a corto plazo son de 20 millones de euros, los pagos por arrendamientos cuyo pago se realizará este año son de 16 millones de euros. Por último, los dos pasivos corrientes más relevantes son las “dettes d’exploitation”, 176 millones de euros que se corresponden con cuotas de la seguridad social de 80 millones de euros, cuentas por pagar a proveedores 54 millones y deudas fiscales 41 millones de euros.

Año	31/03/2023
Pasivo corrientes (k€)	
Deudas financieras	20.214 €
Deudas de arrendamiento	16.251 €
Deudas operativas	175.889 €

La otra partida más relevante es “otros pasivos corrientes”, 123 millones de euros, 90 de ellos corresponden a opciones put. Las “puts sobre participaciones no controladoras” se refieren a las opciones de venta que una empresa otorga a las partes que no tienen el control de ciertas filiales de la empresa.

Las opciones son derivados financieros que suponen una obligación para la parte que vende la opción y un derecho a quien la compra. En este caso una opción put otorga al comprador el derecho, pero no la obligación de vender el subyacente a un precio determinado. SII se ha comprometido a en algún momento futuro comprar ese subyacente. Es por esto por lo que aparece como un pasivo.

Para ser conservador voy a considerar estas partidas a la hora de calcular la deuda neta de la empresa, que veremos en la parte de ratios financieros.

8.2.3 Conclusión

Como conclusión, SII es una empresa con un balance sólido, muy poco apalancada financieramente y cuya deuda financiera es, además, a tipo fijo. Ha ido reduciendo gracias al teletrabajo el peso que los arrendamientos suponen sobre el activo total.

8.3 Cuenta de pérdidas y ganancias.

La cuenta de pérdidas y ganancias permite conocer cuál ha sido el beneficio contable de una compañía a lo largo de un ejercicio. A partir de los ingresos se van sustrayendo los diferentes gastos hasta llegar al beneficio neto. [16]

Los ingresos de SII han crecido desde el año 2017 al año 2023 a una tasa compuesta del 15%, llegando a facturar algo más de mil millones de euros. En cuanto al beneficio neto, este se ha incrementado de los 22 millones de euros a algo más de 80, una tasa compuesta de crecimiento del 24%. Este crecimiento es muy superior al crecimiento del mercado de consultoría que hubo en esos años, de alrededor del 4%. En el mercado de IT services el crecimiento en ingresos fue del 7%.

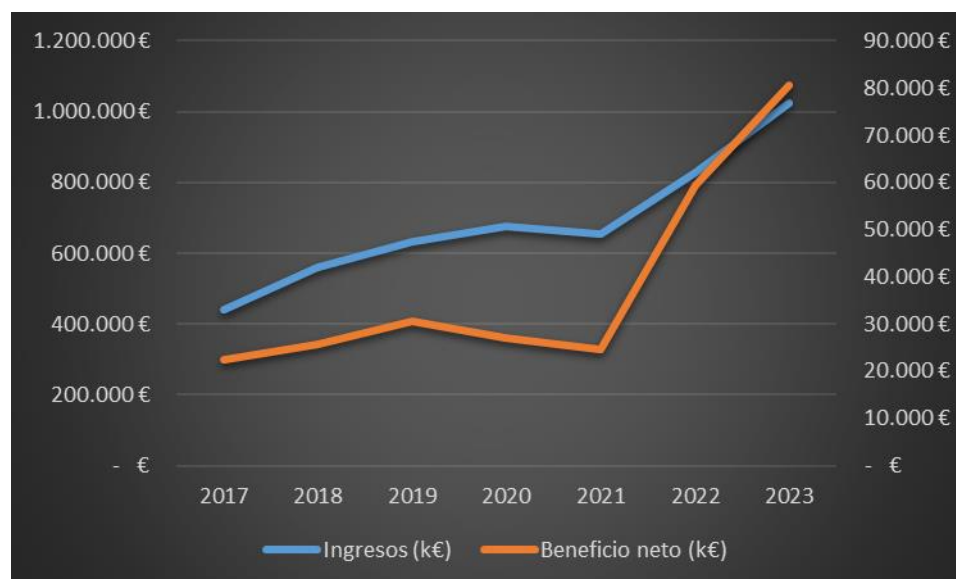


Ilustración 22. Evolución ingresos y beneficio neto.

Para ver qué ha pasado exactamente con los márgenes es útil el uso de una “common-size income statement”. En la que cada partida se pone en relación con los ingresos.

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Ingresos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Beneficio operativo	9,86%	9,54%	5,70%	6,38%	7,39%	6,93%	7,82%
Gasto financiero	-0,20%	-0,26%	-0,32%	-0,35%	-0,17%	-0,19%	-0,05%
Beneficio antes de impuestos	10,31%	9,43%	5,26%	6,08%	7,08%	6,43%	7,46%
Beneficio neto	7,87%	7,17%	3,78%	3,99%	4,85%	4,60%	5,09%

Tabla 2. Pérdidas y ganancias.

Se aprecia que el incremento en el margen neto se ha producido por un incremento en el margen operativo, es decir la compañía es capaz de generar más ingresos utilizando menos recursos: oficinas, empleados etc. Estas compañías se benefician de ligeras ventajas de

escala al mantenerse los gastos administrativos estables, aunque la empresa crezca en ingresos. También la transición a un modelo semi off-shore ha ayudado al incremento en los márgenes.

8.4 Estado de flujos de efectivo

8.4.1 Introducción

Se trata de un estado que informa sobre los movimientos de los activos monetarios representativos de efectivo y otros activos líquidos equivalentes clasificando los movimientos por actividades e indicando la variación neta de dicha magnitud en el ejercicio.

Los flujos de efectivo se clasifican en tres grupos, flujos de efectivo operativos, aquellos relacionados con las operaciones de la compañía. Flujos de efectivo de financiación, son aquellos flujos de efectivo en los que la compañía intercambia efectivo con sus proveedores de financiación, por ejemplo, accionistas y entidades financieras. Por último, los flujos de efectivo de inversión, los gastos de efectivo utilizados en la adquisición de activos a largo plazo, así como su venta. [17]

8.4.2 Flujos de efectivo operativos

Comenzando con los flujos de efectivo operativos, los gastos de opciones sobre acciones son de 1,2 millones de euros, sobre un beneficio neto de 80 millones de euros es un gasto modesto. Aunque personalmente prefiero considerarlo un gasto real operativo y no sumarlo al beneficio neto para calcular el flujo de caja operativo, al suponer un 1,5% del flujo de caja operativo no se ha realizado este ajuste.

En cuanto a las opciones sobre acciones, ha sido habitual en estos años el abuso de las opciones sobre acciones de las compañías del sector tecnológico para retener talento y premiar a los directivos. No es el caso de SII, recordemos que las opciones sobre acciones rondaban los 200 000€ para cada miembro de la directiva.

En cuanto al flujo de caja generado por las actividades operativas, se observa que se ha incrementado a un ritmo constante desde los 12,5 millones de euros a los 100 millones. Un ritmo de crecimiento del 50% anual. Además, el flujo de caja operativo es consistentemente superior al beneficio neto.

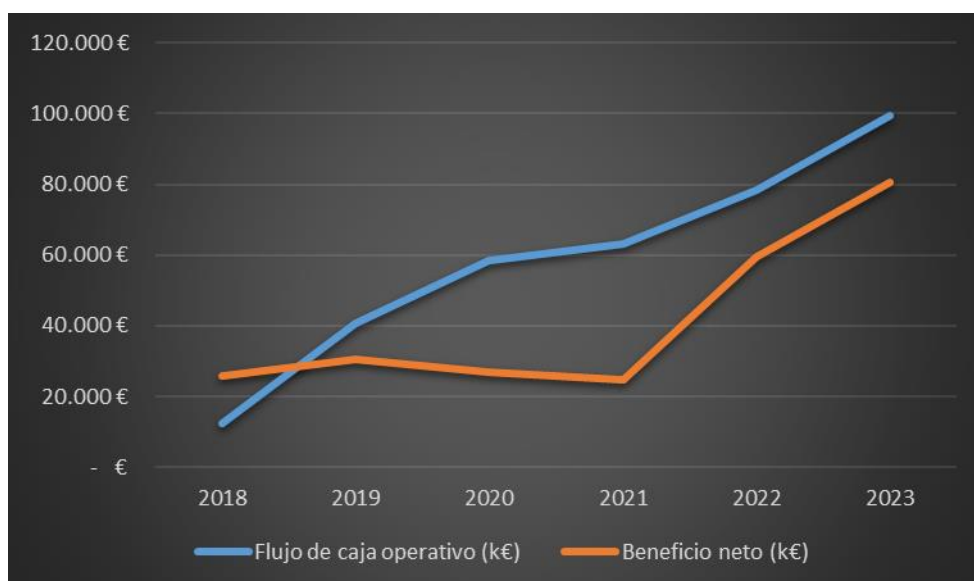


Ilustración 23. Evolución CFO y BN.

Año	2023	2022	2021	2020	2019	2018
CFO/Ingresos	9,73%	9,47%	9,67%	8,65%	6,42%	2,22%

Tabla 3. Margen flujo de caja operativo.

El capital circulante es un apartado muy relevante en este tipo de compañías; ya que la compañía necesita tener por adelantado el dinero para sus gastos corrientes, en su mayor parte salarios. Mientras que los cobros se obtienen progresivamente, según avanzan los proyectos y los clientes suelen pagar de 3 a 6 meses.

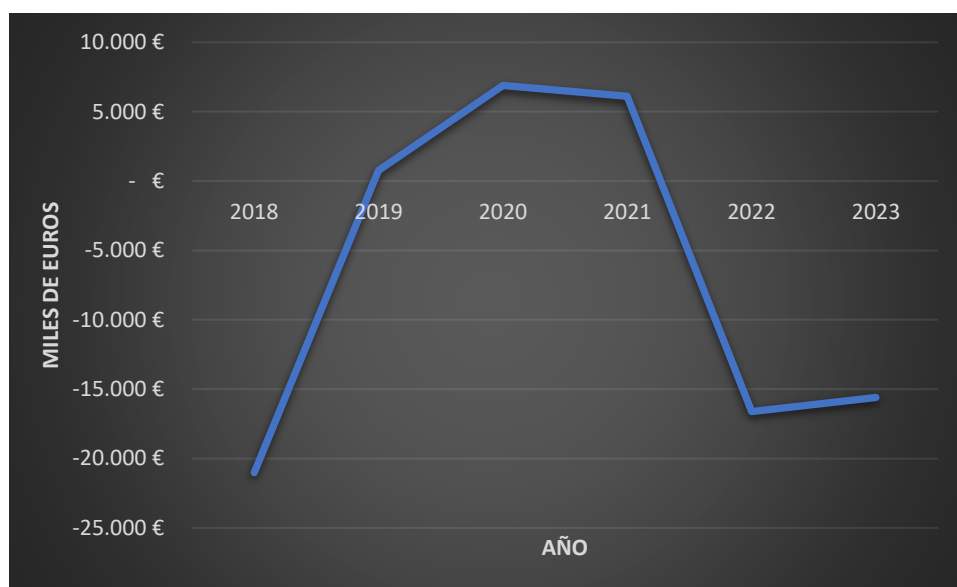


Ilustración 24. Inversión en Capital circulante.

Se aprecia que es habitual que la compañía tenga que realizar inversiones de alrededor de 20 millones de euros, fundamentalmente para financiar su crecimiento.

8.4.3 Flujos de efectivo actividades de inversión

Los flujos más importantes han sido los ligados con la adquisición de activos tangibles e intangibles y en los dos últimos ejercicios la adquisición de otras entidades.

Año	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Desembolsos relacionados con adquisiciones (k€)	- 11.860 €	- 9.287 €	- 8.829 €	- 10.023 €	- 10.279 €	- 7.975 €
Incidencia des variations de périmètre (k€)	- 18.167 €	- 4.692 €	22 €	- 506 €	77 €	

Tabla 4. Flujos actividades inversión.

Incidencia des variations de périmètre hace referencia al impacto o efecto de los cambios en el alcance o en la extensión de la entidad, como cambios en la estructura de la organización o en la composición de las operaciones.

La empresa es también bastante activa en el uso de instrumentos financieros para la mitigación de riesgos. Los mercados financieros ofrecen diferentes instrumentos que permiten la reducción de riesgos como el riesgo cambiario o el riesgo de tipos de interés. El resultado neto de estas operaciones no ha supuesto un gasto importante para la compañía.

8.4.4 Flujos de efectivo actividades de financiación

Las partidas más importantes han sido la amortización de deudas y arrendamientos y el pago de dividendos a los accionistas, a continuación, se muestra el payout ratio.

Año	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Ratio de reparto de dividendos	13,26%	8,68%	14,20%	18,84%	9,37%	11,56%

Tabla 5. Ratio reparto de dividendos.

En los últimos 4 años la empresa ha amortizado 10 millones de euros de su deuda.

8.5 Ratios financieras

Como conclusión al análisis financiero de SII se han seleccionado una serie de métricas financieras que permiten comprender de manera resumida el desempeño de SII y su situación de liquidez y solvencia.

8.5.1 Ratios de liquidez

Liquidez						
Año	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Ratio de liquidez	1,48	1,56	1,55	1,50	1,64	1,62
Test ácido	1,44	1,51	1,48	1,43	1,56	1,51
Ratio de efectivo	0,57	0,58	0,55	0,44	0,43	0,40
Intervalo defensivo	211	217	216	188	195	206

Tabla 6. Ratios de liquidez.

Las ratios de liquidez permiten obtener información sobre la facilidad de una compañía para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Para estudiar la liquidez se han seleccionado el current ratio, quick ratio, cash ratio y el defensivo Interval. Los tres primeros relacionan activos corrientes con pasivos corrientes, siendo el más restrictivo el cash ratio. El último, defensivo Interval, relaciona los activos corrientes con los gastos diarios de la empresa. SII podría cubrir sus gastos durante 211 días.

En general la situación de liquidez de SII es bastante holgada y con ratios similares a los de su industria.

8.5.2 Ratios de solvencia

Solvencia						
Año	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Deuda/Patrimonio Neto	0,35	0,36	0,46	0,54	0,29	0,45
Deuda/Activo	0,14	0,14	0,18	0,21	0,12	0,18
Apalancamiento financiero	2,53	2,52	2,58	2,57	2,34	2,51
Cobertura de intereses	49,6	36,1	18,0	18,0	42,6	36,7
Deuda Neta/EBITDA	-0,81	-0,78	-0,62	0,03	-0,61	-0,16

Tabla 7. Ratios de solvencia.

La solvencia es la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones a largo plazo. En la tabla superior se muestran diferentes ratios seleccionadas para medir la solvencia. Para el cálculo de la deuda se ha tenido en cuenta tanto la deuda financiera como las obligaciones por arrendamientos. SII se encuentra con un balance extremadamente sólido.

La deuda neta/EBITDA por ejemplo, que es un indicador típico de la capacidad que tiene una empresa de hacer frente a su deuda es negativa, al tener una deuda neta negativa.

8.5.3 Ratios rentabilidad

Rentabilidad						
Año	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Margen operativo	9,84%	9,54%	5,30%	6,38%	7,35%	6,77%
Margen neto	7,87%	7,17%	3,78%	3,99%	4,85%	4,60%
ROE	30%	27%	14%	16%	19%	18%
Ventas por empleado	93.213 €	80.387 €	74.433 €	78.643 €	76.875 €	74.135 €

Tabla 8. Ratios rentabilidad.

La rentabilidad de una empresa es una medida que evalúa su capacidad para generar beneficios en relación con los recursos invertidos. Se expresa comúnmente como un porcentaje y se calcula dividiendo las ganancias obtenidas por la empresa entre los recursos utilizados, como el capital invertido o los activos totales. Una alta rentabilidad indica una eficiente utilización de recursos para generar beneficios.

En el caso de SII los márgenes son adecuados, pero no extraordinarios, estas empresas tienen además mucho apalancamiento operativo así que una bajada en los ingresos que no se traduzca en despidos supondrá una gran caída en los beneficios. Aun así, son márgenes normales para su sector.

El retorno sobre el patrimonio neto sí es muy alto, llegando en 2023 al 30%. Esto recordemos, sin apalancamiento financiero.

8.5.4 Otras ratios

Otras						
Año	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Tasa de retención	86,74%	91,32%	85,80%	81,16%	90,63%	88,44%
Ratio distribución dividendos	13,26%	8,68%	14,20%	18,84%	9,37%	11,56%
Días de cuentas por cobrar	106	112	115	110	121	127
Días de cuentas por pagar	73	77	76	69	75	77
Capital circulate/Ventas	16,1%	18,4%	18,7%	15,4%	18,8%	19,4%
Rotación de empleados	28%	23,50%	15,20%	21,50%	21,90%	24,15%
Ratios de efectivo						
Flujo de caja respecto ingresos	9,73%	9,47%	9,67%	8,65%	6,42%	2,22%
Flujo de caja respecto BN	1,24	1,32	2,56	2,17	1,32	0,48

Tabla 9. Otras ratios.

Para este último apartado se han seleccionado otras ratios importantes pero que no clasifican dentro de las anteriores categorías. Lo más destacable, sin ninguna duda, es la altísima rotación de personal, siempre por encima del 20%. Es decir, más del 20% de los empleados abandonan voluntariamente la empresa cada año. El sector de servicios IT sufre de mucha competencia por la adquisición de talento. Esto lleva a la rotación del personal de una empresa a otra buscando mejores condiciones laborales. SII no es una excepción y este es sin duda uno de sus mayores problemas.

8.6 Conclusión

Como conclusión, SII se encuentra en una posición financiera muy sólida, con unas tasas de crecimiento muy altas generadas, además, de manera rentable. Disfruta también de flujos de caja recurrentes y un alto retorno sobre el patrimonio neto.

9 PROYECCIONES SII

9.1 Introducción

En el ámbito de la evaluación de inversiones, las proyecciones financieras desempeñan un papel fundamental al proporcionar una visión anticipada de las perspectivas económicas y financieras de una empresa. En el contexto específico de este trabajo, la elaboración de proyecciones financieras se presenta como un ejercicio importante para comprender y anticipar el desempeño económico futuro.

Este apartado tiene como objetivo presentar un análisis básico de las proyecciones financieras de la empresa, centrándose en aspectos clave como los ingresos, los gastos, el flujo de caja y otros indicadores relevantes. La finalidad última de estas proyecciones es facilitar la aplicación de técnicas de valoración, como el descuento de flujos de caja, que permitirán estimar el valor presente de los futuros beneficios generados por la empresa, se entrará en más detalle en el apartado correspondiente.

9.2 Histórico

Aunque ya se estudiaron en detalle las cuentas históricas de SII, se va a intentar relacionar el crecimiento histórico en ingresos de la compañía con diferentes parámetros económicos, como el crecimiento del PIB francés o la inversión privada en Francia.

En la siguiente tabla se reúnen los datos históricos del PIB francés [18], así como la inversión privada en Francia y los ingresos de SII.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos (M€)	222	259	285	294	317	360	439
% YoY		16,67%	10,04%	3,16%	7,82%	13,56%	21,94%
PIB Francia (miles de millones €)		2864,65	2685,37	2811,92	2856,7	2439,44	2472,28
% YoY			-6,26%	4,71%	1,59%	-14,61%	1,35%
Inversiones (miles de millones €)		498,8772	499,875	495,876	495,876	500,8348	514,3573
%YoY			0,2	-0,8	0	1	2,7

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos (M€)	561	631	676	654	829	1020	
% YoY	27,79%	12,48%	7,13%	-3,25%	26,76%	23,04%	
PIB Francia (miles de millones €)	2594,24	2792,22	2729,17	2645,3	2958,43	2780,14	3049,02
% YoY	4,93%	7,63%	-2,26%	-3,07%	11,84%	-6,03%	9,67%
Inversiones (miles de millones €)	538,53209	556,3037	578,5558	528,8			
%YoY	4,7	3,3	4	-8,6			

Tabla 10. Histórico Macro Francia. [19]

Aunque ya se ha comentado anteriormente, recordar que desde el año 2011 el crecimiento de los ingresos de SII se produjo a una tasa de crecimiento anualizada del 13%.

Lo primero que se ha comprobado es si hay alguna relación entre el crecimiento del PIB francés con el crecimiento en ingresos de SII. Para ello se ha realizado una regresión lineal con los crecimientos anuales del PIB y los ingresos. En la siguiente gráfica se muestra que no hay relación significativa entre estos dos parámetros. El coeficiente de determinación, R^2 , es una medida estadística que comprueba cómo las variaciones de una variable pueden ser explicadas por la variación en una segunda variable. En este caso el coeficiente de determinación es de 0,073 lo que indica que no hay una relación significativa. [20] Es decir, el

sector de servicios IT funciona de manera independiente a la economía francesa y goza de un crecimiento estructural superior al de la media de la economía.

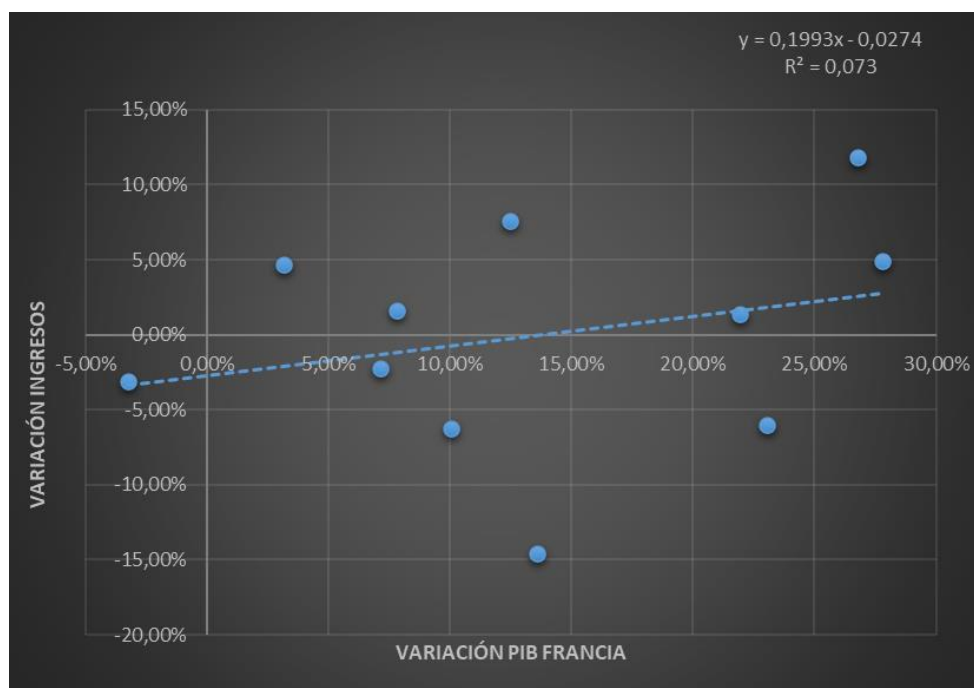


Ilustración 25. Ingresos SII frente PIB Francia

En el caso de la inversión privada en Francia, se aprecia que sí hay una mayor correlación, esto tiene sentido porque los ingresos de SII provienen de las inversiones en tecnología que realizan las empresas. El coeficiente de determinación, R^2 , es de 0,82. Aunque la muestra es muy pequeña, esto sirve para hacerse una idea de la tendencia general de los ingresos en función de la inversión privada esperada.

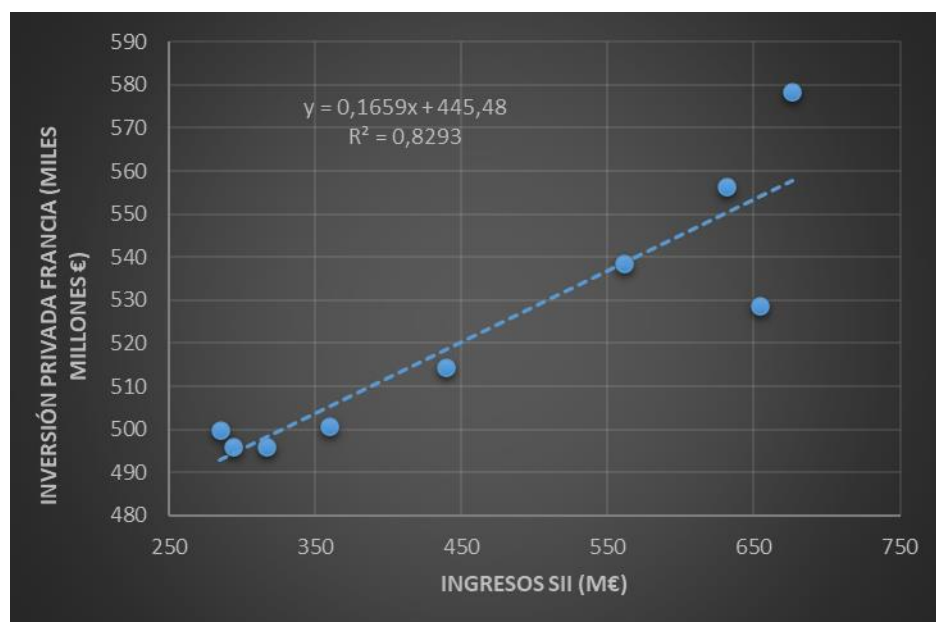


Ilustración 26. Ingresos SII frente Inversión privada Francia

Inversión eje y en millones de euros. Eje x ingresos en miles de euros.

9.3 Proyecciones

Gracias a los datos históricos de la empresa y su relación con diferentes medidas macroeconómicas se va a realizar una previsión conservadora del crecimiento de los ingresos y otras métricas financieras.

Según la Banque de France se espera un crecimiento en la inversión privada por parte de las empresas del 2% en 2023, 0,5% en 2024 y del 1,7% en 2025. [21]

Tableau C1 : Projections détaillées France

	2022	2023	2024	2025
PIB réel	2,6 (2,5)	0,7	1,0	1,5
Contributions (points de PIB) ^{a)}				
Demande intérieure hors stocks	2,7 (2,4)	0,2	0,9	1,5
Exportations nettes	- 0,8 (- 0,6)	0,5	0,1	0,1
Variations de stocks	0,7 (0,8)	0,0	0,0	0,0
Consommation des ménages (52 %) ^{b)}	2,7 (2,1)	- 0,1	1,5	1,5
Consommation publique (24 %)	2,6 (2,6)	0,5	1,1	1,0
Investissement total (23 %)	2,2 (2,3)	0,5	- 0,6	1,6
Investissement public (3 %)	0,8 (1,5)	3,1	- 0,6	4,0
Investissement des ménages (5 %)	0,1 (- 1,3)	- 5,3	- 3,7	- 0,4
Investissement des entreprises (SNF-SF-EI) (14 %)	3,4 (3,9)	2,0	0,5	1,7
Exportations (32 %)	7,2 (7,2)	4,2	3,6	3,0
Importations (34 %)	9,4 (8,7)	2,6	3,1	2,6
Revenu disponible brut (RDB) réel des ménages	0,2 (0,2)	- 0,1	1,1	0,7
Créations nettes d'emplois (en milliers)	689 (775)	193	- 65	- 44
Taux de chômage (BIT, France entière, % population active)	7,3	7,1	7,4	7,6
IPCH	5,9	5,6	2,4	1,9
IPCH hors énergie et alimentation	3,4	4,4	3,0	2,1
Déflateur du PIB	3,0 (2,9)	4,5	2,6	2,0

Données corrigées des jours ouvrables. Taux de croissance annuel sauf indication contraire.

a) La somme des contributions ne correspond pas nécessairement à la croissance du PIB du fait d'arrondis.

b) Les pourcentages entre parenthèses correspondent à la part de chaque poste dans le PIB en 2018.

Sources : Insee pour 2022 (comptes nationaux trimestriels du 28 avril 2023 ; ceux du 31 mai 2023, non publiés lors de la cut-off date de l'exercice de prévision Eurosysteme, sont indiqués entre parenthèses), projections Banque de France sur fond bleu.

Ilustración 27. Previsiones Macro Francia. [22]

Otros estudios interesantes proyectan un crecimiento del sector de servicios IT y digitalización en Francia de alrededor del 6% al año.

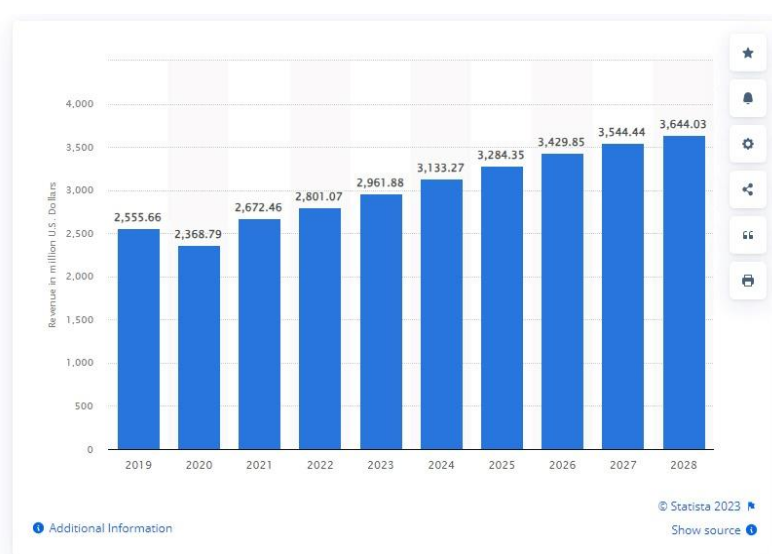


Ilustración 28. Previsión ingresos mercado IT. [23]

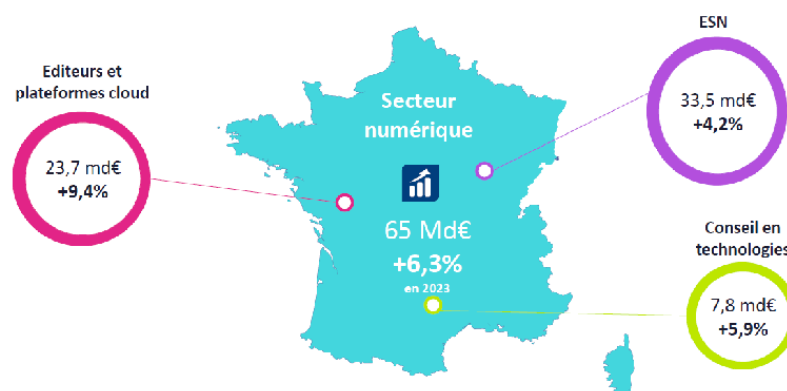


Ilustración 29. Previsión IT Francia. [24]

Además de los factores estudiados, la previsión de la directiva es de un crecimiento en ingresos de al menos el 10% y un margen operativo de entre el 9 y el 10%.

Una vez conocido todo esto y aunque las previsiones de la directiva han sido históricamente conservadoras, se ha considerado razonable estimar un crecimiento en ventas para SII en los próximos años del 8%, con un margen operativo del 8,5% y neto del 7%. En cuanto a ratios relacionados con el flujo de caja, una ratio CFO/Sales del 8% y un margen de caja libre del 7%.

En la siguiente tabla se muestran los márgenes históricos de flujo de caja operativo y flujo de caja libre.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
OCF/Ingresos	5,40%	1,60%	2,70%	4,90%	2,80%	1,70%	5,30%
FCF/Ingresos	4,10%		4,30%	1%	3,00%	1,60%	4,30%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
OCF/Ingresos	5,30%	2,20%	6,40%	8,70%	9,70%	9,50%	9,70%
FCF/Ingresos	4,30%		4%	7,50%	8,60%	8,80%	9,10%

Tabla 11. Márgenes flujo caja.

En la siguiente tabla se muestran las proyecciones calculadas para los próximos 5 años.

millones de euros	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos	1102	1190	1285	1388	1499
Beneficio operativo	94	101	109	118	127
Beneficio neto	77	83	90	97	105
OCF	88	95	103	111	120
FCF	77	83	90	97	105

Tabla 12. Proyecciones financieras.

10 COMPETIDORES SII

10.1 Definición grupo de pares

En el ámbito financiero, el concepto de grupo de pares hace referencia a un conjunto de empresas consideradas similares o comparables entre sí en aspectos como tamaño, industria, estructura financiera y otros factores relevantes. En el caso específico del grupo de pares de SII, estas empresas se emplearán como punto de referencia para llevar a cabo un análisis comparativo y evaluar el rendimiento de SII dentro de su industria.

La selección de un grupo de pares apropiado permite obtener una perspectiva más precisa sobre cómo se posiciona una empresa en términos de rentabilidad, eficiencia operativa, ratios financieras y otros indicadores clave. La composición del grupo de pares proporciona información sobre la posición competitiva de SII y facilita la fijación de múltiples razonables que serán utilizados en la valoración.

En la formación de este grupo de pares, se ha recurrido a la base de datos de Euronext Paris, identificando empresas que operen en el mismo sector que SII y que compartan similitudes en aspectos como capitalización, origen de los ingresos, entre otros.

10.2 Parámetros seleccionados

Para no extender en exceso el análisis de cada una de las empresas del grupo de pares se han seleccionado una serie de parámetros relevantes para obtener rápidamente una idea de diferentes aspectos de las empresas, como la eficiencia operativa, liquidez o solvencia. Los parámetros considerados son los siguientes.

- **Tasa de crecimiento anual compuesto de ingresos y beneficio neto**, ayuda a comprender qué empresas están logrando obtener una cuota mayor del mercado respecto a las otras y si este crecimiento se materializa en un incremento en el beneficio.
- **Margen operativo**, permite conocer cómo de eficientemente está operando la compañía, sin tener en cuenta gastos como los de financiación, en este sector el gasto más relevante es el pago de los salarios de los empleados. Observando el margen operativo se puede ver qué empresas logran generar más valor en relación con los gastos operativos.
- **Margen neto**, es la relación entre el beneficio neto y los ingresos, a partir de esta ratio se conoce qué porcentaje de los ingresos se traduce en beneficio teniendo en cuenta todos los gastos.
- **ROE**, el ROE (Return on Equity) es la ratio calculada como el beneficio neto entre el patrimonio neto, permite hacerse una idea de la rentabilidad que las compañías obtienen de la financiación proveniente de los accionistas. También informa de la rentabilidad que se puede esperar que la empresa obtenga del beneficio neto que esta retenga.
- **Ratios de liquidez**. Las ratios de liquidez permiten observar la capacidad de una compañía para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, esto es, por ejemplo, a los intereses de la deuda correspondientes al presente ejercicio, salarios, arrendamientos... Entre las diferentes ratios de liquidez se han seleccionado las siguientes:

Current ratio, razón entre los activos y los pasivos corrientes.

Cash ratio, se calcula con el efectivo y los equivalentes a afectivo partido por los pasivos corrientes. Transmite la misma información que el current ratio, pero es más restrictivo, ya que no considera las cuentas por cobrar ni los inventarios. En este sector no se tienen inventarios, pero sí que las cuentas por cobrar son muy significativas.

- **Ratios de solvencia.** La solvencia es la capacidad de una empresa de hacer frente a sus obligaciones en el medio y el largo plazo, como préstamos bancarios.

Apalancamiento financiero, indica qué proporción del activo está financiado por los accionistas, un mayor apalancamiento financiero nos marca que hay una mayor proporción de financiación proveniente de entidades financieras.

Deuda Neta/EBITDA, el EBITDA son los beneficios antes de intereses, impuestos y gastos de depreciación, es con este beneficio con el que se pagan los intereses de la deuda, esta ratio informa de cuál es la magnitud de la deuda frente al EBITDA y cuántos años tardaría la empresa en devolver todas sus deudas si utilizase toda su caja actual y su EBITDA.

- **Ingresos por empleado**, ingresos totales dividido por el número de empleados. Ya que el activo principal de estas compañías son sus empleados, tiene sentido comprobar qué cantidad de ingresos generan las compañías por empleado. Es cierto que aquellas que tengan más presencia off-shore debería ser algo más bajo a cambio de un mayor margen.
- **Capital circulante/Ingresos totales.** Al ser empresas que funcionan por proyectos, los cobros se realizan de manera paulatina, según se avanza en el proyecto. Mientras que los gastos, salarios principalmente, se han de pagar inmediatamente, mes a mes. La inversión en capital circulante, que es la diferencia entre el activo y el pasivo corrientes es una inversión bastante relevante en estas compañías, sobre todo en el caso de haber crecimiento.
- **Días de cuentas por cobrar**, número medio de días que tarda una empresa en recibir el dinero por sus servicios prestados.

10.3 Múltiplos de valoración

Para realizar posteriormente la valoración por múltiplos de SII se van a observar diferentes múltiplos de valoración históricos de sus competidores. Un múltiplo de valoración es un número que relaciona la valoración de mercado con una métrica financiera de la compañía. Por ejemplo, el PER, el price earnings ratio relaciona los beneficios de la compañía con el precio al que cotiza en el mercado.

Los múltiplos de valoración que se ha elegido estudiar son:

- **PER:** price earnings ratio, ya descrito anteriormente.
- **EV/EBITDA:** el EV o valor de empresa es la suma de la capitalización bursátil con la deuda neta. Este valor de empresa se divide por el EBITDA. Ya que estamos teniendo en cuenta la deuda de la empresa tiene sentido compararlo con el EBITDA, que son los beneficios disponibles tanto para los acreedores como para los accionistas.
- **EV/FCF.** Este es, una de las ratios más completas, ya que relaciona el valor de empresa con el Free Cash Flow, el FCF es el flujo de caja operativo más los intereses menos las inversiones en capital (CaPex).

10.4 AUBAY

10.4.1 Descripción

Aubay es una compañía francesa centrada en la transformación digital y que ofrece una amplia gama de servicios IT. Aubay capitaliza unos 500M€ y tiene un perfil de compañía muy similar a SII. Tiene numerosas oficinas repartidas por Europa, concretamente en España, Italia, Reino Unido, además de Francia.

Francia es su principal mercado, con el 51,3% de las ventas provenientes de este mercado. La directiva tiene, igual que en SII, una gran participación en el accionariado de la compañía.

La diferencia más relevante frente a SII es que no está haciendo esa apuesta por llevar parte del desarrollo a lugares con sueldos más bajos. Ahora mismo cuenta con 7820 empleados.

Aubay es un competidor muy similar a SII, lo que nos va a ayudar a entender mejor SII en su contexto competitivo.

Veamos ahora algunos parámetros financieros de Aubay para poder compararla con SII, así podremos ver cómo se han comportado las dos empresas durante el mismo periodo.



Ilustración 30. Logo Aubay. [45]

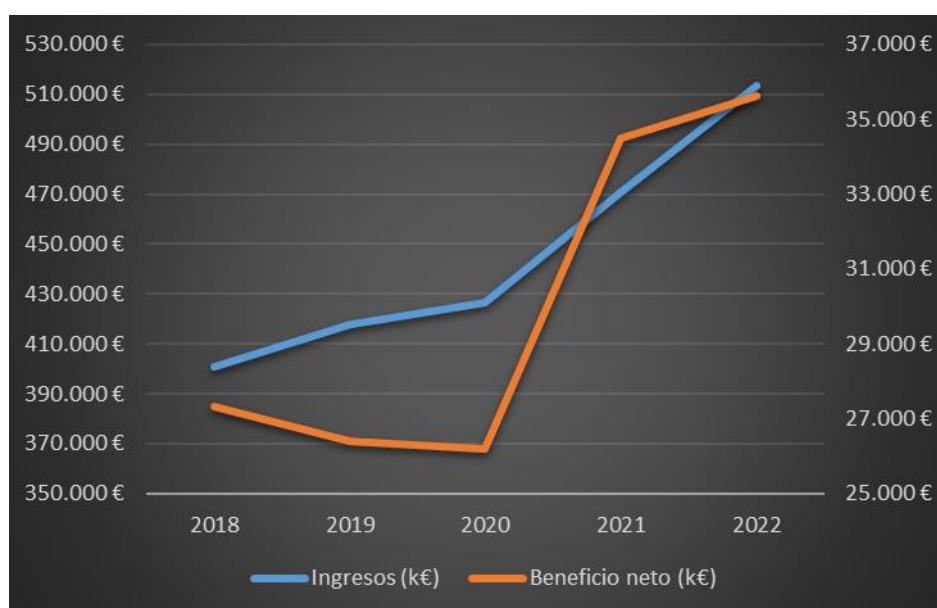


Ilustración 31. Ingresos y beneficio Aubay.

Desde el 2018 hasta el 2022, los ingresos se incrementaron a una tasa anualizada del 6,41% y el beneficio neto a un 6,86%.

10.4.2 Ratios

Se van a estudiar las ratios y diferentes parámetros mencionados anteriormente.

Aubay, en el ejercicio de 2022 tuvo un margen operativo del 9,75% y un margen neto del 6,94%. Por añadir algo más, la ratio flujo de caja operativo/ventas es del 6,6%.

Otra ratio interesante que comprobar es el ROE, Return On Equity. Es del 14,2%, esto es que cada euro de beneficio que la compañía retenga puede obtener una rentabilidad del 14,2%.

Aubay tiene una ratio circulante (current ratio) de 1,63. Esto quiere decir que sus activos corrientes son 1,63 veces más grandes que sus pasivos corrientes, esta ratio es en principio bastante sano.

En cuanto al ratio de caja (cash ratio) es de 0,49, el cual no es para nada holgado, a pesar de esto, en este sector las empresas suelen ir cobrando de sus clientes a lo largo del año, en caso de tener problemas de liquidez puntuales podrían recurrir al factoring o a otras formas de deuda a corto plazo.

Veamos ahora la solvencia. Aubay tiene un apalancamiento financiero de 1,78. Otra medida interesante es Deuda Neta/EBITDA. Aubay es una empresa con caja neta así que su Deuda Neta es negativa.

Deuda total	16.718 €
Caja y equivalentes	85.853 €
Deuda Neta	- 69.135 €

Tabla 13. Deuda y caja Aubay.

Liquidez	
Ratio de liquidez	1,63
Ratio de caja	0,49
Solvencia	
Apalancamiento financiero	1,78
Deuda Neta/EBITDA	-1,38
Rentabilidad	
Márgen operativo	9,75%
Márgen Neto	6,94%
ROE	14,2%
Otros	
Ingresos por empleado	65.670,97 €
Capital circulante/Ingresos	21,8%
Días cuentas por cobrar	143
CFO/Ingresos	6,60%

Tabla 14. Ratios Aubay.

10.4.3 Múltiplos de valoración

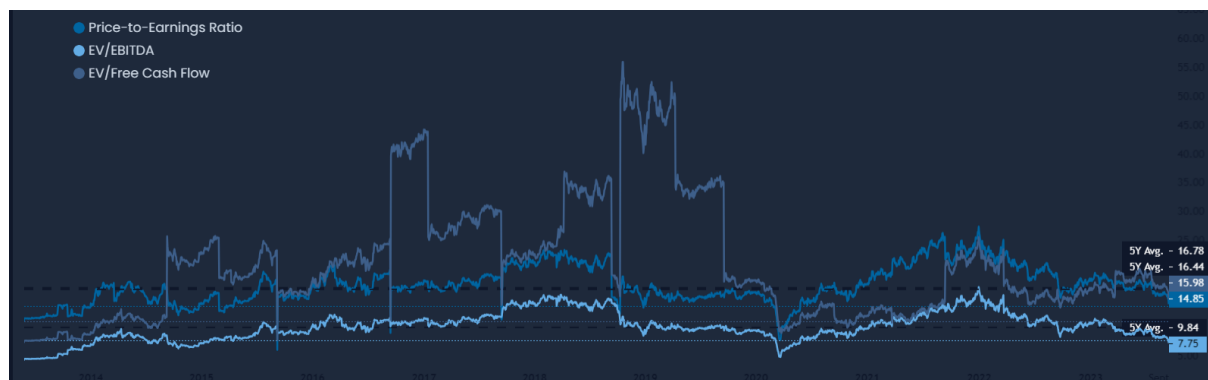


Ilustración 32. Múltiplos Aubay 1. [25]

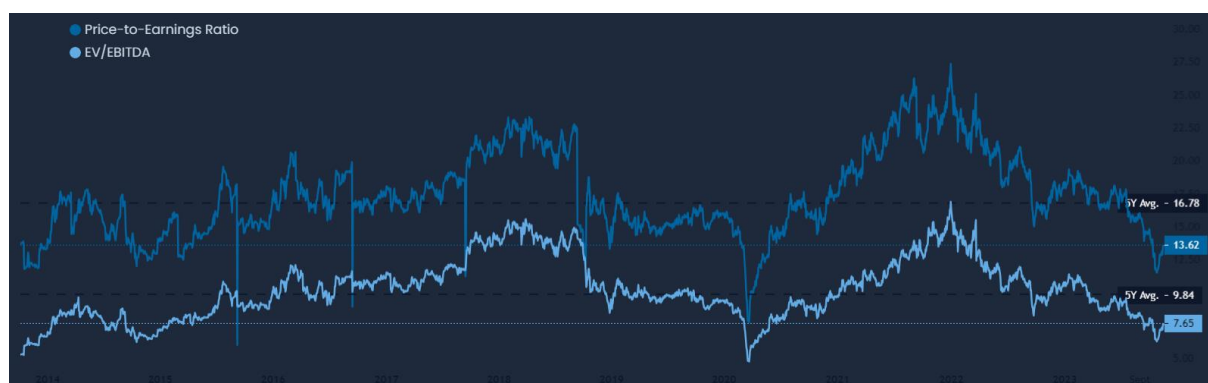


Ilustración 33. Múltiplos Aubay 2. [25]

En los anteriores gráficos obtenidos de la web tweenvest, se observa que el PER medio de los últimos 5 años es de 16,8. Llegando a un máximo de 27 a finales de 2021.

El EV/EBITDA tiene una media a 5 años de 9,84. Siendo su máximo de 16 y el mínimo de unas 5 veces.

El EV/FCF tiene una media de 5 años de 16,44 veces.

10.5 WAVESTONE

10.5.1 Descripción

Wavestone es una empresa de consultoría y servicios tecnológicos con sede en Francia. Wavestone capitaliza alrededor de 1000 millones de euros, prácticamente igual que SII. Se especializa en ayudar a las organizaciones en la transformación digital, estrategia empresarial, gestión de riesgos, operaciones y tecnología de la información. Sus servicios incluyen consultoría de gestión, ciberseguridad, gestión de riesgos y cumplimiento normativo, gestión de proyectos y programas, optimización de costos y mejora de procesos. Wavestone trabaja con empresas de diversos sectores para ayudarles a enfrentar los desafíos actuales y aprovechar las oportunidades que ofrece la tecnología.



Ilustración 34. Logo Wavestone. [46]

Es una empresa completamente centrada en la parte de consultoría. Sus áreas de negocio principales son: servicios financieros, industria, bienes de consumo, venta al por menor y lujo, energía y servicios públicos, transporte y viaje y por último administraciones públicas e instituciones internacionales.

Origen por industria y geográfico de los ingresos de Wavestone:

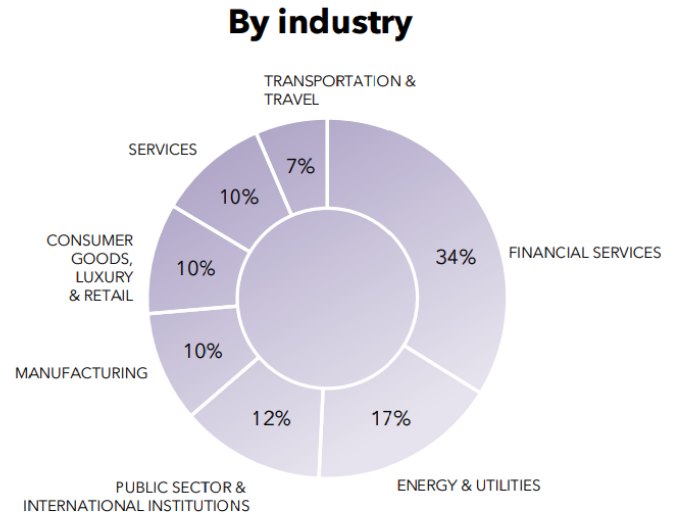
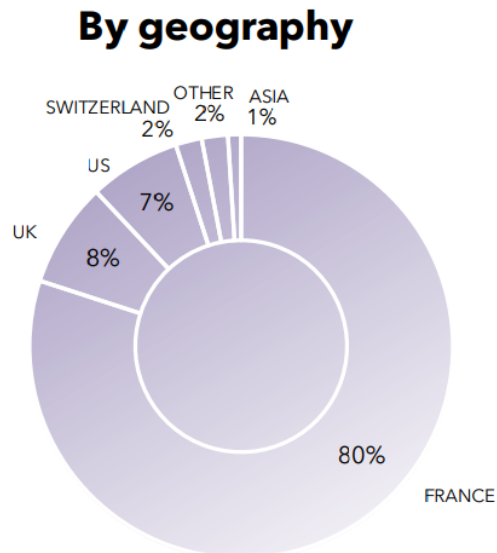


Ilustración 35. Origen ingresos Wavestone 1. [47]

Ilustración 36. Origen ingresos Wavestone 2. [47]

Estructura accionarial, los fundadores y directivos poseen un 55% de las acciones mientras que los empleados un 8% adicional. Esta estructura es muy similar a la que posee SII también.

A finales de 2023 se producirá la fusión entre Q_perior y Wavestone. Q_perior es también una empresa de consultoría IT pero cuyas ventas proceden fundamentalmente de Alemania, para facilitar la comparación con SII se va a tener en cuenta la parte de Wavestone solamente.

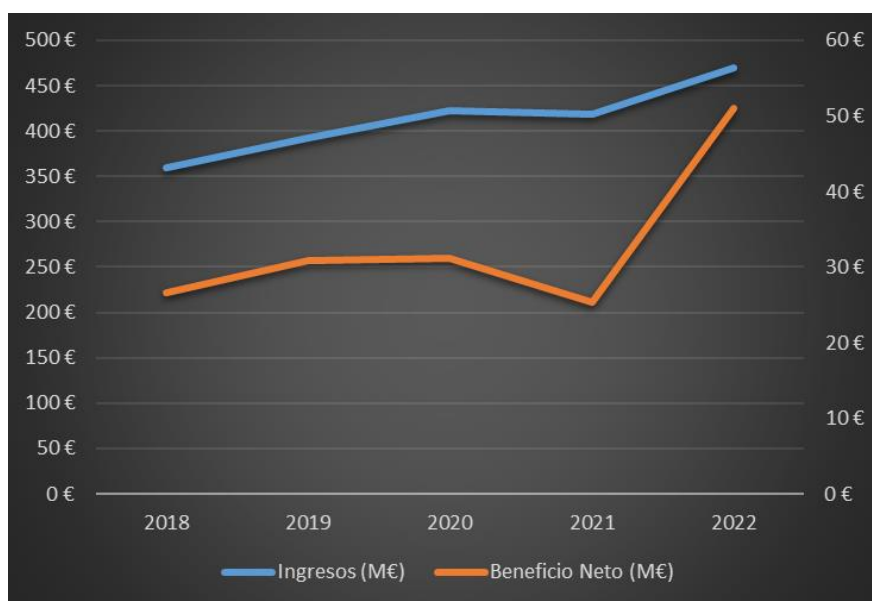


Ilustración 37. Ingresos y beneficios Wavestone.

Los ingresos crecieron a una tasa media del 6,9% en los últimos 5 años mientras que el beneficio neto lo hizo al 17%.

10.5.2 Ratios

Liquidez	
Ratio de liquidez	1,65
Ratio de caja	0,64
Solvencia	
Apalancamiento financiero	1,92
Deuda neta/EBITDA	0,81
Rentabilidad	
Márgen operativo	17,74%
Márgen Neto	10,85%
ROE	19,8%
Ingresos por empleado	109.302,33 €
Capital circulante/Ventas	23,3%
Días cuentas por cobrar	115
CFO/Ventas	8,75%

Ilustración 38. Ratios Wavestone.

10.5.3 Múltiplos

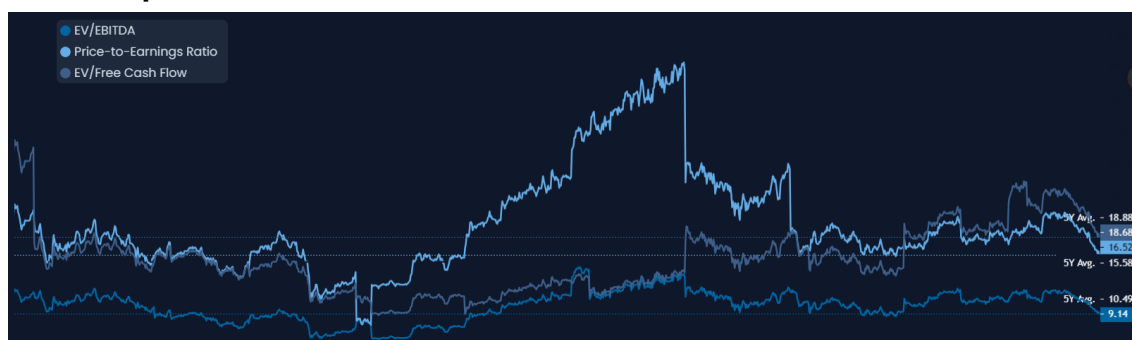


Ilustración 39. Múltiplos Wavestone. [25]

En los anteriores gráficos obtenidos de la web tweenvest, el PER medio de los últimos 5 años es de 18,87. Llegando a un máximo de 40 veces a finales de 2021.

El EV/EBITDA tiene una media a 5 años de 10,43. Siendo su máximo de 14 y el mínimo de unas 6 veces.

El EV/FCF tiene una media de 5 años de 15,58 veces.

10.6 UMANIS

10.6.1 Descripción

El caso de Umanis como competidor es especialmente interesante ya que en 2021 se produjo una OPA sobre la compañía con el beneplácito de la directiva. Umanis era una compañía controlada por el fundador que además actuaba como CEO de la empresa.

Umanis era una empresa que también trabajaba en el sector de los servicios IT, su capitalización bursátil rondaba los 200M de euros, aunque tomando como referencia el precio de la adquisición la capitalización sería de 317 millones de euros.

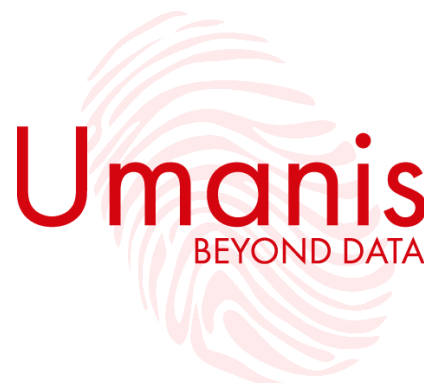


Ilustración 40. Logo Umanis. [48]

La OPA de Umanis nos va a servir para tener una referencia de cuánto es un valor razonable que un comprador informado estaría dispuesto a pagar por una empresa de este tipo. El sector de servicios IT es un mercado muy fragmentado y que se encuentra en consolidación por lo que es habitual las operaciones de fusión y adquisición.

Los ingresos de Umanis crecieron entre 2016 y 2021 a una tasa anual de crecimiento compuesto del 9,88% mientras que el beneficio neto lo hizo al 1,5%.

10.6.2 Ratios

Liquidez	
Ratio de liquidez	0,97
Ratio de caja	0,29
Solvencia	
Apalancamiento financiero	2,71
Deuda Neta/EBITDA	1,25
Rentabilidad	
Margen operativo	8,29%
Margen Neto	5,23%
ROE	14,11%
Otros	
Ingresos por empleado	84.164,50 €
Capital circulante/Ventas	-1,1%
Días cuentas por cobrar	41
CFO/Ventas	15,68%

Tabla 15. Ratios Umanis.

10.6.3 Múltiplos

En el caso de Umanis, aunque también se ha prestado atención al histórico de valoración lo más relevante son los múltiplos a los que se produjo la adquisición.

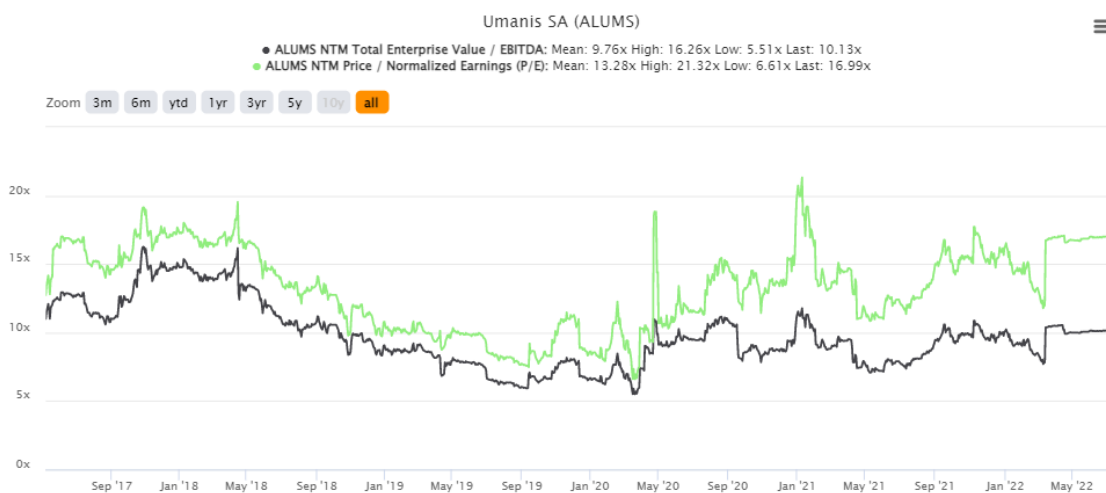


Ilustración 41. Múltiplos Umanis. [26]

PER	17
EV/EBITDA	10
EV/FCF	16

Tabla 16. Múltiplos OPA Umanis.

Cabe mencionar que la venta se produjo en un momento muy favorable para Umanis, en 2021, que fue un año con bastante euforia, había muchas IPO, tipos de interés todavía bajos etc.

11 VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

11.1 Introducción

El objetivo final de este trabajo consiste en obtener una valoración de SII para determinar el valor intrínseco de la compañía y decidir si es una buena decisión de inversión. Una de las maneras más comunes de tratar de hallar un valor intrínseco es la valoración por múltiplos. Los múltiplos son ratios que relacionan una métrica financiera como cifra de negocio, EBITDA, flujo de caja libre... con otra magnitud como capitalización bursátil, valor de empresa o valor en libros.

Estos múltiplos con los que hallar una valoración se pueden obtener de varias formas. Lo más habitual es su obtención a partir de empresas comparables, la valoración histórica de la propia empresa o la valoración del mercado en general y su comparación con la estudiada. Este último caso quiere decir que si, por ejemplo, el mercado francés cotiza de media a PER 13 y sin embargo la empresa disfruta de mayor crecimiento, márgenes o posición competitiva tendría sentido asignarle un múltiplo de valoración superior a 13.

11.2 Múltiplos históricos SII

	Mar09	Mar10	Mar11	Mar12	Mar13	Mar14	Mar15	Mar16
PER	9,22	19,95	13,63	10,16	8,08	11,09	13,23	14,95
EV/EBITDA	4,59	6,44	5,27	4,16	2,19	4,01	4,25	4,97

Mar17	Mar18	Mar19	Mar20	Mar21	Mar22	TTM/current	Media
17,73	19,53	13,89	13,09	20,37	15,12	15,97	14,4
7,75	8,32	6,2	5,12	6,77	7,47	8,17	5,7

Tabla 17. Múltiplos históricos SII. [27]

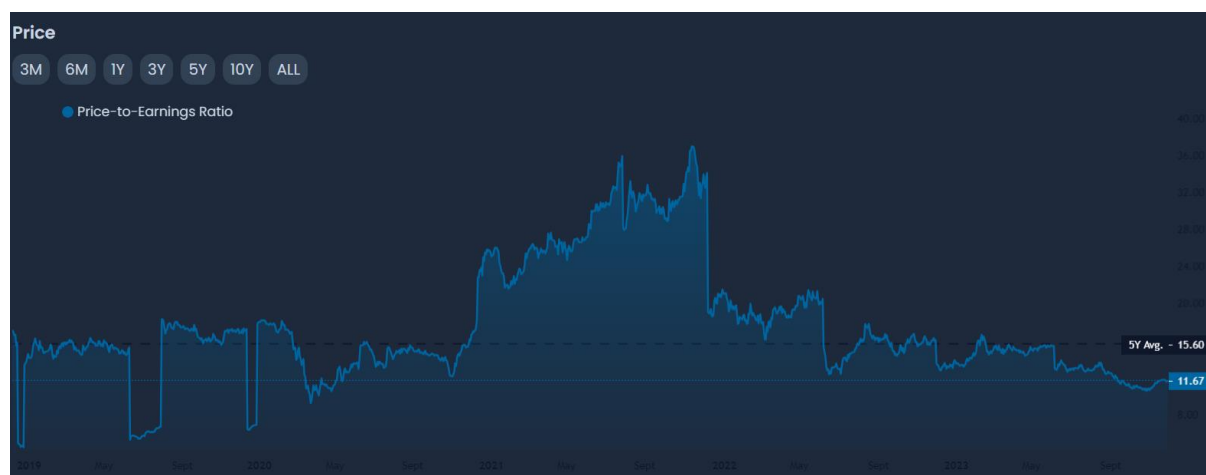


Ilustración 42. PER histórico SII. [25]



Ilustración 43. EV/EBITDA histórico SII. [25]

11.3 Múltiplos empresas comparables

Estos múltiplos ya se vieron en el apartado de Competidores SII. Los datos de Umanis son a los que se produjo la OPA.

Media 5Y	Aubay	Wavestone	Umanis
PER	16,8	18,87	17
EV/EBITDA	9,84	10,43	10

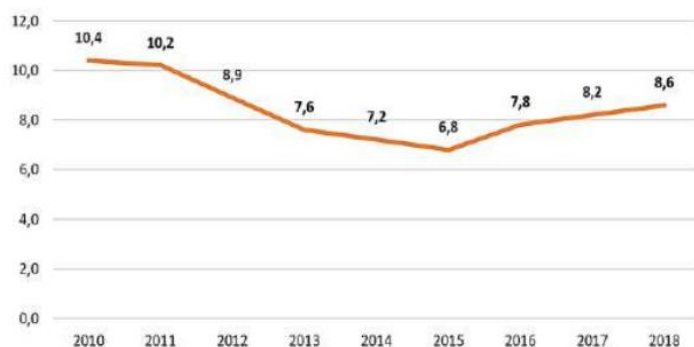
Tabla 18. Múltiplos grupo de pares

En la siguiente tabla se comparan ratios relevantes para poner en perspectiva la situación de SII frente a sus competidores y ver que tiene sentido asignarle los mismos múltiplos. Es curioso ver por ejemplo que Umanis, una empresa con peores márgenes y más apalancada fue adquirida a múltiplos superiores a los que cotiza SII.

	SII	Aubay	Wavestone	Umanis
Margen operativo	9%	9,75%	17,74%	8,29%
Margen neto	7,50%	6,94%	10,85%	5,23%
Deuda Neta/EBITDA	-1	-1,38	0,81	1,25

Tabla 19. Ratios grupo de pares.

En un informe de la consultora ONEtoONE podemos encontrar que las operaciones de M&A en el sector se han realizado históricamente entre las 7 y las 10 veces EBITDA. [28]

Exhibit 5: Evolution EBITDA multiple**Ilustración 44. Múltiplo EBITDA transacciones.****11.4 Valoración**

Finalmente, a partir de las proyecciones que se hicieron anteriormente en el trabajo.

millones de euros	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos	1101,6	1189,7	1284,9	1387,7	1498,7
EBITDA	110,2	119,0	128,5	138,8	149,9
Beneficio neto	77,1	83,3	89,9	97,1	104,9

Tabla 20. Proyecciones SII.

La valoración se va a realizar utilizando unos múltiplos PER de 16 y EV/EBITDA de 10 y los precios por acción que resultan son los mostrados en la siguiente tabla.

PER (con caja)	66,7	74,7	83,4	92,7	102,8
PER (sin caja)	61,7	66,6	72,0	77,7	83,9
EV/EBITDA	60,1	67,6	75,7	84,4	93,8

Tabla 21. Valoración por múltiplos.

Para 2024 los precios objetivos rondan entre los 60 y los 66,7 euros por acción. A fecha de 5 de diciembre de 2023 la acción cotiza alrededor de los 51€, algo por debajo del valor objetivo calculado.

Una manera que me gusta especialmente de valorar una acción es ver la tasa de retorno que obtendríamos con la valoración a 2028. Si comprásemos la acción a 51,4€ y suponemos que en 2028 las acciones podrían valer alrededor de 90€ eso supondría un retorno del 15% al año, que es un retorno bastante aceptable.

12 VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

12.1 Introducción

La forma canónica para el cálculo del valor de un activo consiste en considerar los infinitos flujos de caja que este proveerá y descontarlos hasta el presente a una tasa de descuento correcta. En el caso de una empresa esta tasa de descuento es el coste de los fondos propios ya que se usará el flujo de caja a fondos propios. Esto es, resumidamente el rendimiento que exigen los accionistas por la aportación de su capital.

12.2 Cálculo tasa de descuento

Primeramente, se va a calcular el coste del patrimonio neto, para ello se necesita obtener la tasa libre de riesgo, la beta de la compañía y el retorno esperado del mercado.

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$\text{Cost of Equity (} k_e \text{)} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

- r_f → Risk-Free Rate
- β → Beta
- r_m → Market Return
- $(r_m - r_f)$ → Equity Risk Premium (ERP)

Ilustración 45. Fórmula CAPM. [29]

Para la tasa libre de riesgo se va a elegir el bono del estado alemán a 10 años. La tasa libre de riesgo tiene que ser siempre la de la moneda en la que se va a producir la inversión. A fecha 5 de diciembre de 2023 la rentabilidad del bono alemán a 10 años es del 2,25%. [30]

A partir de la web del profesor Damodaran he obtenido el equity risk premium para Francia (14 Julio del 2023), que es del 5,75%. [31]

La beta para SII es 1,23. La beta es una medida del riesgo de un activo que se calcula a partir de su volatilidad frente al mercado.

Con estos datos obtenemos un coste de los fondos propios del 9.32%

12.3 Descuento de flujos de caja

En la siguiente tabla se muestran las proyecciones para el flujo libre de caja y su valor descontado con una tasa de descuento del 9.32%

millones de euros	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	77	83	90	97	105
Descontado	71	70	70	69	69

Tabla 22. Flujos de caja SII.

El valor terminal aplicando un crecimiento a perpetuidad del 1.5% y descontado a presente es de 942M€. Sumando la hipotética caja que tendría SII en el 2029 nos daría una valoración actual de 1563M€.

Valoración	1.564 €
Número de acciones	20,0
Valor/accion	78 €

Tabla 23. Valoración DCF.

Teniendo en cuenta la capitalización a fecha 5 de diciembre de 2023 esto es un potencial rendimiento del 50%. [32]

13 RESULTADOS

Los resultados de este trabajo arrojan un panorama positivo para SII, los resultados se pueden dividir en dos aspectos análisis y valoración, ambos complementarios.

13.1 Resultados cuantitativos

El análisis cuantitativo destaca la sólida posición financiera de SII. La empresa muestra una excelente liquidez, una extraordinaria solvencia al mantener una posición de caja neta y una histórica y presente rentabilidad destacable. Estos indicadores financieros reflejan una gestión financiera eficiente y posicionan a SII en una posición ventajosa en el mercado.

13.2 Resultados cualitativos

En cuanto al apartado cualitativo SII está situada en un sector con vientos de cola. Una demanda recurrente y con perspectivas de crecimiento. Además, este tipo de empresas son apoyadas por las administraciones públicas europeas. SII cuenta con una directiva competente, con experiencia y con incentivos para la buena gestión de la empresa.

13.3 Resultados valoración

En términos de valoración, la aplicación de distintos enfoques muestra resultados positivos en todos los casos. Utilizando la valoración por múltiplos, se estima un valor por acción de entre 60 y 65 euro. Por otro lado, mediante el descuento de flujos de caja, la valoración alcanza los 78 euros por acción.

Teniendo en cuenta las proyecciones conservadoras que se han utilizado y que a lo largo del año 2023 la cotización ha oscilado entre los 43 y los 57 euros, se concluye que es una inversión interesante para el inversor conservador.

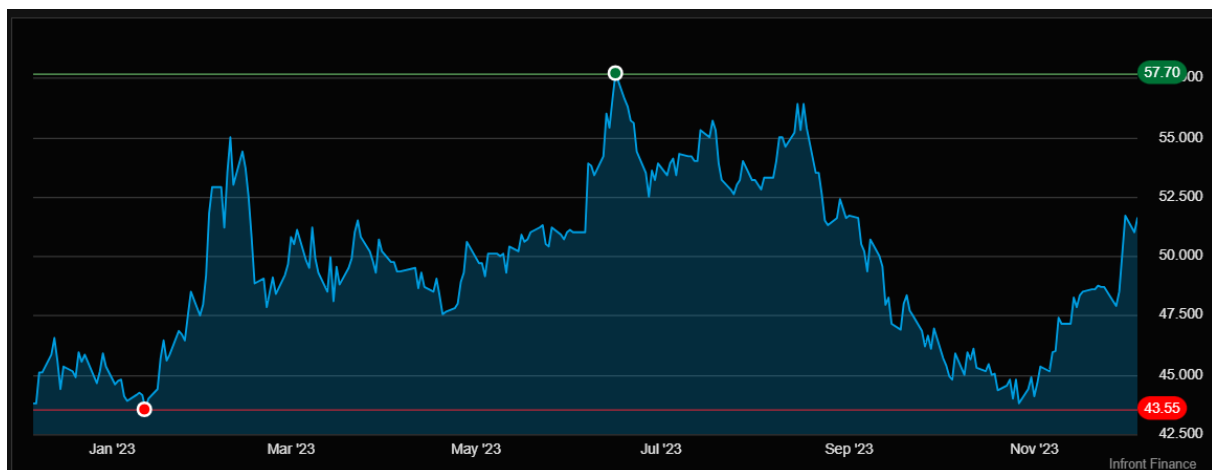


Ilustración 46. Cotización SII. [25]

Estas evaluaciones sugieren que SII presenta un atractivo potencial de inversión, respaldado por sus sólidos fundamentos financieros y su posición estratégica en un sector en crecimiento.

14 CONCLUSIONES

Las conclusiones de este trabajo van a ser abordadas desde una perspectiva bastante amplia.

En cuanto a la inversión en valor, es una filosofía basada en el sentido común y que brinda a los inversores una manera razonable de gestionar sus ahorros. La realización de análisis de este tipo ayuda a la comprensión en profundidad de las empresas y otorga al inversor convicción ante los momentos de zozobra. Las bolsas de valores son extremadamente volátiles y la mejor manera de soportar la volatilidad es con conocimiento profundo de los activos que uno posee.

En cuanto al análisis cuantitativo, la utilización de ratios financieras y las “common-size statements” brindan al analista herramientas fundamentales para entender de manera sencilla y comparable la situación de la empresa en cuanto a rentabilidad, posición de liquidez o solvencia.

Por otra parte, el uso de análisis cualitativo, aunque parezca complementario resulta seguramente más importante que el cuantitativo. La alineación de intereses, la competencia de la directiva o el posicionamiento de las administraciones públicas frente a las empresas del sector estudiado, son cuestiones de vital importancia y no son cuantificables.

El uso de inteligencias artificiales para la inversión de estilo fundamental va a ser bastante complicado. La diferenciación entre información útil e inútil, verdadera o falsa y la adaptación de los equipos gestores a la manera de funcionar de los algoritmos para intentar manipularlos, va a dificultar el uso de estas herramientas frente al análisis en valor tradicional.

Este tipo de estudio, amplio, brinda un marco de análisis aplicable a cualquier tipo de empresa e incluso algunos otros activos como el inmobiliario o la renta fija. Lo que lo hace especialmente valioso.

15 PLANIFICACIÓN TEMPORAL

La correcta planificación se ha mostrado como uno de los aspectos más importantes para la correcta realización de este trabajo.

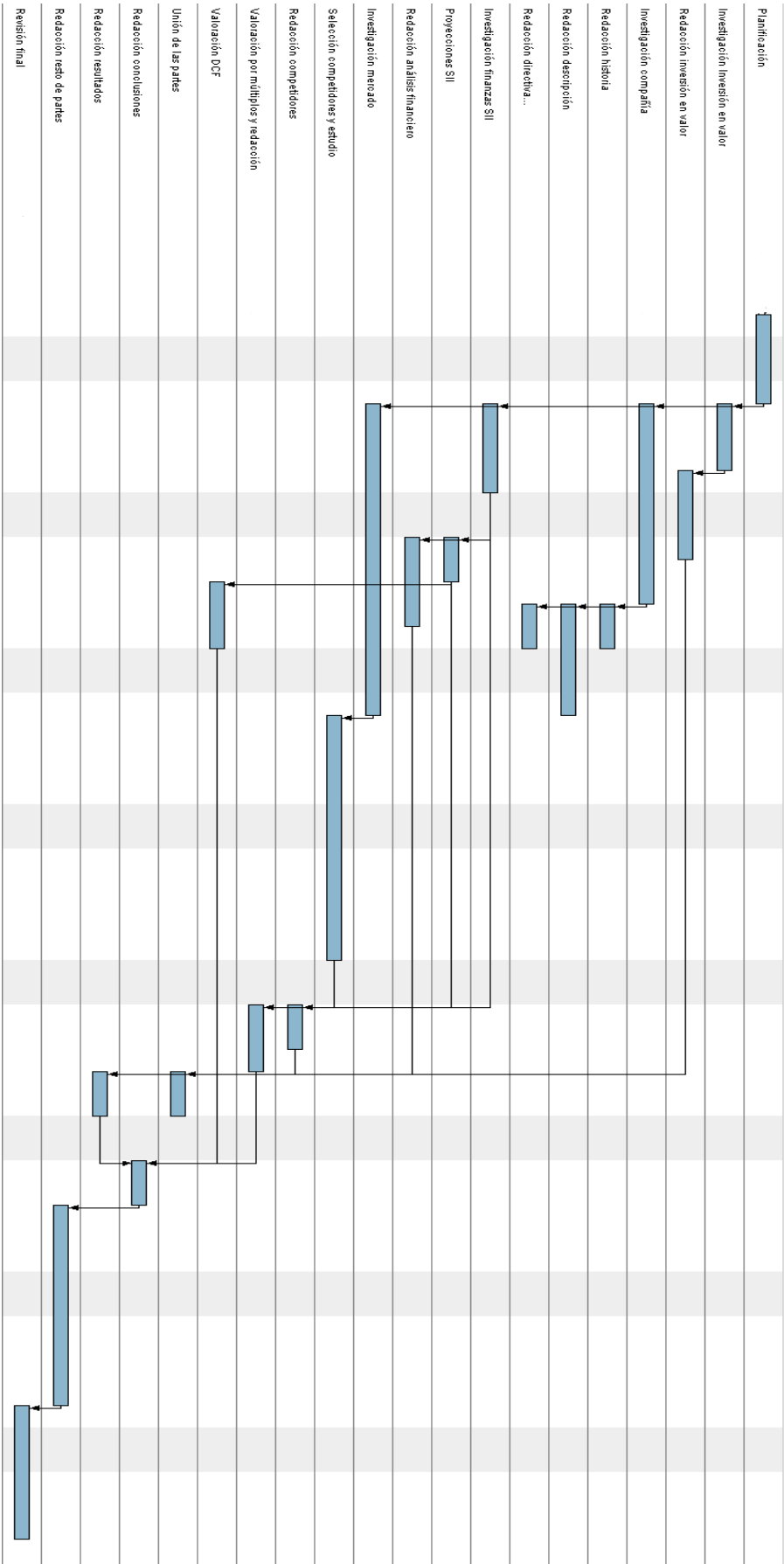
El establecimiento de fechas límite intermedias, objetivos claros, lo más pequeños posible y cuya finalización es fácilmente comprobable han sido técnicas fundamentales.

De cada a tener en un solo gráfico de manera sencilla el esqueleto del trabajo, se realizó una Estructura de Descomposición del Proyecto y posteriormente un diagrama de Gantt con unos tiempos estimados que se muestra en la siguiente cara.

Aunque la planificación inicial ha servido de guía y ha ayudado a la orientar el trabajo, esta planificación ha sido dinámica y ha ido evolucionando a lo largo de la realización del trabajo.

Esta planificación ha ido variando según, por ejemplo, lo difícil que ha sido obtener algunos datos, como los datos del sector IT en Francia o la evolución de los múltiplos de valoración a lo largo del tiempo para las diferentes empresas estudiadas.

Ilustración 47. Diagrama de Gantt.



16 EVALUACIÓN DE LOS IMPACTOS

La evaluación de impactos no solo se limita a la perspectiva financiera vista desde el punto de vista del inversor, sino que se extiende hacia los efectos económicos, sociales y medioambientales que pueden derivarse de la inversión en empresas.

16.1 Impacto económico

Desde la perspectiva económica, la inversión en empresas como SII no solo busca rendimientos financieros, sino que también contribuye a la creación de empleo, el crecimiento empresarial y la generación de riqueza. La buena situación financiera de SII, reflejada en su liquidez y rentabilidad, sitúa a la empresa como un agente económico positivo, capaz de impulsar la estabilidad económica tanto a nivel local como global.

16.2 Impacto social

La inversión en empresas comprometidas socialmente, como SII, tiene un impacto significativo en la vida de sus trabajadores y en su comunidad. La empresa demuestra su responsabilidad social a través de iniciativas que promueven la igualdad de género, la inclusión de jóvenes y el bienestar de sus empleados. Estos temas se tratarán en más profundidad en el apartado de impacto en los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Este compromiso social no solo mejora la reputación de la empresa, sino que también contribuye al desarrollo social.

16.3 Impacto ambiental

A medida que aumenta la conciencia ambiental, la inversión en empresas sostenibles se convierte en un vehículo para respaldar prácticas empresariales responsables. SII, al operar en el sector de consultoría IT, puede influir en la sostenibilidad de otras industrias al proporcionar soluciones tecnológicas innovadoras y promover que el consumo de menos recursos. La inversión socialmente responsable puede contribuir a la transición hacia modelos de negocio más ecológicos y sostenibles.

16.4 Influencia positiva a través de la inversión

La inversión no solo es un medio para obtener beneficios financieros, sino también una herramienta para influir positivamente en el mundo. Al respaldar empresas con impactos económicos, sociales y ambientales positivos, los inversores pueden contribuir activamente al desarrollo sostenible. La elección de financiar empresas comprometidas socialmente promueve la creación de un mundo más equitativo y sostenible.

En conclusión, la evaluación de impactos va más allá de las cifras financieras para considerar cómo la inversión puede desempeñar un papel clave en la creación de un impacto positivo en la economía, la sociedad y el medio ambiente. La inversión responsable no solo busca retornos financieros, sino que también busca construir un futuro más sostenible y equitativo a través del respaldo a empresas comprometidas.

17 EVALUACIÓN DE LOS IMPACTOS LEGALES Y ÉTICOS

El sistema financiero está basado en la confianza, la confianza, por ejemplo, al entregar los ahorros a un gestor para que los gestione o la confianza en que la otra parte repague sus deudas. La preservación de esta confianza entre los diversos actores resulta crucial para el funcionamiento continuo de los mercados financieros, y, por ende, para el florecimiento general de la economía. Es aquí cuando las cuestiones éticas curiosamente resultan ser las más relevantes. Sin unos altos estándares éticos el sistema no funcionaría.

Por otra parte, este trabajo intenta poner de manifiesto lo complejo que es el análisis de una sola empresa como inversión y cómo la debida diligencia ejerce un papel fundamental.

En otro orden de cosas, antes de mencionar los impactos legales, el sistema financiero tiene tres funciones principales:

1. Permitir a los agentes económicos ahorrar, pedir dinero prestado, obtener financiación y la transferencia de activos en el presente o en el futuro.
2. Determinar las tasas de interés que igualan la oferta de ahorro con la demanda de ahorro.
3. Asignar el capital a sus usos más eficientes.

Los mercados financieros permiten la transferencia de activos y riesgos de una entidad a otra a través del tiempo y el espacio. Son muchos y muy variados los agentes económicos que utilizan los mercados financieros, desde individuos a gobiernos.

El sistema financiero funciona como los pulmones de las economías, es por esto por lo que se ha convertido en uno de los sectores más regulados. Las consideraciones legales adquieren, por tanto, mucha relevancia.

En este sentido, la CNMV, Comisión Nacional del Mercado de Valores, se erige como el organismo regulador de las bolsas españolas, mientras que Société pour l'Informatique Industrielle, al cotizar en Francia, se somete a la regulación de la Autorité des Marchés Financiers. La necesidad de un marco legal robusto se vuelve evidente, subrayando la importancia de la conformidad con las normativas para asegurar la integridad y estabilidad del sistema financiero.

18 CONTRIBUCIÓN A LOS ODS

18.1 Inversión Responsable

La inversión responsable, una práctica cada vez más común y que ya maneja fondos de miles de millones de dólares cada año. Está orientada en la inversión hacia empresas que integran prácticas sostenibles y contribuyen a los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

En este contexto, la convergencia entre la filosofía de inversión en valor y la promoción de los ODS ofrece una perspectiva única. Al dirigir la atención hacia empresas que no solo buscan rentabilidad financiera, sino que también abrazan principios éticos y ambientales. Este tipo de inversión no solo tiene una perspectiva ética sino también pragmática, al ser históricamente más rentable la inversión en empresas que por ejemplo generan entornos laborales sanos.

En este proyecto se ha elaborado un análisis de SII, una empresa que además de haber tenido un desempeño muy interesante es una empresa comprometida con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

18.2 Aportación a las ODS

Salud y bienestar

SII demuestra un fuerte compromiso con la salud y seguridad de sus empleados sobre todo mediante acuerdos colectivos. Como ejemplo, desde la empresa se ofrecen servicios de teleconsulta médica las 24/7, también se llevan a cabo actividades de sensibilización sobre riesgos psicológicos y salud en el trabajo. En cuanto al equilibrio entre la vida profesional y personal, promueven el teletrabajo, el derecho a la desconexión, horarios flexibles, y brindan apoyo a la parentalidad con soluciones para el cuidado de niños. También respaldan y valoran las iniciativas y éxitos de sus trabajadores, promoviendo un ambiente laboral equilibrado y saludable.



Ilustración 48. ODS 3. [51]

18.2.1 Educación de calidad

SII destaca por su compromiso con la inclusión de jóvenes, estableciendo colaboraciones con instituciones educativas, facilitando programas de aprendizaje y respaldando iniciativas para la diversidad y la inclusión social. Además, implementa estrategias de formación, ofreciendo programas certificados, herramientas de autoaprendizaje y otras actividades. SII ofrece también múltiples programas para la formación de su personal como "Job Changer". Estas iniciativas reflejan el compromiso de SII con el desarrollo profesional y la inclusión en todas las etapas de la carrera laboral.



Ilustración 49. ODS 4. [48]

18.2.2 Igualdad de género

Para fomentar la igualdad de género y empoderar a mujeres y niñas, SII implementa medidas en el ámbito profesional. Estas medidas incluyen acuerdos sobre igualdad de género que abarcan aspectos como la contratación, la promoción profesional, remuneración o el equilibrio entre vida laboral y personal. La empresa ha establecido políticas de igualdad de género en varios de los países en los que opera. Algunas iniciativas como "Mothers in SII" en Polonia, facilitando el intercambio de experiencias entre madres empleadas. Con un 20,24%



Ilustración 50. ODS 5. [48]

de mujeres en la directiva y el 67% de las entidades SII implementando medidas para promover la igualdad de género. La empresa también respalda la promoción de la igualdad de género en sectores industriales y tecnológicos, colaborando con la asociación "Elles bougent" y manteniendo la comunidad "SII Power Women" en Polonia. Además, el 21,5% de las nuevas contrataciones en roles técnicos son mujeres, destacando la firme dedicación de SII hacia la inclusión y la igualdad de oportunidades.

BIBLIOGRAFÍA

- 1] A. Prep, «Analyst Prep,» [En línea]. Available: <https://analystprep.com/cfa-level-1-exam/equity/distinguishing-market-value-intrinsic-value/attachment/46-intrinsic-value-vs-market-value/>.
- 2] EU4Digital, «EU4Digital,» [En línea]. Available: <https://eufordigital.eu/eu-to-invest-e4-5-billion-in-digital-transformation-for-2023-2024/#:~:text=To%20deliver%20on%20the%20European,24%20Horizon%20Europe%20work%20programme..>
- 3] G. V. Research, «Grand View Research,» [En línea]. Available: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/it-services-market-report#:~:text=Report%20Overview,9.7%25%20from%202023%20to%202030..>
- 4] A. Chan, «Sing Saver,» [En línea]. Available: <https://www.singsaver.com.sg/blog/candlestick-pattern-investing>.
- 5] «Informe anual SII 31-03-2023».
- 6] B. Mundial, «Banco Mundial,» [En línea]. Available: GDP growth (annual %) - Poland | Data (worldbank.org).
- 7] C. europea. [En línea]. Available: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/europe-fit-digital-age/stronger-european-defence_en.
- 8] E. d. Tierra. [En línea]. Available: defensa.gob.es.
- 9] SII, «Informe anual 2000».
- 10] SII, «Informe anual 2007».
- 11] SII, «Informe anual 2010».
- 12] SII, «Informe anual 2010».
- 13] BBVA. [En línea]. Available: <https://www.bbva.com/es/salud-financiera/que-es-el-balance-general-o-de-situacion-de-una-empresa/>.
- 14] «Renting Colombia,» [En línea]. Available: <https://www.rentingcolombia.com/blog/pasivo-activo-y->

- patrimonio#:~:text=%C2%BFQu%C3%A9%20es%20el%20pasivo%20de,el%20cort
o%20y%20mediano%20plazo..
- 15] «Wolters Kluwer,» [En línea]. Available: <https://www.wolterskluwer.com/es-es/expert-insights/que-es-balance-situacion-empresa-como-hacerlo>.
- 16] «Wolters Kluwer,» [En línea]. Available: <https://www.wolterskluwer.com/es-es/expert-insights/cuenta-de-perdidas-y-ganancias-como-hacerla>.
- 17] «Contabilidad DKT,» [En línea]. Available: <https://www.contabilidadtk.es/el-estado-de-flujos-de-efectivo.html>.
- 18] «Statista,» [En línea]. Available: <https://www.statista.com/statistics/263575/gross-domestic-product-gdp-in-france/>.
- 19] I. n. d. l. s. e. d. é. économiques, «www.insee.fr,» [En línea]. Available: <https://www.insee.fr/fr/statistiques/5412397?sommaire=5354786>.
- 20] «www.estrategiasdeinversion.com,» [En línea]. Available: <https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/fondos/r2-r-cuadrado-o-coeficiente-de-determinacion-t-1163>.
- 21] B. d. France, «Banque de France,» [En línea]. Available: <https://publications.banque-france.fr/en/macroeconomic-projections-june-2023>.
- 22] B. France, «Banque France,» [En línea]. Available: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/projections-macroéconomiques_juin-2023.pdf.
- 23] Statista, «Statista,» [En línea]. Available: <https://www.statista.com/forecasts/963885/it-consulting-implementationservices-revenue-in-france>.
- 24] Numeum, «numeum.fr,» [En línea]. Available: [https://numeum.fr/actu-informatique/le-boom-du-secteur-numerique-un-taux-de-croissance-de-63-prevu-pour-2023-mais-les#:~:text=Alors%20qu'en%20d%C3%A9cembre%20dernier,%25\)%20mais%20%C3%A9quivalent%20%C3%A0%202021..](https://numeum.fr/actu-informatique/le-boom-du-secteur-numerique-un-taux-de-croissance-de-63-prevu-pour-2023-mais-les#:~:text=Alors%20qu'en%20d%C3%A9cembre%20dernier,%25)%20mais%20%C3%A9quivalent%20%C3%A0%202021..)
- 25] Tweenvest, «Tweenvest,» [En línea]. Available: <https://www.tweenvest.com/>.
- 26] TIKR, [En línea]. Available: tikr.com.
- 27] «GuruFocus,» [En línea]. Available: <https://www.gurufocus.com/>.
- 28] ONEtoONE, «www.onetoonecf.com,» [En línea]. Available: https://www.onetoonecf.com/wp-content/uploads/sites/10/2020/01/IT-Consulting_ONEtoONE_CorporateFinance_2019.pdf.

- 29] Wall Street Prep, «Wall Street Prep,» [En línea]. Available: <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/capm-capital-asset-pricing-model/>.
- 30] Barron's, «Barrons.com,» [En línea]. Available: <https://www.barrons.com/market-data/bonds/tmbmkde-10y?countrycode=bx>.
- 31] A. Damodaran, «New York University,» [En línea]. Available: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.
- 32] Yahoo Finance, «<https://es.finance.yahoo.com/>,» [En línea]. Available: <https://es.finance.yahoo.com/quote/SII.PA?p=SII.PA&.tsrc=fin-srch>.
- 33] B. G. Malkiel, A random walk down Wall Street.
- 34] B. C. Greenwald, Value Investing from Graham to Buffett and Beyond.
- 35] Á. M. G. Casado, Inversión en valor: una manera inteligente de invertir.
- 36] W. d. SII. [En línea]. Available: <https://sii-group.com/fr-FR>.
- 37] L. b. e. l. vie, «Youtube,» [En línea]. Available: https://www.youtube.com/watch?v=-emmyitM_Ks.
- 38] L. R. TV, «Youtube,» [En línea]. Available: <https://www.youtube.com/watch?v=jCbBQ2mAxHg&t=1s>.
- 39] «LinkedIn,» [En línea]. Available: <https://www.linkedin.com/in/eric-matteucci-36337238/>.
- 40] D. Bonnet. [En línea]. Available: <https://www.didierbonnet.com/about>.
- 41] «LinkedIn,» [En línea]. Available: <https://www.linkedin.com/in/didiebonnet/?originalSubdomain=uk>.
- 42] «LinkedIn,» [En línea]. Available: <https://www.linkedin.com/in/antoineleclercq4/?originalSubdomain=fr>.
- 43] [En línea]. Available: <https://sii-group.com/en-IT/governance-sii-group>.
- 44] «Statista,» [En línea]. Available: <https://www.statista.com/forecasts/963885/it-consulting-implementation-services-revenue-in-france>.
- 45] Aubay, «Aubay.com,» [En línea]. Available: <https://aubay.ofertas-trabajo.infojobs.net/>.
- 46] «Twitter,» [En línea]. Available: https://twitter.com/wavestone_.

- 47] Wavestone, «www.wavestone.com,» [En línea]. Available: https://www.wavestone.com/app/uploads/2023/10/Investors-presentation_Investor-Access_910-October-2023.pdf.
- 48] «Wikipedia,» [En línea]. Available: <https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Logo-umanis.png>.
- 49] «Euronext Paris,» [En línea]. Available: <https://www.euronext.com/en/markets/paris>.
- 50] Ceupe, «Blog de Ceupe,» [En línea]. Available: <https://www.ceupe.com/blog/valoracion-por-multiplos.html#:~:text=La%20valoraci%C3%B3n%20por%20m%C3%BAltiple%20consiste,EBIT%2C%20beneficio%20neto%2C%20etc..>
- 51] «Wikipedia,» [En línea]. Available: https://es.wikipedia.org/wiki/Objetivo_de_Desarrollo_Sostenible_3.
- 52] SII, «Web SII,» [En línea]. Available: https://sii-group.com/sites/default/files/document/Brochure_RSE_2022_web_OK.pdf.

ÍNDICE DE FIGURAS

Ilustración 1. Comparación valor intrínseco y valor de mercado [1].....	4
Ilustración 2. Ejemplo análisis técnico [4].....	8
Ilustración 3. Ingresos por país SII.....	14
Ilustración 4. Evolución origen ingresos. [5].....	14
Ilustración 5. Organigrama del grupo. [5].....	15
Ilustración 6. Distribución ventas por sector. [5].....	16
Ilustración 7. Concentración clientes. [5].....	16
Ilustración 8. Estructura accionarial. [5].....	17
Ilustración 9. Evolución de la cotización.....	18
Ilustración 10. Resultados ejercicios 1995-2000. [9].....	18
Ilustración 11. Resultado operacional 2003-2007. [10].....	19
Ilustración 12. Resultados operativos 2006-2010. [11].....	20
Ilustración 13. Ingresos 2006-2010. [12].....	20
Ilustración 14. Consejo de supervisión. [5].....	22
Ilustración 15. Composición de la directiva. [5].....	22
Ilustración 16. Remuneración acciones directiva. [5].....	24
Ilustración 17. Estructura accionarial. [5].....	24
Ilustración 18. Evolución derechos de uso.....	26
Ilustración 19. Cuentas por cobrar.....	27
Ilustración 20. Efectivo y equivalentes.....	27
Ilustración 21. Deudas a largo plazo.....	28
Ilustración 22. Evolución ingresos y beneficio neto.....	29
Ilustración 23. Evolución CFO y BN.....	30
Ilustración 24. Inversión en Capital circulante.....	31
Ilustración 25. Ingresos SII frente PIB Francia.....	35
Ilustración 26. Ingresos SII frente Inversión privada Francia.....	35
Ilustración 27. Previsiones Macro Francia. [22].....	36
Ilustración 28. Previsión ingresos mercado IT. [23].....	36
Ilustración 29. Previsión IT Francia. [24].....	37
Ilustración 30. Logo Aubay. [45].....	40
Ilustración 31. Ingresos y beneficio Aubay.....	40
Ilustración 32. Múltiplos Aubay 1. [25].....	42
Ilustración 33. Múltiplos Aubay 2. [25].....	42
Ilustración 34. Logo Wavestone. [46].....	42
Ilustración 35. Origen ingresos Wavestone 1. [47].....	43
Ilustración 36. Origen ingresos Wavestone 2. [47].....	43
Ilustración 37. Ratios Wavestone.....	44
Ilustración 38. Múltiplos Wavestone. [25].....	44
Ilustración 39. Logo Umanis. [48].....	45
Ilustración 40. Múltiplos Umanis. [26].....	46
Ilustración 41. PER histórico SII. [25].....	47
Ilustración 42. EV/EBITDA histórico SII. [25].....	48
Ilustración 43. Múltiplo EBITDA transacciones.....	49
Ilustración 44. Fórmula CAPM. [29].....	50
Ilustración 45. Cotización SII. [25].....	52
Ilustración 46. Diagrama de Gantt.....	55
Ilustración 47. ODS 3. [51].....	58

Ilustración 48. ODS 4. [48]	58
Ilustración 49. ODS 5. [48]	58

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Salarios directiva.....	23
Tabla 2. Pérdidas y ganancias.....	29
Tabla 3. Margen flujo de caja operativo.....	31
Tabla 4. Flujos actividades inversión.....	31
Tabla 5. Ratio reparto de dividendos.....	32
Tabla 6. Ratios de liquidez.....	32
Tabla 7. Ratios de solvencia.....	32
Tabla 8. Ratios rentabilidad.....	33
Tabla 9. Otras ratios.....	33
Tabla 10. Histórico Macro Francia. [19].....	34
Tabla 11. Márgenes flujo caja.....	37
Tabla 12. Proyecciones financieras.....	37
Tabla 13. Deuda y caja Aubay.....	41
Tabla 14. Ratios Aubay.....	41
Tabla 15. Ratios Umanis.....	45
Tabla 16. Múltiplos OPA Umanis.....	46
Tabla 17. Múltiplos históricos SII. [27].....	47
Tabla 18. Múltiplos grupo de pares.....	48
Tabla 19. Ratios grupo de pares.....	48
Tabla 20. Proyecciones SII.....	49
Tabla 21. Valoración por múltiplos.....	49
Tabla 22. Flujos de caja SII.....	50
Tabla 23. Valoración DCF.....	51

ANEXOS