

Investment Research

Reason: Initiation of Coverage

27 May 2013

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 0.14

closing price as of 24/05/2013

Target price: EUR 0.25

Target Price unchanged

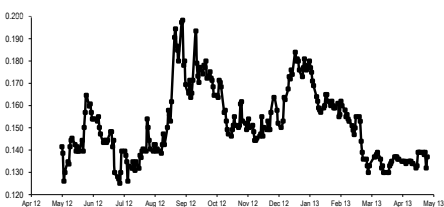
Reuters/Bloomberg

EZEN.MC/EZE SM

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	1,798,105,000
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	241.61
Price high 12 mth (EUR)	0.20
Price low 12 mth (EUR)	0.13
Abs. perf. 1 mth	0.0%
Abs. perf. 3 mth	-13.8%
Abs. perf. 12 mth	-3.2%

Market capitalisation (EURm)	64
Current N° of shares (m)	468
Free float	66%

Key financials (EUR)	12/12	12/13e	12/14e
Sales (m)	182	220	331
EBITDA (m)	11	14	23
EBITDA margin	5.8%	6.2%	7.0%
EBIT (m)	9	8	18
EBIT margin	4.9%	3.8%	5.3%
Net Profit (adj.)(m)	(19)	(6)	1
ROCE	14.9%	10.2%	14.7%
Net debt/(cash) (m)	27	35	36
Net Debt/Equity	nm	nm	nm
Net Debt/EBITDA	2.5	2.5	1.5
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	1.2	1.9	3.1
EV/Sales	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA	8.1	7.0	4.2
EV/EBITDA (adj.)	8.1	7.0	4.2
EV/EBIT	9.5	11.5	5.5
P/E (adj.)	nm	nm	nm
P/BV	nm	81.6	37.2
OpFCF yield	-45.3%	-34.0%	2.5%
Dividend yield			
EPS (adj.)	(0.05)	(0.01)	0.00
BVPS	(0.02)	0.00	0.00
DPS			



Shareholders: Management 10%; Grupo Frías 5%;
Junta Andalucía 4%; Rustraductus 3%;
EBN 3%;

For company description please see summary table footnote

El resurgir del Ave Fenix

Iniciamos la cobertura de Ezentis con una recomendación de Comprar y un valor teórico de EUR 0.25/acc. (potencial mayor al 75%). A finales de 2011 Ezentis comienza a ser gestionado por un nuevo equipo directivo encabezado por Manuel García-Duran. Desde su entrada se ha reestructurado el grupo desinvirtiendo en todos aquellos negocios que no eran rentables, reestructurando/refinanciando la deuda, y consiguiendo la estabilidad accionarial. Ezentis se ha convertido en una compañía de Servicios Industriales con unos ambiciosos objetivos (orgánicos e inorgánicos) los cuales van ligados al desarrollo de las infraestructuras de redes en Latinoamérica y a la posición clave de Ezentis en la cadena de inversión de sus clientes, gracias a su relación histórica.

- ✓ **Reestructuración de la compañía finalizada:** Desde finales de 2011 tres ejes han centrado la actuación del nuevo equipo directivo encabezado por Manuel García-Duran: **a) Reestructuración financiera:** con reducción y refinanciación de la deuda y ampliaciones de capital (la deuda financiera ha pasado de EUR 88 m en 2010 a EUR 27 m en 2012); **b) Redefinición operativa:** se han abandonado actividades no rentables y vendido activos no estratégicos y **c) Estabilidad accionarial** e incorporación de talento a la compañía (Josep Piqué, Luis Solana, Guillermo José Fernandez y Carlos Mariñas, entre otros).
- ✓ **La nueva Ezentis:** Ezentis es una compañía de Servicios Industriales (ingeniería, instalación y mantenimiento de redes de distribución de telecomunicaciones, electrificación y aguas) en donde sus principales clientes son Telefónica (60% de las ventas), Edenor (20% de las ventas), Endesa (10% de las ventas), Claro (5% ventas). Un 90% de sus ventas vienen de países latinoamericanos (1T13).
- ✓ **Plan estratégico a 2015, multiplicar por más de 3 el EBITDA:** El objetivo de Ezentis para 2015 es tener unas ventas de EUR 410 m (vs EUR 182 m en 2012) y un EBITDA de EUR 38 m (vs EUR 10.6 m en 2012). Este lo pretende conseguir tanto mediante crecimiento orgánico como mediante adquisiciones. El 38% del EBITDA en 2015 lo generarán las adquisiciones.
- ✓ **Estimamos un crecimiento orgánico de doble dígito:** Estimamos un crecimiento orgánico de ventas anual hasta 2015 del +9.2% y de EBITDA del +15.8%. Esto se conseguirán gracias al fuerte crecimiento en Latinoamérica y de Servicios Industriales. El hecho de que el 60% de los ingresos provengan de Telefónica, tiene ventajas e inconvenientes. Por la parte de los segundos destaca la alta dependencia. Sin embargo pensamos que a medio plazo, el aspecto positivo tiene más peso, ya que la relación que Ezentis mantiene con Telefónica (le ha ejecutado la última milla en los últimos 25 años, se encuentra entre los principales proveedores, y mantiene una buena relación a nivel ejecutivo), puede otorgar visibilidad en el flujo de negocio y genera confianza en nuestras estimaciones.
- ✓ **Adquisiciones que generarán crecimiento:** Las adquisiciones se realizarán en Latinoamérica, en Brasil (en donde está formalizando un contrato), Colombia y México (donde se están expandiendo sus principales clientes). 2013 concentrará la mayor parte de las adquisiciones. El riesgo de ejecución de las adquisiciones queda limitado por el poder de negociación de Ezentis respaldado por sus clientes y por los criterios de compra (< 2x DN/Ebitda y margen Ebitda > 7.5%). Pensamos que los sectores en los que se centrarán serán en Servicios Industriales tanto de telecomunicaciones como de electricidad y aguas.

Analyst(s): Sergio Ruiz Martin

+34 91 436 7866

sruizma@bankia.com

CONTENTS

Historia de Ezentis	3
2012 un punto de inflexión	4
Una nueva Ezentis	5
Servicios Industriales	6
Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC)	7
Vértice 360º	8
Amper	8
Estructura accionarial	9
Participaciones de Ezentis	9
Plan estratégico 2012/15	10
Objetivo de Ingresos EUR 400 m / EUR 420 m	10
Objetivo de EBITDA EUR 36 m / EUR 40 m	11
Latinoamérica el motor de crecimiento	11
Fortalecimiento del balance	11
Crecimiento mediante adquisiciones	12
Estimaciones financieras	13
Nuestras estimaciones vs Plan estratégico de Ezentis	16
Valoración: Comprar	17
Valoración por partes	18
Análisis de Sensibilidad	19
Compañías similares a Ezentis, ¿Comparables?	20
Anexo	21
Riesgos que presenta Ezentis	21
Contratos relevantes de Ezentis	21
Miembros del Consejo	22
ESN Recommendation System	30

Historia de Ezentis

El Grupo Ezentis, es el resultado de un largo proceso de adquisiciones y fusiones guiado por el objetivo de crear una multinacional tecnológica en infraestructuras y telecomunicaciones, capaz de ofrecer soluciones integrales e inteligentes a sus clientes.

Radiotrónica, (hoy Ezentis) se constituyó en 1959 como una sociedad filial de la empresa constructora Agroman, y durante sus diez primeros años de vida, su actividad se centró en trabajos de instalaciones eléctricas.

En 1988 comienza a cotizar en Bolsa. Radiotrónica inicia su experiencia internacional en el mercado latinoamericano, centrándose en un primer momento en Chile con el fin de atender un importante contrato con Telefónica.

Década de los 90: Con motivo de la expansión de Telefónica, la expansión internacional de Radiotrónica continúa, y se instala en Argentina en 1992 (Radiotrónica de Argentina) y en Perú en 1994 (Radiotrónica del Perú). Durante este período los ingresos del Grupo provenían en casi un 90% de Telefónica. Posteriormente se crea Radiotrónica Sucursal Colombia (1995) y Radiotrónica do Brasil (1996).

A finales de 1994, la empresa dependía de Banesto, sin embargo en 1998 un grupo de ejecutivos de la empresa compra a Banesto mediante una operación MBO (Management Buy Out) el paquete accionarial de control de la empresa.

Durante 1999, con el objetivo de reforzar su presencia en el sector del transporte en general y en particular en los sectores ferroviario (telefonía de explotación y automatización de pasos a nivel), de tráfico terrestre (control y vigilancia de tráfico rodado y comunicaciones de emergencia en carreteras), de navegación marítima (balizas de radiolocalización para emergencias) y aérea (radiocomunicaciones tierra-aire), realiza la adquisición de Ena Telecomunicaciones, y posteriormente entra en el sector de la electrónica industrial (terminales de expedición electrónica de tickets) y de consumo (fabricación de ordenadores) con la inversión en la empresa Compañía Electrónica de Técnicas Aplicadas, (COMELTA).

Década 2000: Radiotrónica incorpora Acciona, como socio estratégico y gracias a su financiación se adquirió Telefónica Sistemas Ingeniería de Productos (TSIP). Una vez realizadas estas operaciones, Radiotrónica cambió su denominación social por la de Avanzit.

En el año 2001 se crea Avanzit telecom, Avanzit media (telson) y Avanzit tecnología.

En 2006 Avanzit constituye Vértice Trescientos Sesenta Grados, integrándose en esta Manga films, Telson, Videoreport, Notro Films y Telespan. A finales de 2007 Vértice comenzó a cotizar en bolsa. Ezentis permanece como accionista mayoritario de Vértice. En 2007 Ezentis mantenía una participación del 43,1%, en 2008 del 41,22% y el 2009 de 36,50%.

Durante 2006 y 2007 se compra Calatel, que desarrolla su actividad en el sector de la instalación y gestión de infraestructuras eléctricas y de telecomunicaciones móviles en Centroamérica y Caribe. La empresa Electrificaciones Ferroviarias (ELFER) es adquirida en 2007 como un importante refuerzo a la posición del Grupo en el sector ferroviario.

En 2009 se produjo la entrada en el capital de un nuevo accionista, TSS Luxembourg, a través de una ampliación de capital. Este fondo, tiene como principal inversor a Nomura (el primer banco de inversión de Japón). Otro hecho destacado en 2009 fue el acuerdo entre Ezentis y la Junta de Andalucía a través de la agencia IDEA (Agencia para la Innovación y Desarrollo) dando así entrada a un nuevo inversor institucional.

En 2010 cambia el nombre de Avanzit por el actual de Ezentis. También se produce la integración de Sedesa, grupo empresarial líder en infraestructuras con más de sesenta años de experiencia e implantación nacional e internacional. Las principales áreas de actividad de la compañía son Obra Civil, Edificación, Conservación, Energías Renovables y Concesiones, en las que ofrece una amplia gama de servicios.

2012 un punto de inflexión

A finales de 2011 Ezentis comienza a ser gestionado por un nuevo equipo directivo encabezado por Manuel García-Duran. Desde su entrada el objetivo principal era reestructurar el grupo desinvirtiendo en todos aquellos negocios que no eran rentables, reestructurar/refinanciar la deuda, y conseguir la estabilidad accionarial.

■ Activos no estratégicos: Hay dos desinversiones claves:

- La primera desinversión que se lleva a cabo es la de Sedesa, negocio de construcción e infraestructuras. Esta se vendió a Vicente Cotino a cambio de un 5.24% de Ezentis que este tenía en propiedad.
- En junio de 2012 Ezentis llega a un acuerdo con Telefónica en el que dan por finalizado el proyecto conjunto en España mediante el cual Avanzit Telecom les daba servicio. Por otro parte Telefónica acordó el abono a Avanzit Telecom de un importe de EUR 3 m, así como la concesión de un préstamo por una cuantía de EUR 4.5 m. Ezentis y Telefónica continúan realizando proyectos conjuntos en otros países latinoamericanos.

■ Reestructuración de la deuda:

- Refinanciación con **EBN** de EUR 6.65 m (concedidos en un préstamo en marzo 2008) hasta enero 2013. En esta fecha se re instrumenta el préstamo mediante un acuerdo de emisión de obligaciones convertibles en acciones. Tipo del primer año 8.5% anual y después Euribor 3 meses +4% (mínimo del 9.5% anual). EBN ya ha convertido 30,000 obligaciones. Actualmente le quedan 36,500 obligaciones
- Reducción de capital en EUR 118 m mediante la disminución del valor nominal de las acciones de EUR 0.50/acc. a EUR 0.15/acc. estableciendo el Capital en EUR 50.5 m
- Refinanciación de EUR 14 m con **BANIF** por un periodo de 7 años (febrero 2019), siendo el primer año de carencia
- Línea de Crédito con el fondo **GEM** (Global Emerging Markets) por el que pretende proporcionar el acceso de la sociedad a recursos por un máximo de EUR 30 m. **1)** En Febrero 2012 comunicó que había obtenido un préstamo de EUR 2 m a un tipo del 6%; **2)** Ampliación de capital de EUR 1 m mediante la emisión de 5.3 m de acciones; y **3)** Ampliación de capital de EUR 0.4 m, mediante la emisión de 2.5 m de acciones.
- Ampliación de capital de EUR 3.1 m para capitalizar un préstamo con SOPREA (Promoción y Reconversión Económica de Andalucía) mediante la emisión de 14.6 m de acciones
- Ampliación de Capital de EUR 13.2 m mediante la emisión de 88.3 m de acciones

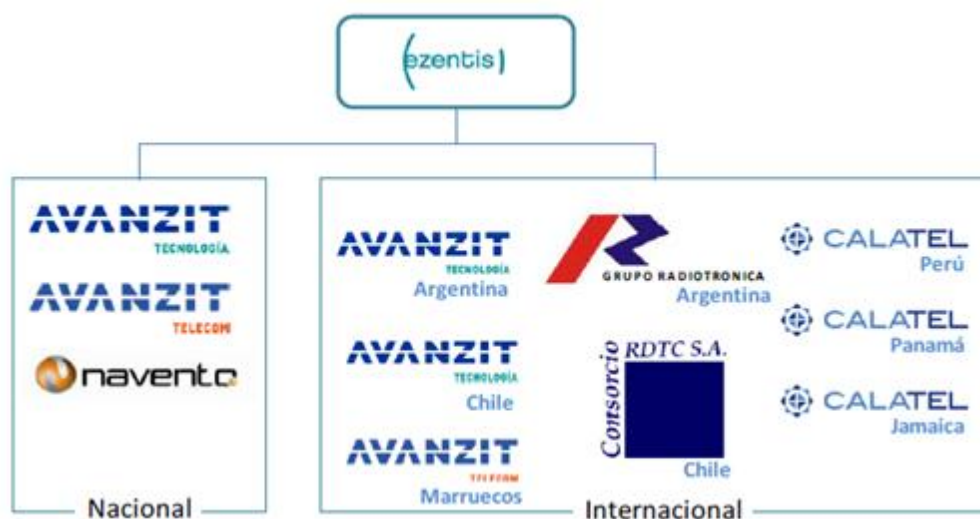
■ Incorporación de talento en la compañía: renovación del consejo y management:

- Las personas más importantes que se han incorporado desde la entrada de Manuel García-Durán han sido Josep Piqué, Luis Solana, Carlos Mariñas José Wahnón y Guillermo José Fernandez.

Con todos estos cambios tanto estratégicos como financieros y de equipo directivo la compañía ya está en un punto de inicio para poder llevar a cabo su plan estratégico. Ezentis no piensa realizar más ampliaciones de capital. Las únicas posibilidades en las que podríamos ver alguna variación en el capital de la compañía serían en: **1)** la conversión de obligaciones de EBN (tiene 36,500 obligaciones y ya ha convertido 30,000) y **2)** el posible uso de las líneas de crédito de GEM. Estratégicamente se centrará en Latinoamérica en donde tiene una experiencia de más de 25 años y en el crecimiento vía adquisiciones bajo una serie de criterios que limitan el riesgo.

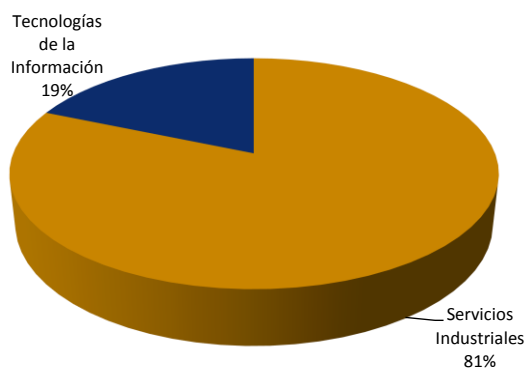
Una nueva Ezentis

Ezentis es una compañía española de Servicios Industriales (“última milla” en el sector de telecomunicaciones, electricidad y agua) y que aporta soluciones y servicios de Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC). Es un grupo que está organizado en 2 áreas: **1)** Servicio Industriales y **2)** Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC). Adicionalmente Ezentis posee una participación de un 27.8% en Vértice 360°, empresa cotizada dedicada a los servicios audiovisuales, y desde finales de 2012 un 5.76% de Amper (dedicada a las tecnologías de la información).



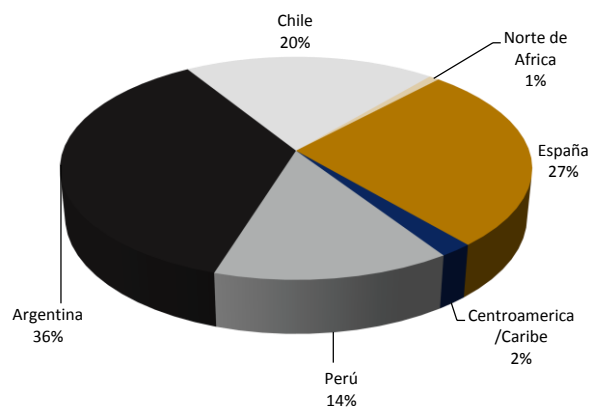
Los principales clientes de Ezentis son compañías líderes en sus sectores, como Telefónica, Edenor, Edelnor (Endesa), Indra, AENA, Ministerio de Defensa... En 2012 la actividad de Servicios Industriales representó un 81% de los ingresos. A nivel geográfico solamente un 25% de los ingresos provenía de España en 2012 (un 10% en el 1T13) siendo el país que más representa Argentina con un 36%, seguido de Perú y Chile. Estimamos que España disminuya en 2013 su peso debido a la eliminación del contrato con Telefónica de España y a la debilidad del mercado doméstico.

Mix de ventas por negocio 2012



Fuente: Ezentis

Mix de ventas geográfico 2012



Fuente: Ezentis

Servicios Industriales

Por el momento, Servicios Industriales engloba principalmente la línea de telecomunicaciones que incluye los servicios a telefonía fija y móvil, los servicios de acceso a internet, los servicios mayoristas de telecomunicaciones y los servicios audiovisuales. Adicionalmente Ezentis se está diversificando en otras áreas de instalación y mantenimiento de líneas de transmisión, subestaciones, líneas de distribución de redes eléctricas y mantenimiento de redes de agua, petróleo y gas. Servicios industriales tiene un peso en las ventas de la compañía del 80% (2012).

Servicios	Sectores
- Instalación y mantenimiento de redes de acceso y transporte de telecomunicaciones fijas y móviles	- Telecomunicaciones
	- Energía
	- Petróleo
- Instalación y mantenimiento de líneas de transmisión, subestaciones, líneas de distribución de redes eléctricas y mantenimiento de redes de agua, petróleo y gas	- Gas
	- Minería
	- Gestión de aguas

Fuente: Ezentis

Nacional: En 2012, ante la falta persistente de rentabilidad, y derivado de una decisión estratégica de reorientación de los negocios de Avanzit Telecom, se llegó a un acuerdo con Telefónica de España, por el que se finalizó la prestación de servicios en las 8 provincias en las que se operaba. El acuerdo se ciñe exclusivamente a España y no afecta a las filiales internacionales de la sociedad en Perú, Chile y Argentina que prestan servicios en el "contrato de bucle" con Telefónica, alguna de las cuales ha ampliado el marco contractual con la operadora muy recientemente.

Ezentis actúa a nivel internacional principalmente en Argentina, Perú y Chile (expansión que realizó de la mano de Telefónica) con las compañías, Radiotrónica de Argentina, Calatel y Consorcio Chile.

Radiotrónica de Argentina: está especializada en la gestión de proyectos de tecnología, telecomunicaciones llave en mano y en la prestación de servicios de comunicación y media. En los comienzos se centró el esfuerzo de afianzamiento únicamente en el sector de las telecomunicaciones, diversificando posteriormente las actividades con el transcurso de los años a los sectores de Energía, Gas, y Petróleo.

Calatel: Ezentis opera en Perú, Panamá y Jamaica con Calatel. Es una empresa de servicios cuyo objeto principal es la construcción y mantenimiento de sistemas de telecomunicaciones, electrificación, y energía.

Consorcio Chile: Ezentis se dedica a ofrecer servicios globales de telecomunicaciones, energía y gestión de aguas. En Chile solamente tiene un 50% de la participación total, estando la otra mitad de la compañía repartida entre socios locales.

Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC)

Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC) incluye actividades de consultoría, integración y outsourcing de redes, sistemas y procesos para organizaciones empresariales y públicas; así como actividades específicas de movilidad y geo-posicionamiento en diferentes sectores. Los principales sectores en los que actúa son: Telecomunicaciones y Utilities, Transporte y Defensa, Administración Pública, Sanidad, Banca y Seguros.

Servicios	Sectores
- Sistemas de voz	- Tecnología
- Mantenimiento y soporte	- Defensa
- Operación	- Sanidad
- Outsourcing	- Banca
- Sistemas de Información	- Telecomunicaciones
- Software	
- Redes privadas	

Fuente: Ezentis

- **Telecomunicaciones y Utilities:** Planificación, diseño y despliegue de redes, consultoría, ingeniería y proyectos de comunicaciones, asesoría y desarrollo de soluciones, mantenimiento de aplicaciones y outsourcing.
- **Transporte y defensa:** Consultoría y diseño de redes multiservicio seguras sobre las que implementar servicios (datacenters, Telefonía y Video IP e información al público). Sistemas de Información al Viajero (Cartelería digital). Sistemas de información geográfica, geoposicionamiento, seguimiento de flotas, análisis de rutas, operaciones de almacén, visualización espacial de infraestructuras. Desarrollo de aplicativos para fuerzas de protección, seguridad ambiental, servicio de reconocimiento y vigilancia, logística militar.
- **Administraciones Públicas:** Planificación, diseño y despliegue de redes multiservicio para optimizar costes en las Administraciones Públicas. Soluciones específicas para el sector turístico; gestión integral del destino, inteligencia competitiva. Sistemas de administración electrónica para acercar la administración al ciudadano y optimizar los procesos (trámites, expedientes, tributos, soluciones de seguridad y video-vigilancia inteligentes, digitalización, gestión y publicación de contenidos digitales).
- **Sanidad:** Mejora de eficiencia y eficacia de las comunicaciones de grandes organizaciones sanitarias, adecuando las redes de servicios a necesidades como telemedicina, telefonía IP, interoperabilidad. Gestión y optimización de los procesos documentales, asistenciales y de negocio mediante infraestructuras amigables. Digitalización de historias clínicas dando accesibilidad a diferentes servicios. Desarrollo y Explotación de Servicios de Emergencias.
- **Banca y seguros:** Consultoría y diseño de redes seguras para grandes entidades financieras. Outsourcing de sistemas: centros de atención a usuarios (CAU), mantenimiento de aplicaciones CMMi3. Outsourcing de procesos documentales. Servicios bancarios a través del teléfono móvil.

Nacional: Las actividades en el sector de las TIC en el ámbito nacional se desarrollan a través de Avanzit Tecnología y Navento, que cuenta con 4 áreas principales: Redes e instalaciones especiales; Consultoría tecnológica e integración de sistemas; Externalización/Outsourcing; y Área de innovación y desarrollo.

Internacional: En el mercado internacional Ezentis opera fundamentalmente en el área de las TIC en general y, en particular, en el sector de las telecomunicaciones desarrollando actividades que guardan cierta relación con las líneas de actividad que la Sociedad lleva a cabo en el mercado nacional. Sus principales clientes son las sociedades del Grupo Telefónica en Latinoamérica que suponen la mayor parte de la cifra de negocios del área internacional de tecnología en los últimos 3 años.

Vértice 360°

Vértice 360 es un grupo audiovisual especializado en la producción y postproducción de contenidos para cualquier pantalla (cine, TV y las nuevas plataformas interactivas), la prestación integral de servicios técnicos y equipamiento para la producción audiovisual y publicitaria, la transmisión de canales y eventos en directo, la generación de espectáculos en vivo y el desarrollo de aplicaciones y soluciones para la comunicación. El Grupo Vértice 360 cotiza en Bolsa desde diciembre de 2007. Ezentis tiene un 27.8%. El resto de accionistas son EBN con un 6%, Nomura con un 11.5%, J.Tallada con un 3.46% y Antoni Esteve 7.4%. Destacar que el presidente de Ezentis, Manuel García-Durán, es también presidente de Vértice 360°.

Amper

Amper es un Grupo multinacional español cuya misión es facilitar la transformación del mercado hacia nuevos modelos de negocio, integrando soluciones sectoriales y tecnología de comunicaciones. De clara vocación internacional y fuertemente comprometido con la ingeniería innovadora y excelente, opera en Europa, África, Asia y América, en las actividades de negocio de Defensa, Comunicaciones y Seguridad. Grupo Ezentis presenta un 4.9% del capital (adquirido a finales de 2012). El máximo accionista es Veremonte (principal inversor Enrique Bañuelos) con un 23.2%, seguidos de Tvikap (fondo de inversión sueco) con un 18.6%. Amper tiene un free float superior al 40%.

Estructura accionarial

Ezentis actualmente no tiene ningún accionista que ostente la mayoría del capital, siendo el free float de esta del 71%. El principal accionista es el management de la compañía que presenta un 10% y en donde Manuel García-Durán tiene más del 90% de esta participación. Otros accionistas relevantes son: Grupo Frías con un 5%, la Junta de Andalucía 4%, y Rustraductus (vehículo inversor de J.Tallada) con un 3%.

Manuel García-Durán: Presidente de Ezentis desde finales de 2011. Compró la mayoría de su participación a comienzos de 2012 a TSS Luxembourg, a un precio en torno a EUR 0.03/acc. Dentro de este paquete también se engloban otros directivos aunque su participación es minoritaria.

Grupo Frías: Posee un 5%. Empresa vinculada al negocio lácteo en Castilla y León. Se hizo con una posición fuerte en el accionariado en 2006 donde llegó a tener el 10% y ser el segundo máximo accionista.

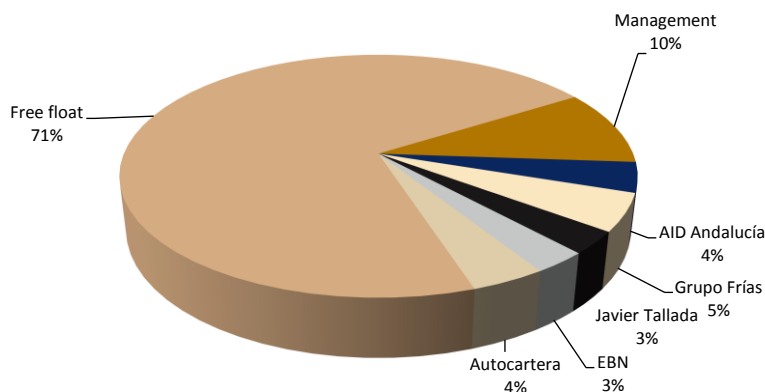
AID de Andalucía: tiene su participación desde Avanzit (la antigua Ezentis), tras varias ampliaciones su participación es del 4%. La Junta de Andalucía entró en el capital de Ezentis en 2009 a un precio de EUR 0.92/acc.

Rustraductus: Vehículo inversor de Javier Tallada. Este fue presidente de Avanzit (antigua Ezentis).

EBN: En el último año ha transformado obligaciones en acciones adjudicándose una participación del 4%. Actualmente su participación es del 2.89%. EBN tiene todavía 36,500 obligaciones convertibles lo que le proporcionarían una participación adicional del 4.75%.

Autocartera: Tiene cerca de un 4%. Estimamos que esta la utilizara para hacer parte del pago de las adquisiciones que va a realizar.

Estructura accionarial de Ezentis



Fuente: Ezentis

Participaciones de Ezentis

Ezentis presenta una participación en **Vertice 360° del 27.8%**. Esta participación es histórica, ya que Vértice 360° fue creada por Ezentis. Durante años se ha reducido la participación, sin embargo con la entrada de Manuel García-Durán estimamos que la participación se mantendrá o incluso podría incrementarse. Manuel García-Durán además de ser presidente de Ezentis también lo es de Vértice 360° y hay que tener en cuenta que ejerció los cargos de Director General de marketing, Director General de publicidad, Director General de comunicación y Vicepresidente Ejecutivo y consejero de Antena 3 TV.

La participación del **4.9% de Amper** se adquirió a finales de 2012, y pensamos que esta se ha realizado con algún pensamiento estratégico, por lo que creemos que o realiza algún tipo de acuerdo con Amper o venderá su participación.

Plan estratégico 2012/15

2012 ha sido un año de inflexión para Ezentis. A finales de 2011 entró un nuevo equipo directivo encabezado por Manuel García-Durán, desde entonces se ha acometido un proceso de reestructuración que ha afectado a todas las áreas de negocio. El plan estratégico 2012/15 de Ezentis tiene varios objetivos:

- **Financieros:** Tras refinanciar la deuda y aumentar capital la compañía quiere centrarse en la gestión de circulante y en la generación de caja, mejorar la eficiencia operativa (reducción de costes, negociación con proveedores...), y fortalecer los ratios de solvencia.
- **Estratégicos:** Se ha tomado la decisión de abandonar las actividades no rentables, destacando el cese de la parte de la división de telecomunicaciones en España. Geográficamente el plan estratégico se halla centrado en la expansión de Latinoamérica, con crecimiento orgánico en los países actuales (Argentina, Chile, Perú, Panamá y Jamaica) y expansión inorgánica en nuevos países (Brasil, donde se está formalizando un contrato, Colombia y Méjico), y mantenimiento del negocio de tecnología en España. Desde el punto de vista de área de negocio la actividad se centrará en el sector de telecomunicaciones, aumentando el peso de la actividad en sectores de Energía, gestión de Aguas, en donde el grupo tiene importante presencia en Latinoamérica.

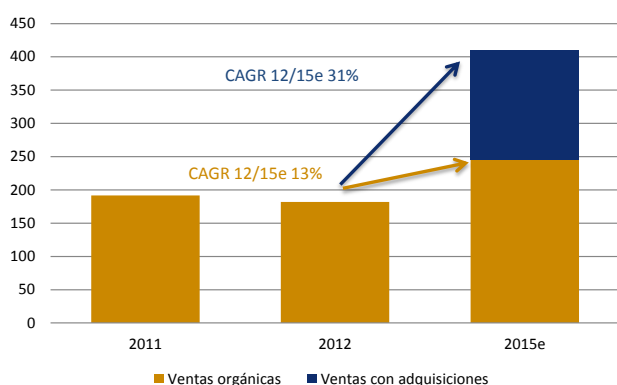
Objetivo de Ingresos EUR 400 m / EUR 420 m

Ezentis tiene un objetivo de ventas 2015 entre los EUR 400 m y EUR 420 m vs EUR 182 m conseguidos en 2012.

El objetivo es abarcar un mayor volumen de negocio. En los países en donde está presente quieren mejorar el mix de negocio hacia productos con mayores márgenes (fibra óptica, energía, y oil&gas) e intensificar el esfuerzo comercial para tener una mayor diversificación de clientes.

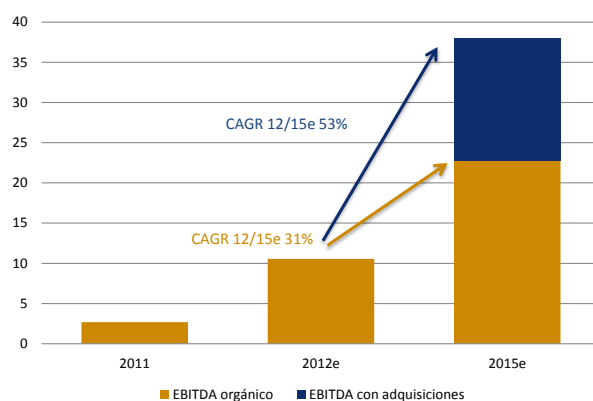
La aportación de nuevos países será clave para conseguir estos objetivos. Ezentis estima realizar una inversión entre EUR 20 m y EUR 24 m, centrándose en países como Brasil, Colombia y Méjico (mediante la toma de control de las compañías). La entrada se realizará buscando compañías estables en estos países con cierta complementariedad de negocio, buenos márgenes y en donde el apoyo de los clientes actuales de Ezentis genere un potencial de crecimiento atractivo. Ezentis estima que el 36% de las ventas vendrá de estos nuevos países, por lo que pensamos que estima que el crecimiento orgánico de los negocios será del 13%.

Objetivo de ventas del plan estratégico



Fuente: Ezentis

Objetivo de EBITDA del plan estratégico



Fuente: Ezentis

Objetivo de EBITDA EUR 36 m / EUR 40 m

Ezentis tiene un objetivo de EBITDA entre EUR 36 m / EUR 40 m vs EUR 10.6 m de 2012. Este lo espera conseguir mediante la optimización del nivel de eficiencia: mejorando el mix de costes fijos, costes variables, flexibilizando costes de personal, y ahorros en el área corporativa. Ezentis estima que las adquisiciones en 2015 aportarán EUR 15 m de EBITDA (el 38% del EBITDA de 2015) y espera que estos proyectos sean de mayor tamaño y rentabilidad. Esto hará que el margen EBITDA evolucione desde 5.8% en 2012 al 9% en 2015.

Latinoamérica el motor de crecimiento

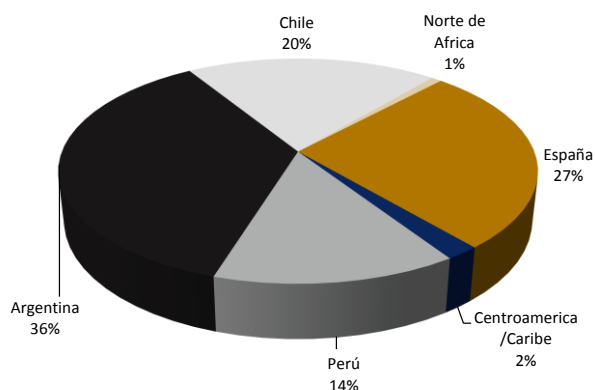
El objetivo de Ezentis en España es mantener la estabilidad del negocio. Aunque se espera cierta debilidad en algunas áreas de tecnología, espera compensarlo mediante ajustes de costes, mejoras del mix de negocio (entrada en el negocio de eficiencia energética) e intentando ampliar la base de clientes.

En Latinoamérica el mayor crecimiento se dará en los nuevos países los cuales pasarán a aportar el 36% de las ventas y el 38% del EBITDA. La prioridad se centra en Brasil (donde se está formalizando un contrato), Colombia y México. Los sectores objetivos son Telecom y Electricidad. La inversión estimada es entre EUR 20 m y EUR 24 m mediante la toma de participaciones de control en compañías locales, con financiación propia y ajena. El objetivo en las compañías adquiridas es de un 7.5% de margen EBITDA en el primer año y una deuda neta/EBITDA <2x.

Fortalecimiento del balance

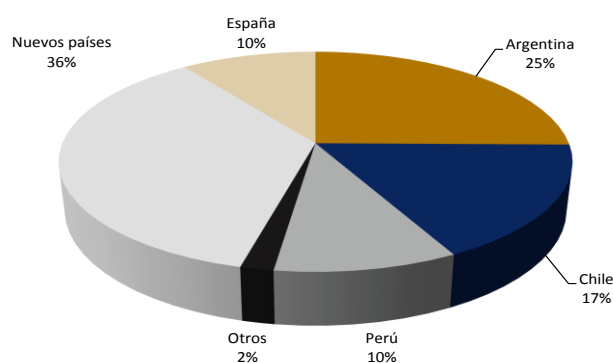
Ezentis ha terminado 2012 con un ratio deuda neta/EBITDA de 2.5x vs 3.4x de 2011. El objetivo es mantenerse entre 1x y 2x en 2015e a pesar de las adquisiciones. Esto esperan conseguirlo mediante la optimización de gestión de circulante. El capex estimado es de EUR1m, el cual se duplicaría en caso de tener en cuenta las adquisiciones las cuales se piensan llevar a cabo a lo largo de 2013.

Mix de ventas 2012



Fuente: Ezentis

Mix de ventas del plan estratégico para 2015



Fuente: Ezentis

Crecimiento mediante adquisiciones

Una gran parte del plan estratégico de Ezentis se basa en el crecimiento mediante adquisiciones. El objetivo de la compañía es realizar una inversión total de entre EUR 20 m y EUR 24 m con la que poder tomar el control de la compañía (es decir >50%). Las empresas adquiridas tendrán que tener un margen EBITDA mínimo de 7.5% y una deuda/EBITDA entre 1x y 2x.

Requisitos de Ezentis para adquirir

Inversión estimada (EUR m)	20-24
% margen EBITDA mínimo	7.5%
Deuda/EBITDA	1x-2x
% adquirir	>50%

Fuente: Ezentis

Con estos criterios hacemos un análisis para ver cuánto podrían generar las adquisiciones que Ezentis va a realizar. Utilizamos las siguientes hipótesis:

- Ratio EV/EBITDA en las adquisiciones de 6x, es una estimación que contempla la compañía. Un descuento más o menos del 10% vs lo que hemos estimado en el apartado de “Compañías similares a Ezentis, ¿Comparables?”
- Participación adquirida 50.1%
- Contabilizando por consolidación global el EBITDA generado por las adquisiciones estaría entre EUR 6.7 m y EUR 8.0 m
- Aplicando el criterio mínimo del 7.5% de margen EBITDA que Ezentis tiene como requisito las ventas máximas que podrían aportar las adquisiciones estarían entre EUR 88.9 m y EUR 106.7 m
- La deuda que generarían estas compras estaría entre EUR 13.3 m y EUR 16.0 m
- Los minoritarios generados se sitúan entre EUR 1.3 m y EUR 1.5 m

Análisis de lo que pueden generar las adquisiciones

EV/EBITDA	6.0	6.0
EV	20.0	24.0
% adquirido	50%	50%
EV del 100%	40.0	48.0
EBITDA generado por las adquisiciones	6.7	8.0
Ventas generadas por las adquisiciones	88.9	106.7
Deuda generada por las adquisiciones	13.3	16.0
Equity generado por las adquisiciones	26.7	32.0
Minoritarios generados por las adquisiciones	1.3	1.5

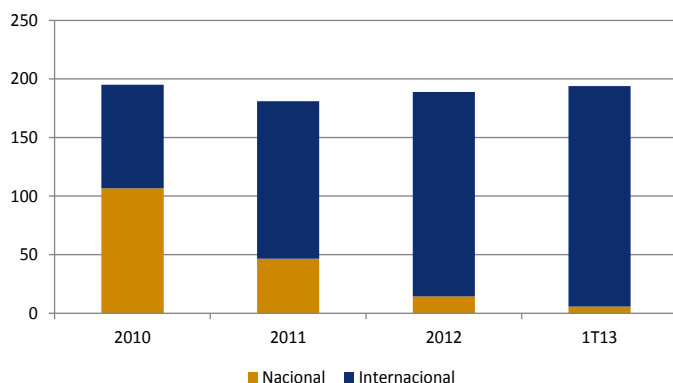
Fuente: Ezentis

Estimamos que Ezentis no tendrá grandes dificultades para realizar sus adquisiciones gracias al poder de negociación que le generan sus clientes. Hay que recordar que Ezentis entró en Chile, Perú y Argentina de la mano de Telefónica. Estimamos que las adquisiciones se realizarán en Latinoamérica, principalmente en Brasil, Colombia y México. Pensamos que los sectores en los que se centrarán serán en Servicios Industriales tanto de telecomunicaciones como de electricidad y aguas. El timing de la empresa es hacer todas las adquisiciones en 2013 y pensamos que Ezentis realizará los pagos de esta tanto con cash (generado por la ampliación de capital de Dic12) como mediante acciones y no descartamos que parte del pago se realice por la consecución de objetivos (diferido en el tiempo).

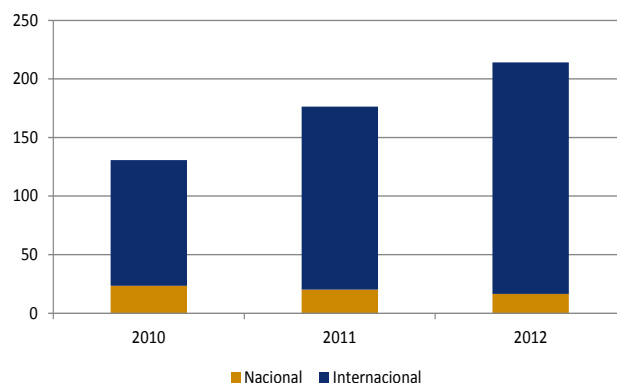
Estimaciones financieras

Ezentis ha conseguido desde la entrada del nuevo equipo directivo alcanzar una cartera de pedidos record desde 2010 y duplicar la contratación de pedidos a nivel internacional. Actualmente la cartera de pedidos es de EUR 194 m (>1x ventas) siendo un 97% a nivel internacional.

Evolución de la cartera de pedidos de Ezentis



Evolución de la contratación



Fuente: Ezentis

Fuente: Ezentis

Estimamos un CAGR12/15e de ventas del +25.6% y de EBITDA del +36.6% gracias tanto a crecimiento orgánico como mediante adquisiciones mejorando el margen EBITDA más 160 pb. desde 2012 a 2015. A partir de 2016 no estimamos crecimiento por la poca visibilidad.

Crecimiento orgánico: En Ezentis el 80% de los ingresos provienen de contratos bucle. Estos contratos son de una determinada duración pero se renuevan prácticamente en su totalidad de manera automática. Estimamos que el negocio de Servicio Industriales tenga un crecimiento anual de doble dígito gracias a que gran parte de su negocio se centra en Latinoamérica. Estimamos una ligera mejora de margen EBITDA de 70 pb hasta alcanzar el 9% en 2015 (en línea con el sector), márgenes que creemos razonables. El 60% de los ingresos vienen de Telefónica, y aunque la dependencia de un cliente no es bueno, la relación que Ezentis mantiene con Telefónica (le ha ejecutado la última milla en los últimos 25 años, se encuentra entre uno de los principales proveedores, y mantiene una buena relación a nivel ejecutivo), hace que veamos esta dependencia como una ventaja. Telefónica dedica un 55% de su capex a Latinoamérica, con un ratio de capex/ventas en el continente del 16% el cual pensamos se mantendrá en los próximos años. Habrá que estar pendiente al tipo de cambio el cual podrá generar variaciones en nuestras estimaciones. En el negocio de Tecnología estimamos decrecimientos en ventas del -14% anual hasta 2015 con un empeoramiento del margen EBITDA de cerca de 200 pb hasta niveles inferiores al 8% en 2015. Esto es debido a la fuerte presencia en España, en donde el decrecimiento económico está afectando directamente a la actividad. Indra tiene un margen EBITDA del 9% (un 40% de las ventas en España), mientras que Amper tiene un 2.6% y Tecnocom un 3.5%. El sector de TIC (Tecnologías de la Información y Comunicación) a nivel mundial se sitúa ligeramente por debajo del 10% de margen EBITDA.

Crecimiento mediante adquisiciones: En el apartado anterior ("Crecimiento mediante adquisiciones") hemos detallado nuestras hipótesis en función de una serie de requisitos que tiene establecidos Ezentis para realizar las adquisiciones. Por tanto estimamos que Ezentis realizará compras a lo largo de 2013, solamente incluimos un trimestre de estas en 2013, por lo que el impacto más significativo lo veremos en 2014. Estimamos que las compañías adquiridas generen anualmente en torno a EUR 100 m de ventas y EUR 7 m de EBITDA.

La partida de ajustes incluye principalmente el sueldo de los consejeros y estimamos que en 2013 se mantenga en los niveles de 2012.

Estimaciones financieras

EUR m	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	CAGR 12/15e
Ventas	187.8	182.0	220.2	331.2	360.9	360.9	360.9	25.6%
% inc.		-3.0%	21.0%	50.4%	9.0%	0.0%	0.0%	
Servicios industriales	139.7	148.1	170.3	195.8	215.4	215.4	215.4	13.3%
% inc.		6.0%	15%	15%	10%	0%	0%	
Tecnología	48.1	34.0	25.5	22.9	21.8	21.8	21.8	-13.8%
% inc.		-29.4%	-25%	-10%	-5%	0%	0%	
Adquisiciones			24.4	112.4	123.7	123.7	123.7	
% inc.				360%	10%	0%	0%	
EBITDA	9.7	10.6	13.7	23.3	26.9	26.9	26.8	36.6%
% inc.		9.1%	30.2%	69.6%	15.4%	-0.1%	-0.1%	
% margen	5.2%	5.8%	6.2%	7.0%	7.4%	7.4%	7.4%	
Servicios industriales	4.9	12.3	14.9	17.5	19.7	19.7	19.7	16.8%
% inc.		154.1%	20.5%	17.6%	12.5%	0.0%	0.0%	
% margen	3.5%	8.3%	8.7%	8.9%	9.1%	9.1%	9.1%	
Tecnología	0.7	3.3	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7	-19.7%
% inc.		369.4%	-38.0%	-11.1%	-6.2%	-1.3%	-1.3%	
% margen	1.5%	9.7%	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%	
Adquisiciones			1.8	9.0	10.5	10.5	10.5	
% inc.				390.7%	16.9%	0.0%	0.0%	
% margen				8.0%	8.5%	8.5%	8.5%	
Ajustes	2.8	-5.1	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	

Fuente: Bankia Bolsa

Por debajo de EBITDA hay que destacar los resultados financieros son muy elevados comparados con la deuda neta que presenta ya que estos incluyen: **1)** intereses de préstamos EUR 3.4 m; **2)** intereses de las obligaciones convertibles EUR 1.6 m; **3)** gastos de factoring de EUR 1.2 m; **4)** otros conceptos como comisiones, gastos de leasing, y deterioro de la participación de Amper. En nuestras estimaciones de resultado financiero eliminamos todos aquellos conceptos que no sean recurrentes como parte de las obligaciones ya convertidas de EBN, los gastos vinculados a Telecom España y el deterioro de Amper (Amper está provisionado a EUR 1.4/acc.). Los resultados por puesta en equivalencia incluye la aportación de Vértice 360°, la cual en 2012 tuvo una contribución negativa de EUR -16.5 m, (más de EUR -5 m fue consecuencia de la venta de servicios audiovisuales). Estimamos una aportación negativa de Vértice 360° de EUR -5 m anuales. Utilizamos una tasa impositiva del 30%.

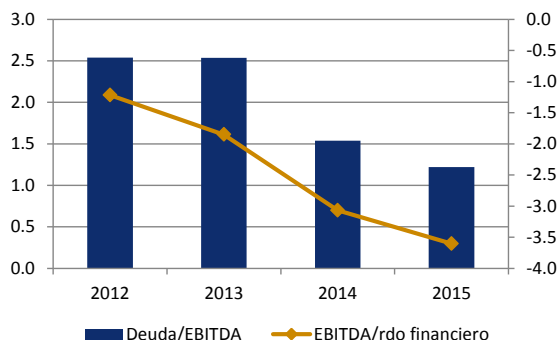
Estimaciones financieras

EUR m	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	CAGR 12/15e
Amortización	-1.9	-3.0	-5.4	-5.7	-6.5	-7.2	-7.7	
EBIT	6.5	9.0	8.3	17.6	20.4	19.6	19.1	31.4%
% inc.		39.2%	-7.2%	111.1%	16.0%	-3.9%	-2.4%	
% margen	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	
Rdo financiero	-13.8	-8.7	-7.4	-7.6	-7.5	-7.1	-6.6	
Rdos por puesta en equivalencia	0.0	-16.5	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	
BAI	-7.4	-16.2	-4.1	5.0	7.9	7.5	7.5	
Impuestos	-1.3	-1.2	0.0	-1.5	-2.4	-2.2	-2.3	
B.Netto	-40.4	-19.4	-5.6	0.9	2.8	2.5	2.5	

Fuente: Bankia Bolsa

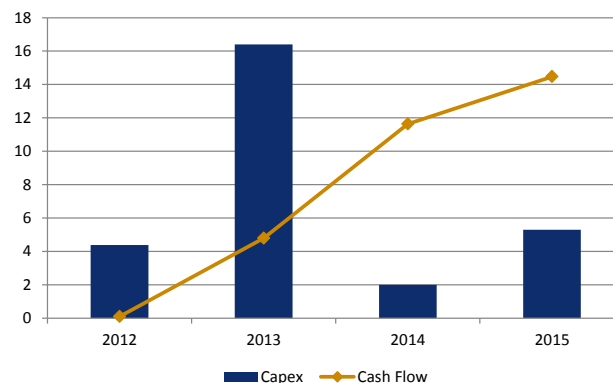
Ezentis presentaba a finales de 2012 una deuda neta de EUR 26.8 m, lo que suponía un ratio Deuda/EBITDA₁₂ de 2.5x. Estimamos que a pesar de las compras y gracias al fuerte crecimiento y a la generación de caja que tendrá a partir de 2014 este se verá reducido por debajo de 1.5x en 2015. Estimamos un Capex de mantenimiento de EUR 1 m el cual pasará a ser de EUR 2 m después de realizar las adquisiciones. Pensamos que en las adquisiciones desembolsará el 70% en el momento de la compra (2013) y el 30% restante en 2015 y 2016.

Evolución deuda/EBITDA vs EBITDA/Rdos financieros



Fuente: Bankia Bolsa

Evolución del capex de mantenimiento vs cash flow



Fuente: Bankia Bolsa

La deuda de Ezentis ha tenido una reducción muy elevada en los últimos años gracias a la desinversión de aquellos activos menos rentables y a la reestructuración/refinanciación, lo que ha hecho que se sitúe en EUR 26.8 m en 2012, un -70% menor a la de 2010. La deuda que presenta la compañía está principalmente vinculada a BANIF, a EBN y Bankinter.

Con BANIF tiene una deuda de EUR 18 m mediante 2 préstamos: **1)** Uno de EUR 14 m al 6.88% con vencimiento en marzo 2019; y **2)** Otro de EUR 4.1 m a un tipo fijo del 6.5% con vencimiento Julio13. Con EBN tenía una deuda de EUR 6.65 m mediante obligaciones convertibles en acciones (66,500 obligaciones). Las obligaciones tienen un tipo fijo del 8.5% fijo el primer año y luego Euribor (3 meses) +4%. EBN ya ha convertido 30,000 obligaciones por un valor de EUR 3 m, y aunque pensamos que convertirá el resto en próximos trimestres no lo incluimos en nuestras estimaciones. Con Bankinter por EUR 3.75 m con vencimiento en diciembre de 2013 y a un tipo de interés del Euribor+4.75%.

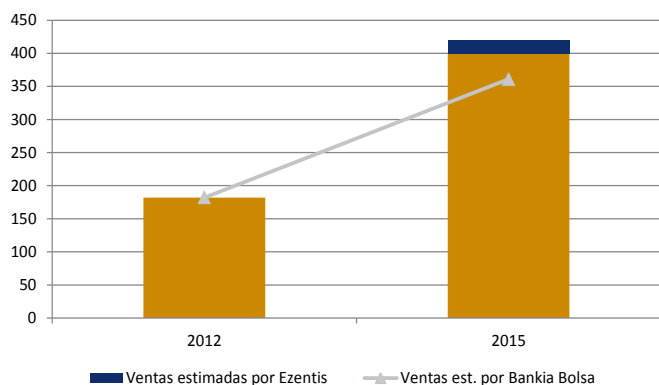
La deuda neta que estimamos puede variar en función de:

- **De las adquisiciones que realice y como las realice:** En nuestras cifras prevemos que de los EUR 22 m que pensamos que utilizará para crecimiento inorgánico, desembolsará un 70% en el momento de la compra mientras que el resto lo hará según se vayan cumpliendo objetivos (no descartamos que se utilicen acciones para realizar una parte del pago). Nosotros tenemos estimado el pago del 30% adicional en 2015 y 2016.
- **Conversión de las obligaciones de EBN:** EBN ya ha convertido 30,000 obligaciones y aunque pensamos que el resto (36,500 obligaciones, supondría la emisión de acciones por valor de EUR 3.6 m) lo convertirá en próximos trimestres no lo incluimos en nuestras estimaciones.
- **Línea de Crédito con GEM (Equity line):** Ezentis tiene una línea de crédito con GEM de EUR 30 m de la que solamente ha dispuesto EUR 1.4 m.
- **Litigio con BNP:** Ezentis ha ganado en 2013 un litigio con BNP que se remonta a 2003. En un primer lugar BNP tendría que abonar USD 25 m (cerca de EUR 20 m) más intereses, aunque habrá que esperar a que terminen todos los procesos judiciales posibles.

Nuestras estimaciones vs Plan estratégico de Ezentis

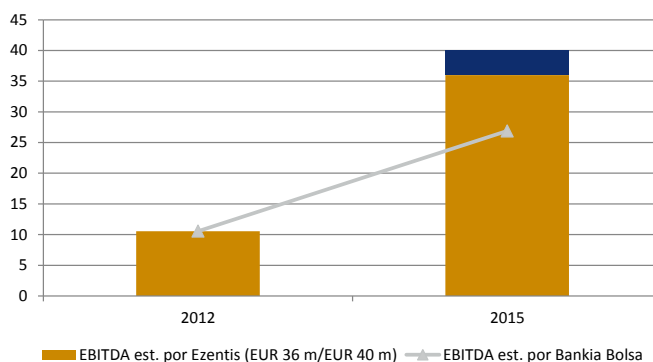
Nuestras estimaciones difieren de los objetivos que tiene Ezentis para 2015 tanto en ventas como en EBITDA. Nos situamos un -12% por debajo de su objetivo de ventas y un -30% de su objetivo de EBITDA.

Estimación de ventas



Fuente: Ezentis, Bankia Bolsa

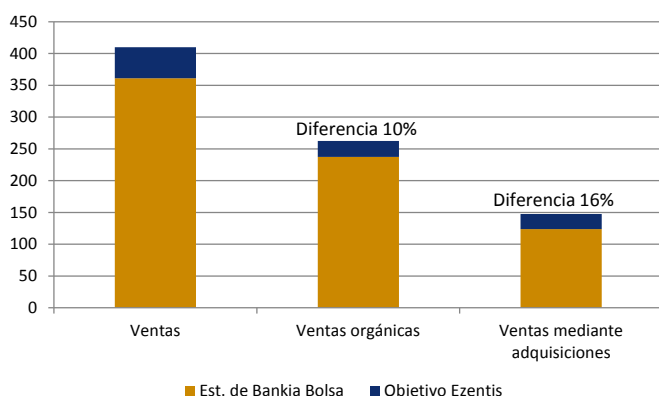
Estimación de EBITDA



Fuente: Ezentis, Bankia Bolsa

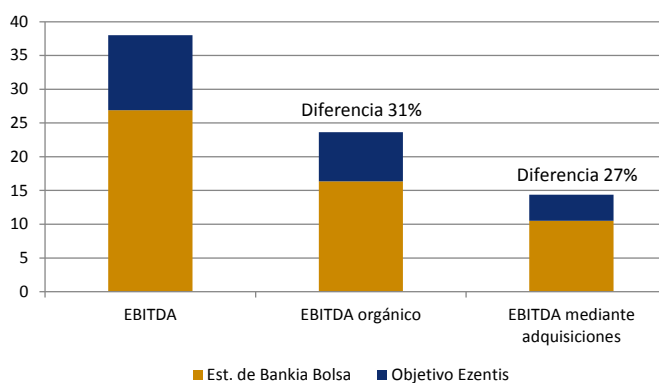
Los objetivos de Ezentis para 2015 son ventas entre EUR 400 m y EUR 420 m (para los gráficos siguientes utilizamos EUR 410 m), y de EBITDA entre EUR 36 m y EUR 40 m (utilizamos EUR 38 m). La compañía estima que de sus objetivos un 36% de las ventas y un 38% del EBITDA estarán generados por los nuevos países. Si nos fijamos en los gráficos siguientes vemos que nos situamos un -10% por debajo de las estimaciones de ventas orgánicas que tiene Ezentis, y nuestro EBITDA que proviene de crecimiento orgánico es un 31% inferior al de la compañía. Pensamos que esto se debe tanto a una peor estimación de la actividad de Tecnología como a un menor crecimiento de la actividad de Servicios Industriales. Por otro lado en el crecimiento mediante adquisiciones nos situamos, respecto a los objetivos de Ezentis para 2015, un 16% por debajo en ventas y un 27% por debajo de EBITDA. Esto se puede deber a que en nuestras estimaciones las adquisiciones que incorporamos lo hacemos mediante los parámetros mínimos que Ezentis tiene establecidos y por otro lado porque el crecimiento de las nuevas compañías incorporadas al grupo sea menor del que estima Ezentis.

Objetivos de ventas 2015 de Ezentis vs estimaciones Bankia Bolsa



Fuente: Ezentis, Bankia Bolsa

Objetivos de EBITDA 2015 de Ezentis vs estimaciones Bankia Bolsa



Fuente: Ezentis, Bankia Bolsa

Valoración: Comprar

Valoramos la compañía mediante un DFC la cual arroja un valor teórico de EUR 0.25/acc y una recomendación de Comprar. En nuestras estimaciones prevemos adquisiciones durante 2013 y ningún tipo de variación en el capital.

Llevamos a cabo un descuento de los flujos libres de caja del 2013/17. Al flujo de caja operativo calculado le sustraemos la carga impositiva estimada de acuerdo a una tasa fiscal media efectiva del 30%. Utilizamos una WACC del 10.6%, dado que tomamos unas hipótesis algo agresivas como una Beta del 2 (debido al riesgo que existe en la ejecución de las adquisiciones), un coste de la deuda del 11.8% (en realidad se sitúa entre el 7% y el 8% el coste con entidades de crédito, pero si incluimos los gastos de factoring, intereses con administraciones públicas y gastos de leasing se eleva al 11.8%) y un tasa de riesgo del 5% (normalmente utilizamos el 4.5%, relacionado al bono a 10 años español, sin embargo su elevada presencia en Latinoamérica hace que nuestra estimación sea algo más elevada). Estimamos un crecimiento a perpetuidad (g) del 1% por su exposición al crecimiento en Latinoamérica. A medida que vaya ejecutando las adquisiciones con éxito iremos reduciendo nuestra Beta.

Valoramos la participación de Ezentis en Vértice 360° (27.8% a un precio por acción de EUR 0.062/acc.) y en Amper (5% a un precio por acción de EUR 1.3/acc.) a precios de mercado, resultando un valor final de EUR 7.8 m.

Valoración por Descuento de Flujos de Caja

CASH FLOW (EUR m)	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	VR
EBIT	9.0	8.3	17.6	20.4	19.6	19.1	19.1
Normative Tax Rate		30%	30%	30%	30%	30%	30%
NOPLAT	9.6	5.8	12.3	14.3	13.7	13.4	13.4
Depreciation&other provisions	3.0	5.4	5.7	6.5	7.2	7.7	7.7
Gross Operating Cash Flow	12.6	11.2	18.0	20.8	21.0	21.1	21.1
Capex	-4.4	-16.4	-2.0	-5.3	-5.3	-3.0	-7.7
Change in Net Working Capital	-4.7	-6.7	-5.6	-1.2	-2.0	-2.0	0.0
Cash Flow to be discounted	3.6	-11.9	10.4	14.3	13.7	16.1	13.4

DCF VALUATION (EUR m)

WACC		10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
Discount Rate factor		1.00	0.90	0.82	0.74	0.74
Discounted Cash Flow		10.4	12.9	11.2	11.9	
Cumulated DCF		10.4	23.3	34.5	46.4	

WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	5.0%	Cumulated DCF	46.4	- Net Financial Debt (13e)	34.8
Company Risk Factor or Beta	2.00	Perpetual Growth Rate (g)	1.0%	- Minorities (estimated value)	5.1
Mkt Risk Premium	4.0%	Normalised Annual CF	13.4	+ Associates	7.8
Cost of Equity (Ke or COE)	13.0%	Terminal Value at Nominal Year	140.4	- Pension underfunding	
Cost of Debt (gross)	11.8%	Disc. Rate of Terminal Value	0.74	- Off-balance sheet commitm.	
Debt Tax Rate	30%	Discounted Terminal Value	103.7		
Cost of Debt net (kd or COD)	8.3%			Equity Market Value (EUR m)	117.9
Target Gearing (D/E) or % Kd	50%	Financial assets		Number of shares (m)	467.6
% Ke	50%	Enterprise Value (EUR m)	150.1	Fair Value per share (EUR)	0.25
WACC	10.6%				

Fuente: Bankia Bolsa

Nuestra valoración implica un ratio EV/EBITDA14 de 6.5x. La media ponderada por el peso de actividad del sector de Servicios Industriales y de Tecnologías de la Información presenta un ratio EV/EBITDA13 de 7.7x y EV/EBITDA14 de 6x (mirar apartado “Compañías similares a Ezentis, ¿Comparables?”).

Valoración por partes

Realizamos una valoración de la compañía por partes, aunque no la utilizamos para alcanzar nuestro valor teórico ya que los ratios aplicados son de empresas poco comparables con ella, sin embargo sirve para tener una referencia. Esta valoración generaría un valor teórico de EUR 0.27/acc.

Para realizar este análisis valoramos: **1)** el negocio de Tecnología con un ratio EV/EBITDA de 4.3x (media entre EV/EBITDA13 y EV/EBITDA14) similar al de los competidores (mirar apartado de “Compañías similares a Ezentis, ¿Comparables?”); **2)** el negocio de Servicios Industriales con un ratio EV/EBITDA de 7.0x (media entre EV/EBITDA13 y EV/EBITDA14) similar al de los competidores (mirar apartado de “Compañías similares a Ezentis, ¿Comparables?”); y **3)** las adquisiciones al valor que habíamos estimado que se compran, es decir, a un EV/EBITDA de 6x.

Esta valoración por partes implica un EV/EBITDA14 de 6.8x. Hay que recordar que Ezentis compró Calatel (empresa de Servicios Industriales en Perú, Panamá y Jamaica) en 2007 a 6.7x EV/EBITDA.

Valoración por partes	
Tecnología	
EV/EBITDA	4.3
EBITDA13	2.0
EV	8.8
Servicios Industriales	
EV/EBITDA	7.0
EBITDA	14.9
EV	103.6
Adquisiciones	
EV/EBITDA	6.0
EBITDA	7.3
EV	44.0
EV total	156.4
Deuda13	34.8
Minoritarios	5.1
P.equivalencia	7.8
Equity	124.2
Nº accs.	467.6
Valor teórico	0.27

Fuente: Bankia Bolsa

Análisis de Sensibilidad

Análisis del valor teórico en función de la WACC y la inversión en adquisiciones

Realizamos un análisis de sensibilidad del valor teórico en función de la WACC (la cual iremos ajustando según se vayan ejecutando las adquisiciones) y de las inversiones en adquisiciones. Nuestra estimación es de una inversión de EUR 22 m con una WACC del 10.6%. Para nuestra estimación de WACC tomamos unas hipótesis algo agresivas como una Beta del 2 (debido al riesgo que existe en la ejecución de las adquisiciones), un coste de la deuda del 11.8% (en realidad se sitúa entre el 7% y el 8% el coste con entidades de crédito, pero si incluimos los gastos de factoring, intereses con administraciones públicas y gastos de leasing se eleva al 11.8%) y un tasa de riesgo del 5% (normalmente utilizamos el 4.5%, relacionado al bono a 10 años español, sin embargo su elevada presencia en Latinoamérica hace que nuestra estimación sea algo más elevada). En las hipótesis del análisis de sensibilidad ponemos una inversión mínima en adquisiciones de EUR 3 m porque ya tiene prácticamente cerrado un acuerdo con una compañía brasileña.

Análisis de sensibilidad del valor teórico en función de la WACC y la inversión en adquisiciones

		WACC				
		9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%
Inversión en adquisiciones	3	0.22	0.20	0.19	0.18	0.17
	7	0.23	0.22	0.21	0.19	0.18
	12	0.25	0.23	0.22	0.21	0.20
	17	0.27	0.25	0.24	0.22	0.21
	22	0.29	0.27	0.25	0.24	0.22

Fuente: Bankia Bolsa

Análisis del valor teórico en función de la Beta y la "g"

Realizamos un análisis de sensibilidad del valor teórico en función de la Beta y el crecimiento a perpetuidad (g). Nuestra estimación es de una: **1)** Beta de 2, que aunque pudiera parecer algo elevada la justificamos por el riesgo que existe en las adquisiciones que Ezentis va a realizar y en una menor parte a su elevada presencia en Argentina; y **2)** "g" (crecimiento a perpetuidad) del 1%. Pensamos que este puede ser conservador ya que la compañía tiene una exposición a Latinoamérica superior al 90% (donde el crecimiento medio es superior al 3%). Un crecimiento a perpetuidad adicional del 0.5% añadiría a nuestro valor teórico entre un +5% y un +7%.

Análisis de sensibilidad del valor teórico en función de la Beta y la "g"

		Beta				
		1.25	1.50	1.75	2.00	2.25
Crecimiento a perpetuidad (g)	0.0%	0.27	0.26	0.24	0.23	0.22
	0.5%	0.29	0.27	0.25	0.24	0.23
	1.0%	0.31	0.29	0.27	0.25	0.24
	1.5%	0.33	0.30	0.28	0.27	0.25
	2.0%	0.35	0.32	0.30	0.28	0.26

Fuente: Bankia Bolsa

Compañías similares a Ezentis, ¿Comparables?

Aunque pensamos que Ezentis no tiene comparables reales intentamos hacer un análisis para ver cuáles podrían ser los ratios normales a los que debería de cotizar la compañía. Los ratios históricos no los podemos utilizar debido a que Ezentis ha sufrido una reestructuración tanto de gestión como financiera y estratégica, en los últimos trimestres.

Ezentis está formada por 2 actividades, una de Servicios industriales (peso superior al 90% tanto en ventas como en EBITDA a partir de 2013) y la otra Tecnológica. Las 2 compañías nacionales que se podrían asemejar a Ezentis son Amper y Tecnocom. El negocio principal de estas es el de TIC. Además el peso de España en ambas compañías es muy elevado, siendo en Amper superior al 40% y en Tecnocom al 75%. Por tanto estas compañías las podríamos comparar con el negocio de Tecnologías.

Catalogamos Ezentis como una compañía de servicios con parte de Ingeniería. Para nuestro análisis incluimos compañías de outsourcing, servicios industriales e incluso compañías de ingeniería (con servicios industriales). Pensamos que: **1)** Ezentis debería de cotizar en torno a un EV/EBITDA de 6.8x (media EV/EBITDA13 y EV/EBITDA14); y **2)** el margen EBITDA debería de situarse por encima del 8.5%. Hay que tener en cuenta que la exposición de Ezentis a países emergentes, centrados principalmente en Latinoamérica, es mucho mayor a las empresas de la tabla, por lo que el crecimiento debería de ser más elevado (CAGR 12/15 EBITDA Ezentis 15% orgánico) y por tanto los márgenes y los ratios a aplicar algo superiores. Por otro lado el tamaño de Ezentis es mucho menor a estas compañías.

Compañías de TIC y de Servicios/Outsourcing

EUR m	Ventas	EBITDA	% margen EBITDA	EV/EBITDA13	EV/EBITDA14	CAGR EBITDA 12/15e
TIC						
ATOS	8,860	1020	11.5%	4.2	3.6	9.6%
Capgemini	10,270	1053	10.3%	4.9	4.4	6.0%
Finmeccanica	17,105	1686	9.9%	3.5	3.3	4.6%
Steria	1,810	154	8.5%	4.3	3.7	6.2%
Indra	3,003	293	9.8%	8.0	7.4	3.6%
Thales	14,096	1420	10.1%	4.1	3.6	7.1%
Amper S.A.	364	22	5.9%	7.8	6.8	47.5%
TECNOCOM Telecomunicaciones y Energia S	388	18	4.5%	7.8	6.0	21.0%
Mediana	5,931	657	9.8%	4.6	4.1	13.2%
Servicios/Outsourcing						
AMEC	4,909	420	0.1	8.3	7.2	7.4%
Arcadis	2,605	223	0.1	8.0	7.3	8.4%
Experian	3,937	1342	0.3	12.9	11.5	9.1%
Interserve	2,412	136	0.1	5.7	5.2	8.0%
MasTec	3,123	330	0.1	6.6	5.5	19.3%
Novabase	215	17	0.1	3.4	2.8	-1.7%
Quanta Services	4,899	519	0.1	8.5	7.5	13.6%
Royal Imtech	5,874	304	0.1	4.9	5.1	23.8%
Serco Group	6,026	468	0.1	9.4	8.6	4.2%
WS Atkins	1,919	160	0.1	5.5	5.1	5.1%
Carrillion	5,382	304	0.1	5.1	4.7	0.5%
Tecnicas Reunidas	2,890	171	0.1	8.1	7.0	8.2%
Duro Felguera	933	113	0.1	4.9	4.7	23.8%
Saipem	13,493	1529	0.1	4.7	7.0	-7.9%
Technip	9,429	1172	0.1	9.3	6.4	0.3%
Aker	947	89	0.1	8.2	35.1	17.0%
Fluor Corp.	22,751	1055	0.0	34.6	5.9	-204.4%
Foster Wheeler	2,803	198	0.1	6.5	5.6	7.2%
KBR	6,078	529	0.1	7.6	4.7	10.4%
Metka	587	99	0.2	6.0	5.0	16.7%
Mediana	3,530	304	8.6%	7.8	6.1	7.8%
Media ponderada por peso de actividad	3,861	350	8.9%	7.5	6.1	8.6%

Fuente: FactSet

Anexo

Riesgos que presenta Ezentis

En este apartado intentamos analizar cuáles son los riesgos de Ezentis:

- **Concentración de los ingresos:** Las ventas de Ezentis las generan principalmente 3 clientes Telefónica con un peso del 60% del total de los ingresos, Edenor con un 20% y Endesa con un 10%. Aunque la exposición de la compañía a Telefónica parece en un principio negativa, Ezentis lleva siendo la empresa de outsourcing de Telefónica para la "última milla" durante los últimos 25 años y es uno de los global player de Telefónica. Además el actual equipo directivo tiene una muy buena relación con el equipo directivo de Telefónica ya que muchos de ellos ocuparon cargos importantes en el pasado.
- **Exposición a Argentina:** En 2012 un 36% de las ventas de Ezentis vinieron de Argentina. Este país aparte del riesgo per se, presenta un par de riesgos, por un lado la depreciación de su moneda y por otro la no posibilidad de repatriar dividendos. Estimamos que Ezentis invertirá en el país lo que vaya generando su negocio, pero nada más. Además con la entrada en otros países el peso se podría reducir hasta el 25% en próximos años (estimado por Ezentis).
- **Deuda/Financiación:** La compañía durante los últimos trimestres ha realizado una gran reestructuración de la deuda y ampliado capital. Aun así todavía veremos movimientos en este área en los próximos trimestres: **1)** EBN puede convertir 36,500 obligaciones que aún tiene, por lo que Ezentis tendrá que emitir acciones nuevas; y **2)** presenta vencimientos de préstamos en julio13 (EUR 4 m con BANIF) y en dic13 (EUR 3.75 m con Bankinter).
- **Riesgo de adquisiciones:** Gran parte del plan estratégico se centra en la adquisición de compañías que supondrán el 38% del EBITDA en 2015. El riesgo de ejecución de sobrepagar o de que tras adquirirla surja alguna incidencia no prevista son riesgo que estimamos presenta Ezentis. Por otro lado la buena relación que presenta Ezentis con Telefónica, y Endesa genera cierta fiabilidad a la hora de adquirir compañías. La expansión internacional de Ezentis (Chile, Perú y Argentina) se realizó de la mano de Telefónica.

Contratos relevantes de Ezentis

- En la tabla siguiente podemos ver los contratos más relevantes adjudicados a Ezentis en los últimos trimestres. La totalidad son en Latinoamérica (Chile, Perú y Argentina) destacando como cliente Telefónica, la cual le ha reportado el 78% de los contratos relevantes en los últimos trimestres. El resto de compañías son empresas con gran relevancia en sus países como Distriluz (tiene la concesión de 14 de los 24 departamentos de Perú) y Arsat (compañía encargada de asumir el rol estratégico en la implementación de las políticas de Estado en materia de telecomunicaciones, radiodifusión e Internet).

Ultimos contratos relevantes adjudicados por Ezentis

País	Tipo	Part.	Cuánta total	Cuánta correspondiente	Adjudicado	Duración (meses)	Cliente
Argentina	Fibra optica	20%	48.5	9.7	Mar-12	18	Arsat
Argentina	Fibra optica	20%	21.5	4.3	May-12	12	Arsat
Chile	Fibra optica	100%	9.4	9.4	May-12	24	Movistar
Perú		100%	39.0		May-12	May-17	Edelnor
Chile	Mantenimiento red de agua	100%	8.7	8.7	Dec-12	36	Aguas Antofagastas
Peru	Contrato bucle	100%	48.3	48.3	Dec-12	Dec-16	Telefonica Peru
Perú	Servicios Electricos	100%	9.5	9.5	May-13	Jun-15	Distriluz
Argentina	Redes fijas (contrato bucle)	100%	55.0	55.0	May-13	2016	Telefonica Argentina

Fuente: CNMV

Miembros del Consejo

Manuel García-Durán La carrera profesional ha estado permanentemente ligada a proyectos y empresas de tecnología, telecomunicaciones y sector audiovisual. El Sr. García-Durán fue presidente de Telefónica Media, la unidad de negocio de la multinacional española que gestionaba todos los intereses del Grupo en los sectores audiovisual y de medios. En 2001, ejerció los cargos de Director General de marketing, Director General de publicidad, Director General de comunicación y Vicepresidente Ejecutivo y consejero de Antena 3 TV. En los últimos años, D. Manuel García Durán ha liderado diversos proyectos vinculados al sector audiovisual.

Javier Cremades Es abogado y presidente fundador de la firma Cremades & Calvo-Sotelo, que tiene su sede central en la primera Oficina Digital desarrollada en España y lidera la implementación jurídica de plataformas globales como la Global Law Firms Alliance del "caso Madoff", compuesta por despachos de 19 países para actuar de forma coordinada. Actualmente es Secretario General y no consejero de Vértice.

Guillermo José Fernández Vidal El Sr. Fernández Vidal es Ingeniero Superior Industrial y Licenciado en Informática. Ha sido asesor de Telefónica, consejero de Telefónica O2 en Chequia, consejero de Telesp en Brasil, consejero de Telefónica de España, consejero de Telefónica Móviles España, miembro del Advisory Board de Accenture, miembro del Advisory Board de NOKIA España y consejero de Telefónica I+D. Previamente, ha sido miembro del consejo de administración de Amper, Telefónica de Perú, Telefónica de Chile, TPI, Terra, Telefónica Móviles, Vía Digital, Unisource y Portugal Telecom.

Asimismo, ha ocupado diversos puestos directivos dentro del Grupo Telefónica, entre otros, el de director General de Desarrollo Comercial, de Filiales y Contenidos, Director General de Empresas, Director General Comercial y Director General de Telefónica de España. También ha sido Presidente de Telefónica Sistemas, Consejero Delegado de Telefónica Data y adjunto al Consejero Delegado.

Ángeles Ferriz Gómez Concejala en el Ayuntamiento de La Carolina, en Jaén, y vicepresidenta de la Diputación Provincial de Jaén hasta que fue elegida alcaldesa del Ayuntamiento de La Carolina en mayo 2009, cargo este último que abandonó el pasado mes de octubre. Ha desempeñado, además, el cargo de presidenta de la Agencia de Gestión Energética de la Provincia de Jaén e Iniciativas Carolinenses, el de consejera delegada de Soproagra y ha sido miembro del consejo de administración de distintas sociedades entre las que destacan el Parque Científico y Tecnológico GEOLIT, Inverjaén, y Ferias Jaén.

Enrique Sánchez de León García Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales en el Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF) y en Derecho por la Universidad Nacional de Educación a Distancia; y diplomado en Dirección Financiera y Bancaria, en Comercio Exterior y en Gerencia de Empresas para las Comunidades Europeas, por diversas instituciones. En la actualidad es Director General de la Asociación para el Progreso de la Dirección (APD) desde el año 1998, tras desempeñar su labor durante 10 años como adjunto a la Dirección de la referida entidad.

Fernando González Sánchez Posee una destacada experiencia en la dirección general y financiera de empresas desarrollada en renombrados grupos empresariales como son Globalia, donde fue director general de la división hotelera hasta su incorporación en Ezentis; Viajes Marsans, en la que desempeñó las funciones de director financiero durante 14 años; y Grupo Barceló, donde fue director de auditoría y sistemas

Jose Piqué i Camps Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y licenciado en Derecho por la Universidad de Barcelona. Exministro del Gobierno de España, es en la actualidad presidente de la compañía Vueling Airlines, de Bodaclick y de la consultora internacional Pangea XXI, y presidente desde 2011 del Círculo de Economía. Es también miembro de los Consejos de Administración de Gaesco y Tradisa y asesor, entre otras sociedades, de Abertis, Applus, USP, Seat y Reparalia, además de asesor de los Gobiernos de Bulgaria e Indonesia y consejero de la Cámara de Comercio de Uzbekistán. Ha sido ministro de Industria y Energía; portavoz del Gobierno; ministro de Asuntos Exteriores; ministro de Ciencia y Tecnología; presidente del Partido Popular de Cataluña y del Grupo Popular del Parlamento Catalán; diputado y senador, miembro del consejo de administración Forum 2004 y presidente del Instituto Catalunya Futur. Asimismo fue en el pasado consejero-delegado y presidente ejecutivo de Ercros y de diversas sociedades participadas por Ercros. También ha desempeñado el cargo de consejero en diversas sociedades, como Río Tinto Minera (1991-1993) y Erkol (1991-1993) y ha sido presidente de Lisac (1992) y Fertiberia (1993-1995).

Luis Solana Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid y estudió economía de empresa en Londres y París. Ha sido subdirector general del Banco Urquijo; creador de Serfibán; presidente de Telefónica entre 1982 y 1989, período en el que se inició la internacionalización de la compañía, y director general de RTVE (1989- 1990). Asimismo, ha promovido la sociedad Graminsa, dedicada a la creación y fomento de empresas en sectores innovadores y de nuevas tecnologías. Ha sido diputado por Segovia (1977-1979); presidente de la Comisión de Hacienda; vicepresidente segundo de la Comisión de Hacienda y vocal en las de Economía y Universidades. Además, fue durante ocho años portavoz en la Comisión de Defensa.

José Wahnón Levy Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, y PMD y Leadership in Services Companies por Harvard. Auditor Censor Jurado de Cuentas, desde 1975 ha desarrollado su carrera profesional en PriceWaterhouseCoopers, siendo socio desde 1987 hasta 2007 y con amplia experiencia internacional (PwC USA y Reino Unido). Asimismo, ha sido socio responsable a nivel nacional de la división de Servicios a Entidades Financieras, socio responsable de la división de Auditoría y miembro de la Ejecutiva en España y Europa en PWC (2003-2007). Actualmente es miembro independiente del Comité de Auditoría de Dexia-Sabadell, colabora con el Fondo de Garantía de Depósitos y es consejero y presidente del Consejo de Administración del Aeropuerto de Ciudad Real.

Luis Gayo del Pozo Secretario General de Ezentis y Secretario y Letrado Asesor del consejo de administración, así como Secretario de las Comisiones de Nombramientos y Retribuciones y de Auditoría y Cumplimiento. Abogado del Estado y es secretario del consejo de A3TV.

Consejero Delegado del área Tecnológica y de Telecom: Carlos Mariñas Lage Ejecutivo con amplia trayectoria nacional e internacional en el sector de las telecomunicaciones y con gran experiencia en el sector tecnológico. Gran parte de su carrera profesional ha estado vinculada a Telefónica, donde ha ocupado cargos de responsabilidad. Ha sido presidente ejecutivo de Terra Networks Asociadas (2005-2007); consejero delegado de Telefónica International Wholesale Services y miembro del Comité de Dirección de Telefónica Latam (2004-2005) y consejero delegado de Telefónica Data España y miembro del Comité de Dirección de Telefónica España (1999-2003).

Estudió Informática en la Universidad Politécnica de Madrid y es diplomado en Dirección Comercial y Marketing por el Instituto de Empresa, fue country manager de Siemens Business Services y consejero director general de Siemens Redes Corporativas entre 1996 y 1999. Llegó a la compañía alemana procedente de ENTEL, donde entre 1980 y 1986 se responsabilizó, sucesivamente, de la dirección técnica y de la de marketing de la filial de Telefónica. Asimismo, fue entre 2008 y 2012, asesor de varias compañías de tecnología y sociedades de inversión y actualmente pertenece al Consejo Asesor de NEC.

Ezentis: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
Sales	282	188	182	220	331	361
Cost of Sales & Operating Costs	-291	-178	-171	-206	-308	-334
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	-9.2	9.7	10.6	13.7	23.3	26.9
EBITDA (adj.)*	-9.2	9.7	10.6	13.7	23.3	26.9
Depreciation	-2.3	-1.9	-3.0	-5.4	-5.7	-6.5
EBITA	-11.5	7.8	7.6	8.3	17.6	20.4
EBITA (adj)*	-11.5	7.8	7.6	8.3	17.6	20.4
Amortisations and Write Downs	0.0	-1.3	1.4	0.0	0.0	0.0
EBIT	-11.5	6.5	9.0	8.3	17.6	20.4
EBIT (adj.)*	-11.5	6.5	9.0	8.3	17.6	20.4
Net Financial Interest	-8.0	-13.8	-8.7	-7.4	-7.6	-7.5
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.2	0.0	-16.5	-5.0	-5.0	-5.0
Earnings Before Tax (EBT)	-19.3	-7.4	-16.2	-4.1	5.0	7.9
Tax	-116	-1.3	-1.2	0.0	-1.5	-2.4
<i>Tax rate</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>nm</i>	<i>0.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	-31.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
Minorities	-0.3	-0.7	-1.2	-1.5	-2.6	-2.8
Net Profit (reported)	-135	-9.4	-18.6	-5.6	0.9	2.8
Net Profit (adj.)	-135	-40.4	-19.4	-5.6	0.9	2.8
CASH FLOW (EURm)	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
Cash Flow from Operations before change in NWC	-133	-5.5	-15.8	1.3	9.2	12.0
Change in Net Working Capital	15.1	4.5	-4.7	-6.7	-5.6	-1.2
Cash Flow from Operations	-118	-1.0	-20.5	-5.4	3.6	10.8
Capex	-36.6	28.2	-4.4	-16.4	-2.0	-5.3
Net Financial Investments	53.6	53.1	12.8	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-101	80.3	-12.0	-21.8	1.6	5.5
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	12.1	-25.1	18.5	13.7	-2.6	-2.8
Change in Net Debt	-88.5	55.2	6.5	-8.0	-1.0	2.8
NOPLAT	-80.5	7.6	9.6	8.3	12.3	14.3
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
Net Tangible Assets	40.3	10.2	11.6	22.6	18.9	17.7
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	95.0	30.6	32.4	32.4	32.4	32.4
Net Financial Assets & Other	50.0	30.2	34.0	34.0	34.0	34.0
Total Fixed Assets	185	71.0	77.9	88.9	85.3	84.1
Inventories	11.6	4.0	4.6	5.6	8.4	9.1
Trade receivables	146	57.7	39.6	47.9	68.1	74.2
Other current assets	69.8	37.1	19.0	19.4	20.4	20.7
Cash (-)	-29.4	-6.8	-7.0	-0.1	-0.1	-0.1
Total Current Assets	256	106	70.3	73.0	97.0	104
Total Assets	442	177	148	162	182	188
Shareholders Equity	33.6	5.1	-9.0	0.8	1.7	4.5
Minority	1.9	2.5	3.7	5.1	5.1	5.1
Total Equity	35.6	7.6	-5.3	5.9	6.8	9.6
Long term interest bearing debt	69.0	16.0	17.0	17.0	17.0	17.0
Provisions	42.2	39.0	33.7	33.7	33.7	33.7
Other long term liabilities	6.7	4.0	23.4	21.9	21.9	21.9
Total Long Term Liabilities	118	59.0	74.1	72.6	72.6	72.6
Short term interest bearing debt	48.9	24.2	16.8	18.0	18.9	16.2
Trade payables	88.1	39.4	23.8	26.4	43.9	49.6
Other current liabilities	151	46.3	38.8	39.1	40.0	40.2
Total Current Liabilities	288	110	79.5	83.5	103	106
Total Liabilities and Shareholders' Equity	442	177	148	162	182	188
Net Capital Employed	173	83.9	78.6	96.3	98.2	98.2
Net Working Capital	69.0	22.2	20.5	27.1	32.6	33.7
GROWTH & MARGINS	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
<i>Sales growth</i>		-33.5%	-3.0%	21.0%	50.4%	9.0%
EBITDA (adj.)* growth		+chg	9.1%	30.2%	69.6%	15.4%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>		<i>+chg</i>	-2.9%	10.3%	111.1%	16.0%
<i>EBIT (adj)*growth</i>		<i>+chg</i>	39.2%	-7.2%	111.1%	16.0%

Ezentis: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
Net Profit growth		+chg	+chg	+chg	+chg	195.8%
EPS adj. growth		+chg	+chg	+chg	+chg	195.8%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	nm	5.2%	5.8%	6.2%	7.0%	7.4%
EBITA (adj)* margin	-4.1%	4.1%	4.2%	3.8%	5.3%	5.7%
EBIT (adj)* margin	nm	3.4%	4.9%	3.8%	5.3%	5.7%
RATIOS	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
Net Debt/Equity	2.5	4.4	nm	nm	nm	3.4
Net Debt/EBITDA	-9.6	3.4	2.5	2.5	1.5	1.2
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	nm	0.7	1.2	1.9	3.1	3.6
Capex/D&A	1608.9%	-876.5%	279.9%	303.7%	35.1%	81.9%
Capex/Sales	13.0%	-15.0%	2.4%	7.4%	0.6%	1.5%
NWC/Sales	24.5%	11.8%	11.2%	12.3%	9.8%	9.3%
ROE (average)		-208.4%	1002.5%	136.7%	74.7%	89.2%
ROCE (adj.)	-39.4%	12.1%	14.9%	10.2%	14.7%	17.0%
WACC	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
ROCE (adj.)/WACC	-3.7	1.1	1.4	1.0	1.4	1.6
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
Average diluted number of shares	317.4	336.9	365.9	467.6	467.6	467.6
EPS (reported)	-0.43	-0.03	-0.05	-0.01	0.00	0.01
EPS (adj.)	-0.43	-0.12	-0.05	-0.01	0.00	0.01
BVPS	0.11	0.02	-0.02	0.00	0.00	0.01
DPS						
VALUATION	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
EV/Sales	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	nm	12.4	8.1	7.0	4.2	3.5
EV/EBITDA (adj.)*	nm	12.4	8.1	7.0	4.2	3.5
EV/EBITA	-20.0	15.4	11.3	11.5	5.5	4.6
EV/EBITA (adj.)*	-20.0	15.4	11.3	11.5	5.5	4.6
EV/EBIT	nm	18.6	9.5	11.5	5.5	4.6
EV/EBIT (adj.)*	nm	18.6	9.5	11.5	5.5	4.6
P/E (adj.)	nm	nm	nm	nm	nm	23.1
P/BV	4.1	16.5	nm	81.6	37.2	14.3
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
EV/CE	1.1	1.9	1.3	1.2	1.2	1.1
OpFCF yield	-111%	32.3%	-45.3%	-34.0%	2.5%	8.7%
OpFCF/EV	-67.1%	22.6%	-29.1%	-22.6%	1.6%	5.9%
Payout ratio						
Dividend yield (gross)						
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e	12/2015e
Price** (EUR)	0.44	0.25	0.15	0.14	0.14	0.14
Outstanding number of shares for main stock	317.4	336.9	365.9	467.6	467.6	467.6
Total Market Cap	139	84	55	64	64	64
Net Debt	88	33	27	35	36	33
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	<i>-29</i>	<i>-7</i>	<i>-7</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	<i>118</i>	<i>40</i>	<i>34</i>	<i>35</i>	<i>36</i>	<i>33</i>
Other EV components	2	3	4	-3	-3	-3
Enterprise Value (EV adj.)	230	120	85	96	97	94

Source: Company, Bankia Bolsa estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT -/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

Sector: Materials, Construction & Infrastructure/Construction

Company Description: Ezentis is organized into two business areas: IT solutions for Information and Communications, and telecommunications solutions. Additionally having a stake in Vértice 360 °, audiovisual services company

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Banesto	BBO	Tubacex	BBO	Holcim Ltd	CIC	Bois Sauvage	BDG
Aviation Latecoere	CIC	Bank Of Cyprus	IBG	Upm-Kymmene	POH	Imerys	CIC	Bolsas Y Mercados Espanoles	BBO
Bae Systems Plc	CIC	Bankinter	BBO	Biotechnology	Mem(*)	Impregilo	BAK	Capman	POH
Dassault Aviation	CIC	Bbva	BBO	4Sc Ag	EQB	Italcementi	BAK	Cir	BAK
Eads	CIC	Bcp	CBI	Bioalliance Pharma	CIC	Lafarge	CIC	Comdirect	EQB
Finmeccanica	BAK	Bes	CBI	Epigenomics Ag	EQB	Lemminkäinen	POH	Corp. Financiera Alba	BBO
Lisi	CIC	Bnp Paribas	CIC	Metabolic Explorer	CIC	Maire Tecnimont	BAK	Dab Bank	EQB
Mtu	EQB	Boursorama	CIC	Neovacs	CIC	Mota Engil	CBI	Deutsche Boerse	EQB
Rheinmetall	EQB	Bper	BAK	Transgene	CIC	Obrascon Huarte Lain	BBO	Deutsche Forfait	EQB
Rolls Royce	CIC	Bpi	CBI	Wilex	EQB	Ramirent	POH	Financiere De Tubize	BDG
Safran	CIC	Commerzbank	EQB	Zeltia	BBO	Royal Bam Group	SNS	Gbl	BDG
Thales	CIC	Credem	BAK	Chemicals	Mem(*)	Sacyr Vallehermoso	BBO	Gimv	BDG
Zodiac	CIC	Credit Agricole Sa	CIC	Air Liquide	CIC	Saint Gobain	CIC	Grenkeleasing Ag	EQB
Airlines	Mem(*)	Creval	BAK	Akzo Nobel	SNS	Sonae Industria	CBI	Hellenic Exchanges	IBG
Air France Klm	CIC	Deutsche Bank	EQB	Basf	EQB	Srv	POH	Hypoport Ag	EQB
Finnair	POH	Dexia	BDG	Dsm	SNS	Thermador Groupe	CIC	Kbc Ancora	BDG
Lufthansa	EQB	Efg Eurobank Ergasias	IBG	Floridienne	BDG	Titan Cement	IBG	Luxempart	BDG
Automobiles & Parts	Mem(*)	Garanti Bank	IBG	Fuchs Petrolub	EQB	Trevi	BAK	Mlp	EQB
Autoliv	CIC	Halkbank	IBG	Henkel	EQB	Uponor	POH	Luxempart	BDG
Bmw	EQB	Ing Group	SNS	Holland Colours	SNS	Uzin Utz	EQB	Mlp	EQB
Brembo	BAK	Intesa Sanpaolo	BAK	K+S Ag	EQB	Vbh Holding	EQB		
Continental	EQB	Kbc Group	BDG	Kemira	POH	Vicat	CIC		
Daimler Ag	EQB	Mediobanca	BAK	Lanxess	EQB	Vinci	CIC		
Elringklinger	EQB	National Bank Of Greece	IBG	Linde	EQB	Yit	POH		
Faurecia	CIC	Natixis	CIC	Nanogate Ag	EQB	Electronic & Electrical	Mem(*)		
Fiat	BAK	Nordea	POH	Recticel	BDG	Agfa-Gevaert	BDG		
Landi Renzo	BAK	Piraeus Bank	IBG	Solvay	BDG	Alstom	CIC		
Leoni	EQB	Postbank	EQB	Symrise Ag	EQB	Areva	CIC		
Michelin	CIC	Societe Generale	CIC	Tessenderlo	BDG	Augusta Technologie	EQB		
Nokian Tyres	POH	Ubi Banca	BAK	Tikkurila	POH	Barco	BDG		
Piaggio	BAK	Unicredit	BAK	Umicore	BDG	Euromicron Ag	EQB		
Pirelli & C.	BAK	Yapi Kredi Bank	IBG	Wacker Chemie	EQB	Evs	BDG		
Plastic Omnium	CIC	Basic Resources	Mem(*)	Construction & Materials	Mem(*)	Gemalto	CIC		
Plastivaloire	CIC	Acerinox	BBO	Acs	BBO	Ingenico	CIC		
Porsche	EQB	Altri	CBI	Astaldi	BAK	Kontron	EQB		
Psa Peugeot Citroen	CIC	Arcelormittal	BBO	Ballast Nedam	SNS	Lacie	CIC		
Renault	CIC	Crown Van Gelder	SNS	Bilfinger Se	EQB	Legrand	CIC		
Sogefi	BAK	Ence	BBO	Boskalis Westminster	SNS	Mobotix Ag	EQB		
Stern Groep	SNS	Europac	BBO	Buzzi Unicem	BAK	Neways Electronics	SNS		
Valeo	CIC	Inapa	CBI	Cfe	BDG	Nexans	CIC		
Volkswagen	EQB	Metka	IBG	Ciments Français	CIC	Pkc Group	POH		
Banks	Mem(*)	Metsä Board	POH	Cramo	POH	Rexel	CIC		
Aareal Bank	EQB	Mytilineos	IBG	Deceuninck	BDG	Schneider Electric Sa	CIC		
Akbank	IBG	Nyrstar	BDG	Eiffage	CIC	Vacon	POH		
Aktia	POH	Outokumpu	POH	Ellaktor	IBG	Vaisala	POH		
Alpha Bank	IBG	Portucel	CBI	Fcc	BBO	Financial Services	Mem(*)		
Banca Carige	BAK	Rautaruukki	POH	Ferrovial	BBO	Ackermans & Van Haaren	BDG		
Banca Mps	BAK	Salzgitter	EQB	Gek Tema	IBG	Azimut	BAK		
Banco Popolare	BAK	Semapa	CBI	Grontmij	SNS	Banca Generali	BAK		
Banco Popular	BBO	Stora Enso	POH	Grupo San Jose	BBO	Banca Ifis	BAK		
Banco Sabadell	BBO	Talvivaara Mining Co Plc	POH	Heijmans	SNS	Bb Biotech	EQB		
Banco Santander	BBO	Thyssenkrupp	EQB	Hochtief	EQB	Binckbank	SNS		

Food & Beverage	Mem(*)	Marr	BAK	Biotest	EQB	Agta Record	CIC	Brisa	CBI
Acomo	SNS	Rallye	CIC	Cegedim	CIC	Aixtron	EQB	Caf	BBO
Anheuser-Busch Inbev	BDG	Sligro	SNS	Celesio	EQB	Ansald Sts	BAK	Deutsche Post	EQB
Atria	POH	Sonae	CBI	Diasorin	BAK	Bauer Ag	EQB	Dockwise	SNS
Baron De Ley	BBO	General Industrials	Mem(*)	Drägerwerk	EQB	Biesse	BAK	Fraport	EQB
Baywa	EQB	Aalberts	SNS	Faes Farma	BBO	Cargotec Corp	POH	Gemina	BAK
Berentzen	EQB	Accell Group	SNS	Fresenius	EQB	Cfao	CIC	Hes Beheer	SNS
Bonduelle	CIC	Advanced Vision Technology	EQB	Fresenius Medical Care	EQB	Danieli	BAK	Hhla	EQB
Campari	BAK	Ahlstrom	POH	Gerresheimer Ag	EQB	Datalogic	BAK	Logwin	EQB
Campofrio	BBO	Analytik Jena	EQB	Grifols Sa	BBO	Delclima	BAK	Norbert Dentressangle	CIC
Coca Cola Hellenic	IBG	Arcadis	SNS	Korian	CIC	Duro Felguera	BBO	Postnl	SNS
Csm	SNS	Aspo	POH	Laboratorios Rovi	BBO	Emak	BAK	Sias	BAK
Danone	CIC	Azkoyen	BBO	Medica	CIC	Exel Composites	POH	Tnt Express	SNS
De Master Blenders 1753	SNS	Bekaert	BDG	Mediq	SNS	Exel Industries	CIC	Insurance	Mem(*)
Ebro Foods	BBO	Evolis	CIC	Merck	EQB	Faiveley	CIC	Aegon	SNS
Enervit	BAK	Frigoglass	IBG	Natraceutical Sa	BBO	Fiat Industrial	BAK	Ageas	BDG
Fleury Michon	CIC	Huhtamäki	POH	Novartis	CIC	Gea Group	EQB	Allianz	EQB
Forfarmers	SNS	Kendrion	SNS	Oriola-Kd	POH	Gesco	EQB	Axa	CIC
Heineken	SNS	Martifer Sggs Sa	CBI	Orion	POH	Gildemeister	EQB	Delta Lloyd	SNS
Hkscan	POH	Mifa	EQB	Orpea	CIC	Haulotte Group	CIC	Fondriaria Sai	BAK
Ktg Agrar	EQB	Nedap	SNS	Recordati	BAK	Heidelberger Druck	EQB	Generali	BAK
Lanson-Bcc	CIC	Neopost	CIC	Rhoen-Klinikum	EQB	Ima	BAK	Hannover Re	EQB
Laurent Perrier	CIC	Pöyry	POH	Roche	CIC	Interpump	BAK	Mapfre Sa	BBO
Ldc	CIC	Prelios	BAK	Sanofi	CIC	Khd Humboldt Wedag Internatio	EQB	Mediolanum	BAK
Lotus Bakeries	BDG	Resilux	BDG	Sorin	BAK	Kone	POH	Milano Assicurazioni	BAK
Natra	BBO	Saf-Holland	EQB	Stallergènes	CIC	Konecranes	POH	Munich Re	EQB
Naturex	CIC	Saft	CIC	Ucb	BDG	Krones Ag	EQB	Sampo	POH
Nestle	SNS	Skw Stahl	EQB	Hotels, Travel & Tourism	Mem(*)	Kuka	EQB	Talanx Group	EQB
Nutreco	SNS	Tessi	CIC	Accor	CIC	Man	EQB	Unipol	BAK
Olvi	POH	Tkh Group	SNS	Autogrill	BAK	Manitou	CIC	Zurich Financial Services	BAK
Parmalat	BAK	Vidrala	BBO	Beneteau	CIC	Max Automation Ag	EQB	Media	Mem(*)
Pernod-Ricard	CIC	Wendel	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC	Metso	POH	Ad Pepper	EQB
Pinguin	BDG	General Retailers	Mem(*)	Groupe Partouche	CIC	Outotec	POH	Alma Media	POH
Raisio	POH	Beter Bed Holding	SNS	IGrandi Viaggi	BAK	Pfeiffer Vacuum	EQB	Antena 3Tv	BBO
Remy Cointreau	CIC	D'leteren	BDG	Ibersol	CBI	Ponsse	POH	Brill	SNS
Sipef	BDG	Douglas Holding	EQB	Intralot	IBG	Prima Industrie	BAK	Cofina	CBI
Ter Beke	BDG	Fielmann	EQB	Lottomatica	BAK	Prysmian	BAK	Editoriale L'Espresso	BAK
Unilever	SNS	Folli Follie Group	IBG	Melia Hotels International	BBO	Reesink	SNS	GI Events	CIC
Vilmorin	CIC	Fourlis Holdings	IBG	Nh Hoteles	BBO	Sabaf	BAK	Havas	CIC
Viscofan	BBO	Inditex	BBO	Opap	IBG	Schuler Ag	EQB	Hi-Media	CIC
Vranken Pommery Monopole	CIC	Jacquet Metal Service	CIC	Sodexo	CIC	Singulus Technologies	EQB	Impresa	CBI
Wessanen	SNS	Jumbo	IBG	Sonae Capital	CBI	Smt Scharf Ag	EQB	Ipsos	CIC
Food & Drug Retailers	Mem(*)	Macintosh	SNS	Trigano	CIC	Ten Cate	SNS	Jcdecaux	CIC
Ahold	SNS	Rapala	POH	Tui	EQB	Trilogiq	CIC	Kinopolis	BDG
Bim	IBG	Stockmann	POH	Household Goods	Mem(*)	Vossloh	EQB	Lagardere	CIC
Carrefour	CIC	Healthcare	Mem(*)	De Longhi	BAK	Wärtsilä	POH	Lbi International Nv	SNS
Casino Guichard-Perrachon	CIC	Ab-Biotics	BBO	Elica	BAK	Zardoya Otis	BBO	M6-Metropole Television	CIC
Colruyt	BDG	Almirall	BBO	Indesit	BAK	Ind Trans & Motorways	Mem(*)	Mediaset	BAK
Delhaize	BDG	Amplifon	BAK	Seb Sa	CIC	Abertis	BBO	Mediaset Espana	BBO
Dia	BBO	Arseus	BDG	U10	CIC	Adp	CIC	Meetic	CIC
Jeronimo Martins	CBI	Bayer	EQB	Industrial Engineering	Mem(*)	Atlantia	BAK	Nextradio tv	CIC
Kesko	POH	Biomerieux	CIC	Accsys Technologies	SNS	Bollere	CIC	Cic	BBO

Nrj Group	CIC	Marimekko	POH	Besi	SNS	Unit4	SNS	E.On	EQB
Pages Jaunes	CIC	Medion	EQB	Melexis	BDG	Wincor Nixdorf	EQB	Edp	CBI
Prisa	BBO	Ppr	CIC	Okmetic	POH	Support Services	Mem(*)	Edp Renováveis	CBI
Publicis	CIC	Puma	EQB	Roodmicrotec	SNS	Batenburg	SNS	Elia	BDG
Rcs Mediagroup	BAK	Safilo	BAK	Stmicroelectronics	BAK	Brunel	SNS	Enagas	BBO
Reed Elsevier N.V.	SNS	Salvatore Ferragamo	BAK	Suess Microtec	EQB	Bureau Veritas S.A.	CIC	Endesa	BBO
Roularta	BDG	Sarantis	IBG	S/W & Computer Serv's	Mem(*)	Dpa	SNS	Enel	BAK
Rtl Group	BDG	Tod'S	BAK	Affecto	POH	Edenred	CIC	Fluxys	BDG
Sanoma	POH	Van De Velde	BDG	Akka Technologies	CIC	Ei Towers	BAK	Fortum	POH
Spir Communication	CIC	Zucchi	BAK	Alten	CIC	Fiera Milano	BAK	Gas Natural Fenosa	BBO
Talentum	POH	Real Estate	Mem(*)	Altran	CIC	Imtech	SNS	Gdf Suez	CIC
Telegraaf Media Groep	SNS	Aedifica	BDG	Amadeus	BBO	Lassila & Tikanoja	POH	Hera	BAK
Teleperformance	CIC	Ascencio	BDG	Atos	CIC	Prosegur	BBO	Iberdrola	BBO
Tf1	CIC	Atenor	BDG	Basware	POH	Randstad	SNS	Iren	BAK
Ti Media	BAK	Banimmo	BDG	Beta Systems Software	EQB	Tmc Group	SNS	Public Power Corp	IBG
Ubisoft	CIC	Befimmo	BDG	Bull	CIC	Usg People	SNS	Red Electrica De Espana	BBO
Vivendi	CIC	Beni Stabili	BAK	Capgemini	CIC	Telecom Equipment	Mem(*)	Ren	CBI
Wolters Kluwer	SNS	Citycon	POH	Cegid	CIC	Alcatel-Lucent	CIC	Rwe	EQB
Oil & Gas Producers	Mem(*)	Cofinimmo	BDG	Cenit	EQB	Ericsson	POH	Secillienne Sidec	CIC
Eni	BAK	Corio	BDG	Comptel	POH	Gigaset	EQB	Snam	BAK
Galp Energia	CBI	Deutsche Euroshop	EQB	Ctac	SNS	Nokia	POH	Suez Environnement	CIC
Gas Plus	BAK	Home Invest Belgium	BDG	Dassault Systemes	CIC	Teleste	POH	Terna	BAK
Hellenic Petroleum	IBG	Igd	BAK	Digia	POH	Telecommunications	Mem(*)	Veolia Environnement	CIC
Maurel Et Prom	CIC	Intervest Offices & Warehouses	BDG	Docdata	SNS	Acotel	BAK		
Motor Oil	IBG	Intervest Retail	BDG	Engineering	BAK	Belgacom	BDG		
Neste Oil	POH	Ivg Immobilien Ag	EQB	Esi Group	CIC	Bouygues	CIC		
Petrobras	CBI	Leasinvest Real Estate	BDG	Exact Holding Nv	SNS	Deutsche Telekom	EQB		
Repsol	BBO	Montea	BDG	F-Secure	POH	Elisa	POH		
Total	CIC	Realia	BBO	Gameloft	CIC	Eutelsat Communications Sa	CIC		
Tupras	IBG	Retail Estates	BDG	Gft Technologies	EQB	France Telecom	CIC		
Oil Services	Mem(*)	Sponda	POH	Groupe Open	CIC	Freenet	EQB		
Bourbon	CIC	Technopolis	POH	Guillemot Corporation	CIC	Gowex	BBO		
Cgg	CIC	Unibail-Rodamco	BDG	I.R.I.S.	BDG	Iliad	CIC		
Fugro	SNS	Vastned Retail	BDG	IFao Ag	EQB	Jazztel	BBO		
Saipem	BAK	Vib Vermoegen	EQB	Ict Automatisering	SNS	Mobistar	BDG		
Technip	CIC	Wdp	BDG	Indra Sistemas	BBO	Ote	IBG		
Tecnicas Reunidas	BBO	Renewable Energy	Mem(*)	Intelligence	EQB	Portugal Telecom	CBI		
Tenaris	BAK	Abengoa	BBO	Neurones	CIC	Ses	CIC		
Vallourec	CIC	Biopetrol Industries	EQB	Novabase Sggs	CBI	Sonaecom	CBI		
Vopak	SNS	Daldrup & Soehne	EQB	Ordina	SNS	Telecom Italia	BAK		
Personal Goods	Mem(*)	Deutsche Biogas	EQB	Psi	EQB	Telefonica	BBO		
Adidas	EQB	Enel Green Power	BAK	Qurius	SNS	Telenet Group	BDG		
Adler Modemaerke	EQB	Gamesa	BBO	Realdolmen	BDG	Teliasonera	POH		
Amer Sports	POH	Phoenix Solar	EQB	Reply	BAK	Tiscali	BAK		
Basic Net	BAK	Sma Solar Technology	EQB	Rib Software	EQB	Turkcell	IBG		
Beiersdorf	EQB	Solar-Fabrik	EQB	Seven Principles Ag	EQB	United Internet	EQB		
Geox	BAK	Solarworld	EQB	Sii	CIC	Vodafone	BAK		
Gerry Weber	EQB	Solutronic	EQB	Sopra Group	CIC	Zon Multimedia	CBI		
Hugo Boss	EQB	Sunways	EQB	Steria	CIC	Utilities	Mem(*)		
Loewe	EQB	Semiconductors	Mem(*)	Tieto	POH	A2A	BAK		
Luxottica	BAK	Asm International	SNS	Tomtom	SNS	Acciona	BBO		
Marcolin	BAK	Asml	SNS	Transics	BDG	Acea	BAK		

LEGEND: BAK: Banca Akros; BDG: Bank Degroof; BBO: Bankia Bolsa; CIC: CM CIC Securities; CBI: Caixa-Banca de Investimento; EQB: Equinet bank; IBG: Investment Bank of Greece, POH: Pohjola Bank; SNS: SNS Securities

as of 2nd April 2013

List of ESN Analysts (**)

Ari Agopyan	CIC	+33 145 96 85 80	ari.agopyan@cmcics.com	Sergio Ruiz Martin	BBO	+34 91436 7866	sruizma@bankia.com
Christian Auzanneau	CIC	+33 4 78 92 0185	christian.auzanneau@cmcics.com	Dario Michi	BAK	+39 02 4344 4237	dario.michi@bancaakros.it
Olivier Bails, CFA	CIC	+33 145 96 78 72	olivier.bails@cmcics.com	Marietta Miemietz CFA	EQB	+49-69-58997-439	marietta.miemietz@equinet-ag.de
Helena Barbosa	CBI	+35121389 6831	helenabarbosa@caixabi.pt	Júlia Monteiro	CGD	+55 2131383 128	jmonteiro@cgdscurities.com.br
Javier Bernat	BBO	+34 91436 78 16	jbernmat@bankia.com	José Mota Freitas, CFA	CBI	+35122 607 09 31	mota.freitas@caixabi.pt
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 8173 392	dbirbos@ibg.gr	Louis Nicolopoulos	IBG	+30 210 8173 377	inikolopoulos@ibg.gr
Jean-Pascal Brivady	CIC	+33 4 78 92 02 25	jeanpascal.brivady@cmcics.com	Alex Pardellas	CGD	+55 2131383 154	apardellas@cgdscurities.com.br
David Cabeza Jareño	BBO	+34 914367818	dcabeza@bankia.com	Henri Parkkinen	POH	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@pohjola.fi
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it	Adrian Pehl, CFA	EQB	+49 69 58997 438	adrian.pehl@equinet-ag.de
Niclas Catani	POH	+358 10 252 8780	niclas.catani@pohjola.com	Victor Peiro Pérez	BBO	+34 91436 7812	vpeirope@bankia.com
Jean-Marie Caucheteux	BDG	+32 2 287 99 20	jeanmarie.caucheteux@degroef.be	Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcics.com
Marco Cavalleri	BAK	+39 02 4344 4022	marco.cavalleri@bancaakros.it	Francesco Previtera	BAK	+39 02 4344 4033	francesco.previtera@bancaakros.it
Pierre Chedeville	CIC	+33 145 96 78 71	pierre.chedeville@cmcics.com	Elaine Rabelo	CGD	+55 130 748 027	erabelo@cgdscurities.com.br
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 145 96 77 42	emmanuel.chevalier@cmcics.com	Jari Raisanen	POH	+358 10 252 4504	jari.raisanen@pohjola.fi
Florent Couvreur	CIC	+33 145 96 77 60	florent.couvreur@cmcics.com	Hannu Rauhala	POH	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@pohjola.fi
Edwin de Jong	SNS	+312 0 5508569	edwin.dejong@snssecurities.nl	Matias Rautionmaa	POH	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@pohjola.fi
Nadeshda Demidova	EQB	+49 69 58997 434	nadeshda.demidova@equinet-ag.de	Eric Ravary	CIC	+33 145 96 79 53	eric.ravary@cmcics.com
Martijn den Drijver	SNS	+312 0 5508636	martijn.dendrijver@snssecurities.nl	Iñigo Recio Pascual	BBO	+34 91436 7814	irecio@bankia.com
Christian Devismes	CIC	+33 145 96 77 63	christian.devismes@cmcics.com	Philipp Rigters	EQB	+49 69 58997 413	philipp.rigters@equinet-ag.de
Andrea Devita, CFA,	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it	Maria Rivas Rodriguez	BBO	+34 91436 7815	mrivasro@bankia.com
Hans D'Haese	BDG	+32 (0) 2 287 9223	hans.dhaese@degroef.be	André Rodrigues	CBI	+35121389 68 39	andre.rodrigues@caixabi.pt
Dries Dury	BDG	+32 2 287 9176	dries.dury@degroef.be	Jean-Luc Romain	CIC	+33 145 96 77 36	jeanluc.romain@cmcics.com
Ingbert Faust, CEFA	EQB	+49 69 58997 410	ingbert.faust@equinet-ag.de	Jochen Rothenbacher, CEFA	EQB	+49 69 58997 415	jochen.rothenbacher@equinet-ag.de
Rafael Fernández de Heredia	BBO	+34 91436 78 08	rfernandezdeheredia@bankia.com	Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Stefan Freudenreich, CFA	EQB	+49 69 58997 437	stefan.freudenreich@equinet-ag.de	Sonia Ruiz De Garibay	BBO	+34 91436 7841	sruizdegariabay@bankia.com
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it	Antti Saari	POH	+358 10 252 4359	antti.saari@pohjola.fi
Claudio Giacomello, CFA	BAK	+39 02 4344 4269	claudio.giacomello@bancaakros.it	Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	pao la.saglietti@bancaakros.it
Ana Isabel González García CIIA	BBO	+34 91436 78 09	agonzalezga@bankia.com	Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Arsène Guekam	CIC	+33 145 96 78 76	arsene.guekam@cmcics.com	Lemer Salah	SNS	+312 0 5508516	lerner.salah@snssecurities.nl
Bernard Hanssens	BDG	+32 (0) 2 287 9689	bernard.hanssens@degroef.be	Michael Schaefer	EQB	+49 69 58997 419	michael.schaefer@equinet-ag.de
Philipp Häßler, CFA	EQB	+49 69 58997 414	philipp.haessler@equinet-ag.de	Holger Schmidt, CEFA	EQB	+49 69 58 99 74 32	holger.schmidt@equinet-ag.de
Carlos Jesus	CBI	+35121389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt	Tim Schultdt, CFA	EQB	+49 69 5899 7433	tim.schultdt@equinet-ag.de
Lillian Katelani	IBG	+30-210-8173-389	lkatelani@ibg.gr	Pekka Spolander	POH	+358 10 252 4351	pekka.spolander@pohjola.fi
Vicente Koki	CGD	+55 1130 744 522	vkoki@cgdscurities.com.br	Gert Steens	SNS	+312 0 5508639	gert.steens@snssecurities.nl
Jean-Michel Köster	CIC	+33 145 96 77 17	jeanmichel.koster@cmcics.com	Kimmo Stenvall	POH	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@pohjola.fi
Marc Leemans, CFA	BDG	+32 (0) 2 287 9361	marc.leemans@degroef.be	Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 8173 384	nsvyriadi@ibg.gr
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 145 96 9104	jeanchristophe.lefevre-moulenq@cmcics.com	Annick Thévenon	CIC	+33 145 96 77 38	annick.thevenon@cmcics.com
Dov Levy	CIC	+33 145 96 78 74	dov.levy@cmcics.com	Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it
Sébastien Liagre	CIC	+33 145 96 90 34	sebastien.liagre@cmcics.com	Johan van den Hoooven	SNS	+312 0 5508518	johan.vandenhooven@snssecurities.nl
Harald Liberge-Dondoux	CIC	+33 145 96 98 12	harald.libergedondoux@cmcics.com	Guido Varatojos dos Santos	CBI	+351213896822	guido.santos@caixabi.pt
Konrad Lieder	EQB	+49 69 5899 7436	konrad.lieder@equinet-ag.de	Richard Withagen	SNS	+312 0 5508572	richard.withagen@snssecurities.nl
Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr				

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

ESN Recommendation System

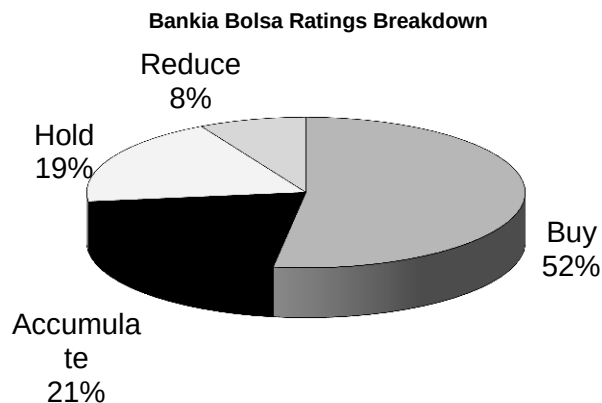
The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.

The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy, Accumulate (or Add), Hold, Reduce and Sell (in short: B, A, H, R, S)**.

Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 20%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **10% to 20%** during the next 12 months time horizon
- **Hold:** the stock is expected to generate total return of **0% to 10%** during the next 12 months time horizon.
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **0% to -10%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -10%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved or to a change of analyst covering the stock
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

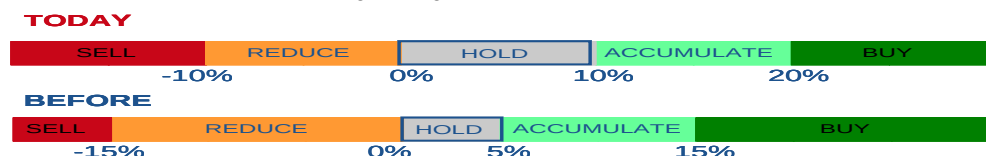


History of ESN Recommendation System

Since 18 October 2004, the Members of ESN are using an Absolute Recommendation System (before was a Relative Rec. System) to rate any single stock under coverage.

Since 4 August 2008, the ESN Rec. System has been amended as follow.

- Time horizon changed to 12 months (it was 6 months)
- Recommendations Total Return Range changed as below:

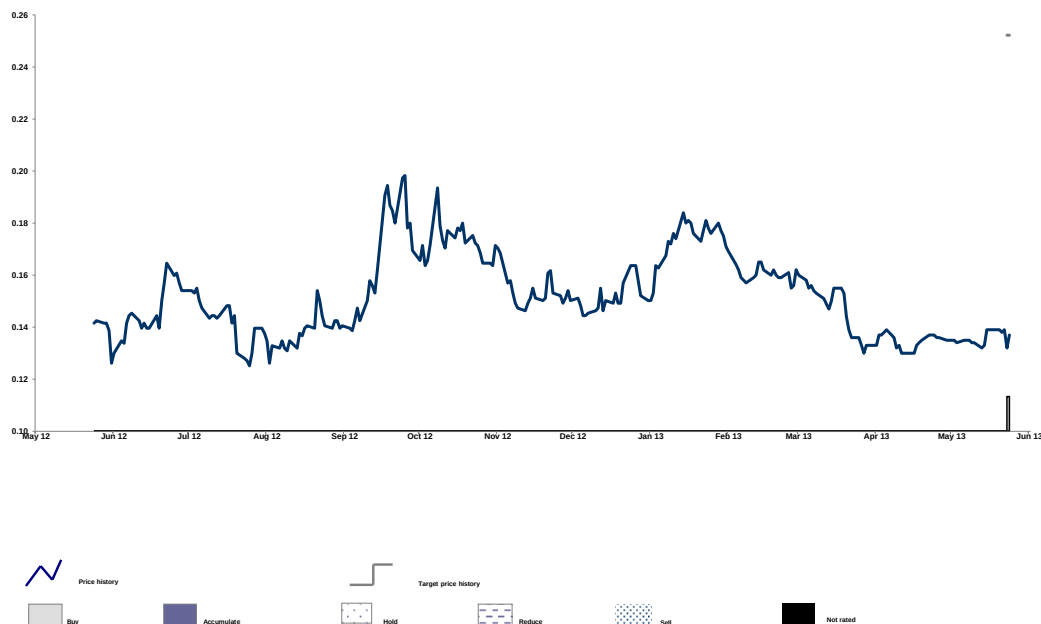


Recommendation history for EZENTIS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
23-May-13	Buy	0.25	0.13

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows Bankia Bolsa continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Sergio Ruiz Martin (since 17/05/2013)



Information regarding Market Abuse and Conflicts on Interests and recommendation history available in our web page: www.bankiabolso.es and our offices.

The information and opinions contained in this document have been compiled by Bankia Bolsa S.V. S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. Bankia Bolsa S.V. S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, Bankia Bolsa S.V. S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between Bankia Bolsa S.V. S.A., Bankia and the mentioned companies.

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk.

ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note. Research is available through your sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document.

For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members and on each "company recommendation history", please visit the ESN website (www.esnpartnership.eu) For additional information and individual disclaimer please refer to www.esnpartnership.eu and to each ESN Member websites:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.bankiabolisa.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cgdsecurities.com.br regulated by the CVM - Comissão de Valores Mobiliários

www.cmccs.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.degroof.be regulated by the FSMA - Financial Services and Markets Authority

www.equinet-ag.de regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

www.ibg.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.pohjola.com regulated by the Financial Supervision Authority

www.snssecurities.nl regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros S.p.A.
Viale Eginardo, 29
20149 MILANO
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302



Bank Degroof
Rue de l'Industrie 44
1040 Brussels
Belgium
Phone: +32 2 287 91 16
Fax: +32 2 231 09 04



Bankia Bolsa
Serrano, 39
28001 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813
Fax: +34 91 577 3770



Caixa-Banco de Investimento
Rua Barata Salgueiro, 33
1269-050 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 389 68 00
Fax: +351 21 389 68 98



CM - CIC Securities
6, avenue de Provence
75441 Paris
Cedex 09
France
Phone: +33 1 4596 7940
Fax: +33 1 4596 7748



Equinet Bank AG
Gräfrstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 – 58997 – 410
Fax: +49 69 – 58997 – 299



Investment Bank of Greece
24B, Kifisias Avenue
151 25 Marousi
Greece
Phone: +30 210 81 73 000
Fax: +30 210 68 96 325



Pohjola Bank plc
P.O.Box 308
FI-00013 Pohjola
Finland
Phone: +358 10 252 011
Fax: +358 10 252 2703



SNS Securities N.V.
Nieuwezijds Voorburgwal 162
P.O.Box 235
1000 AE Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064

