



Investment Research

Reason: Re-Initiation of Coverage

9 May 2014

Buy

Share price: EUR 1.03

closing price as of 08/05/2014

Target price: EUR 1.41

Reuters/Bloomberg EZEN.MC/EZE SM

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	1,561,654
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	1,577.32
Price high 12 mth (EUR)	1.87
Price low 12 mth (EUR)	0.46
Abs. perf. 1 mth	-17.8%
Abs. perf. 3 mth	-29.2%
Abs. perf. 12 mth	90.2%

Market capitalisation (EURm)	161
Current N° of shares (m)	157
Free float	73%

Key financials (EUR)	12/13	12/14e	12/15e
Sales (m)	149	244	559
EBITDA (m)	4	20	50
EBITDA margin	3.0%	8.3%	9.0%
EBIT (m)	(7)	10	36
EBIT margin	nm	4.2%	6.4%
Net Profit (adj.)(m)	(8)	4	25
ROCE	-21.8%	12.7%	30.3%
Net debt/(cash) (m)	23	7	4
Net Debt Equity	-2.3	0.1	0.0
Net Debt/EBITDA	5.3	0.3	0.1
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	0.6	5.6	25.4
EV/Sales	1.8	0.7	0.3
EV/EBITDA	61.0	8.4	3.3
EV/EBITDA (adj.)	61.0	8.4	3.3
EV/EBIT	nm	16.7	4.7
P/E (adj.)	nm	nm	9.5
P/BV	nm	4.3	2.5
OpFCF yield	-4.4%	6.2%	21.4%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.05)	0.02	0.11
BVPS	(0.09)	0.24	0.42
DPS	0.00	0.00	0.00



Shareholders: M. García Durán/Others 22%; Merckbank 3%; PREMAAT 2%;

For company description please see summary table footnote

Lista para crecer en Latam

Reiniciamos la cobertura de Ezentis con un rango de valoración entre EUR 1,41 - 1,24 / Acción, en función del precio (EUR 1,1/ EUR 0,77/Acción) al que finalmente se lleve a cabo la ampliación de capital inicial de EUR 50m, y las dos siguientes por importe de EUR 32m (EUR 15m + EUR 17m) que se destinarán al pago de las nuevas inversiones. Ezentis ofrece la oportunidad de beneficiarse del fuerte desarrollo esperado en las redes de telecomunicaciones y del sector eléctrico en Latam, a través de una compañía totalmente reestructurada, con un nuevo equipo directivo que conoce a fondo el negocio y que en especial cuenta con excelentes relaciones con sus principales clientes, gracias a la elevada calidad del servicio que presta.

- ✓ Ezentis es una compañía de servicios industriales centrada en la ingeniería, instalación y mantenimiento de infraestructuras en los sectores de telecomunicaciones, eléctrico y otros como el de agua. Sus principales clientes son Telefónica, Edenor, Light, Endesa, Claro y el grueso del negocio procede de Latam (92,9% de las ventas proforma 2013).
- ✓ En 2013, Ezentis concluye el **plan de reestructuración** iniciado en 2011 y que ha supuesto la venta de activos estratégicos, el ajuste de valor en otros (Vértice), la reducción de deuda gracias a las sucesivas ampliaciones de capital, la reestructuración operativa y la reordenación accionarial. Todo esto ha venido acompañado de un crecimiento de la **cartera orgánica** del 53% en 2013.
- ✓ Ezentis afronta el futuro con un **Nuevo Plan Estratégico (2014-2017)** que tiene como eje principal el **crecimiento**. Ezentis espera multiplicar por más de 3x sus ventas para alcanzar los EUR 656m en 2017, de las cuales casi la mitad procederá de nuevas adquisiciones en especial en Latam, y en concreto en países en donde ya está presente (Brasil, Chile) o en otros nuevos como Colombia o Méjico. A nivel de EBITDA, el objetivo es mucho más ambicioso y pretende alcanzar los EUR 66m (EUR 11m en 2013PF), beneficiado aparte de por el crecimiento de las ventas por la mejora de la eficiencia y mayor escala.
- ✓ En nuestras estimaciones hemos asumido que Ezentis lleva a cabo **nuevas inversiones** por importe de EUR 83m, que le permitirán alcanzar un EBITDA similar al anunciado (EUR 63m), gracias al crecimiento orgánico (EBITDA +12% CAGR 14/17) y a un EBITDA inorgánico que esperamos represente el 52% del total en 2017 (EUR 32m). En cuanto al beneficio neto se refiere esperamos que alcance los EUR 30m (EUR -8m en 2013 de pérdida recurrente).
- ✓ Ezentis se configurará como un **claro generador de caja** dado que las inversiones de mantenimiento son reducidas, el coste financiero tenderá a disminuir por el menor uso del factoring proporcionado por los clientes, no esperamos un gran deterioro del circulante y se aprovechará de los créditos fiscales existentes. De acuerdo a nuestra estimaciones, Ezentis será capaz de generar un CF libre recurrente de EUR 43m en 2016 (>15% FC Yield post ampliación), por lo que no es descartable que la compañía pague dividendos ya ese mismo año.
- ✓ Nuestro rango de valoración asciende a **EUR 1,41 - 1,24 / Acción**, en función del precio al que finalmente se lleven a cabo las ampliaciones de capital. Descontamos los flujos a una tasa del 11,3%, que recoge el elevado peso del negocio en Latam y el posible riesgo de ejecución en las inversiones.

Analyst: Rafael Fernández de Heredia +34 91 436 78 08 rfernandez@bekafinance.com

CONTENTS

Ezentis un referente en la última milla.....	3
La reestructuración ya es cosa del pasado	5
Nuevo Plan estratégico centrado en las adquisiciones	6
Abultado crecimiento esperado de los resultados	8
Valoración.....	11
Comparables	12
Anexo I.....	13
Sectores de telecomunicaciones, eléctrico y de gas	13
Anexo II.....	14
Historia de Ezentis	14
Miembros del Consejo	15
ESN Recommendation System	23

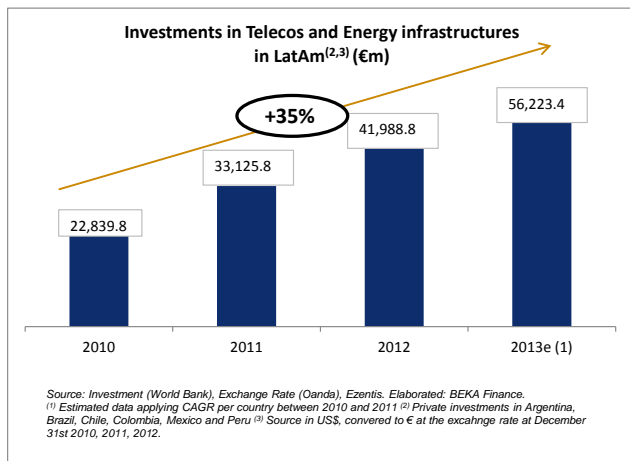
Otros servicios que lleva a cabo Ezentis se refieren a la atención al cliente o a servicios de mayor valor añadido gracias a la tecnología propia con la que cuenta. Un buen ejemplo es su sistema de información geográfica MOSAIC que permite contar con un mapa digitalizado de las infraestructuras del cliente y saber en cada momento en donde se produce una avería y de qué tipo se trata. Este avance tecnológico permite una asignación de recursos a la tarea más eficiente, con la consiguiente mejora de la rentabilidad. Otro ejemplo es la revisión de la red eléctrica de Iberdrola llevada a cabo con drones.

El valor diferencial de Ezentis radica en las excelentes relaciones que mantiene con sus principales clientes, el servicio de calidad que presta y el valor añadido a través de la excelencia operativa y la eficiencia. Las ventajas competitivas con las que cuenta es por un lado la experiencia en la ejecución de grandes contratos y la presencia regional.

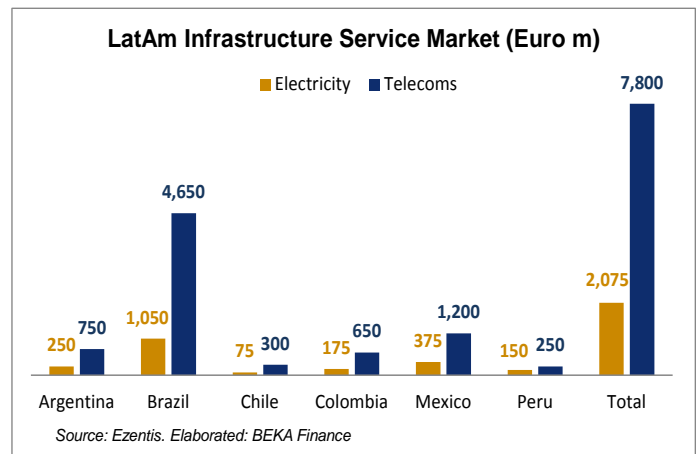
El potencial de mercado es abultado dada las elevadas inversiones que se están llevando a cabo en infraestructuras países como Brasil, Chile, Colombia, Méjico, Perú o Argentina. De acuerdo al Banco Mundial, las inversiones en infraestructuras de telecomunicaciones y energía se elevaron en 2013 a más de EUR 56bn en estos países.

Por otra parte una estimación del mercado de gestión de infraestructuras, que es el mercado objetivo de Ezentis, apunta a un importe cercano a los EUR 10.000m.

Latam Infrastructures Investments



Estimated Latam Infrastructure Service Market



Nº of Operators per Sector & Country	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Mexico	Peru
Fixed ⁽¹⁾	2	4	5	4	7	3
Mobile ⁽¹⁾	4	5	4	3	4	3
Electricity Distributon	>40	>50	>20	>20	1	>20

(1) Telefónica & America Movil represent over 50% of the 48 fixed and mobile operators

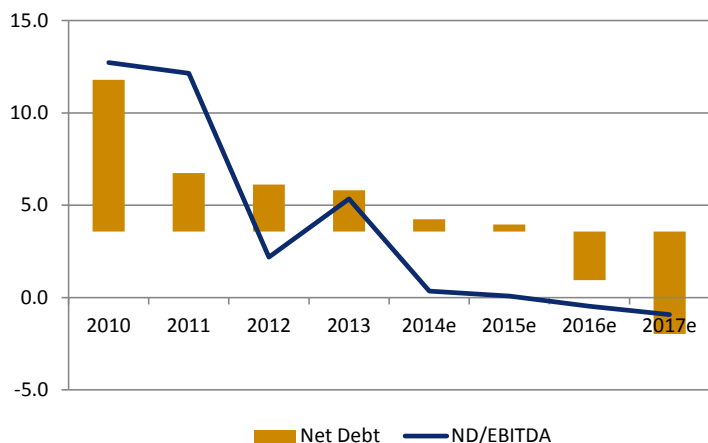
Source: Ezentis. Elaborated BEKA Finance

La reestructuración ya es cosa del pasado

A finales de 2011, un nuevo equipo directivo encabezado por Manuel García-Durán se incorpora a la compañía. Desde entonces el esfuerzo por reestructurar la compañía ha sido intenso y ha supuesto la venta de activos no estratégicos, el ajuste de valor en otros (Vértice), la reducción de deuda gracias a las sucesivas ampliaciones de capital, y finalmente, la reestructuración operativa y la reordenación accionarial.

En cuanto a la deuda se refiere, Ezentis ha llevado a cabo una significativa reducción en los últimos años. A Dic 2013 la deuda neta ascendía a EUR 23,5m, casi la cuarta parte de la existente en 2010. El ratio DN/EBITDA quedó en el año 2013 en 5,3x, aunque teniendo en cuenta las cifras proforma, este se reduce hasta las 2,1x. En 2013 Ezentis ha llevado a cabo varias ampliaciones de capital destinadas a la conversión de deuda, a compensar deuda pendientes con proveedores, o bien para dar entrada a nuevos inversores o pagar inversiones. El total asciende a EUR 44m de los cuales EUR 13m ha sido por capitalización de deudas y el número de acciones se incrementó un 70% hasta los 156,2 millones.

Net debt performance



Share issues

EUR m	Shares m	Amount	Price
Dec 12	91.5	56.1	0.61
Cash	22.1	13.3	0.60
EBN bonds	3.3	2.0	0.60
Liteyca debt conversion	0.6	0.4	0.60
Suppliers debt conversion	5.1	3.1	0.60
EBN bonds	5.8	3.5	0.60
Warrant GEM	5.2	3.7	0.71
M&C Derivados	3.8	3.0	0.79
Strongback	1.1	1.0	0.94
Ibersuizas	4.4	3.1	0.70
NOQCA debt conversion	0.1	0.0	0.60
SUL Acquisition	0.4	0.7	1.62
Suppliers debt conversion	0.2	0.3	1.62
Eralan	12.7	10.0	0.79
Dec-13	156.2	100.0	0.64
Warrant GEM	1.4	0.9	0.68
IDEA debt conversion	0.4	0.5	1.24

Source: Ezentis, BEKA Finance estimates

Source: Ezentis

Entre las desinversiones de activos llevadas a cabo por Ezentis se encuentra Sedesa en España, empresa dedicada al negocio de construcción e infraestructuras. En 2013 se vende la participación en Amper (5% inicialmente) y se ajusta a cero el valor en el caso de Vértice 360. En éste último caso, no existe ningún impacto adicional a tener en cuenta al estar ahora Vértice 360 en concurso de acreedores.

Las medidas encaminadas a reestructurar operativamente el grupo pasan en primer lugar por cancelar el contrato con Telefónica en España por el que Avanzit Telecom le daba servicio. Ya en 2013 se clasifica la actividad de Telecom España como discontinuada y ante el descenso del negocio, reestructuran el negocio de tecnología. Tecnología incluye actividades de consultoría, integración y outsourcing de redes, sistemas y procesos para organizaciones empresariales y públicas; así como actividades específicas de movilidad y geoposicionamiento en diferentes sectores. Los principales sectores en los que actúa son: Telecomunicaciones, Utilities, Transporte, Defensa, Administración Pública, Sanidad, Banca y Seguros. En conjunto, las medidas implementadas en 2013 suman EUR 32m de impacto negativo en el beneficio neto de Ezentis.

Nuevo Plan estratégico centrado en las adquisiciones

Ezentis ha publicado su Nuevo Plan Estratégico 2014-2017 en el que las principales prioridades son: 1) Aprovechar oportunidades de crecimiento en Latam, completando una plataforma de crecimiento con un modelo de negocio consolidado en los seis grandes países de Latam; 2) Equilibrar el negocio en España; 3) Fortalecer la estructura financiera; 4) crecer de forma eficiente y aumentar la productividad; 5) usar la capacidades tecnológicas como forma de diferenciarse de los competidores y mejorar el servicio.

Ezentis espera alcanzar unas ventas en 2017 de EUR 656m, que supone triplicar el importe proforma registrado en 2013. De este crecimiento de ventas, el 71% proviene de nuevas adquisiciones en especial en Latam y espera que en el año 2017, el 88% de las ventas provenga de esta zona geográfica. Hasta el año 2012, Ezentis estaba radicado en España, Argentina, Chile, Panamá, Jamaica y Marruecos. En 2013 entra en Brasil y el objetivo son ahora Méjico y Colombia.

En nuestras estimaciones el crecimiento inorgánico supone el 49% de las ventas del año 2017, mientras que en el caso del EBITDA este porcentaje se eleva hasta el 52%. Por sectores Ezentis espera que el de telecomunicaciones continúe siendo el de mayor peso en ventas (55%), seguido del de electricidad (27%) y otros (18%).

Sales and results account performance

	Organic		Inorganic	
	2013 PF	Growth	Growth	2017E
Ezentis	202.8	128.0	325.5	656.3
BEKA Finance	202.8	117.5	308.9	629.2
Difference		-8.2%	-5.1%	-4.1%

Sales breakdown

	2013PF	2017 Ezentis	2017E
Brazil	28.0%	37.0%	35.3%
Chile	17.4%	13.0%	14.5%
Argentina	32.1%	7.0%	5.7%
Peru	11.9%	10.0%	11.5%
Mexico	0.0%	12.0%	12.1%
Colombia	0.0%	6.0%	7.3%
Spain	7.1%	13.0%	12.0%
Others	3.6%	2.0%	1.6%
TOTAL	100.0%	100.0%	100.0%

EUR m	2013 PF	2017 EZE	2017E
Sales	202.8	656.3	629.2
EBITDA	11.1	66.6	63.1
Net Income	-8.2	32.2	30.3

Source: Ezentis, BEKA Finance estimates

Source: Ezentis, BEKA Finance estimates

Este proceso de nuevas adquisiciones comenzó a mediados del 2013, con la compra de SUL, compañía brasileña especializada en servicios de infraestructuras para el sector de la electricidad, siguió con la compra de los minoritarios de su filial chilena Consorcio, para concluir con la adquisición de Seicom, compañía brasileña implantada en el sector de la telefonía móvil.

La estrategia pasa por adquirir pequeñas compañías locales, en muchos casos familiares, con una buena relación con ciertos clientes clave y en donde el vendedor acepte un pago diferido en función de objetivos y también parte en acciones de Ezentis.

A futuro los criterios de inversión anunciados por Ezentis son: 1) Adquirir participaciones de control; 2) Se utilizará tanto el pago en efectivo como en acciones. Del total de las nuevas inversiones (EUR 83m), EUR 34m se pagan en efectivo, se difiere el pago en efectivo de EUR 17m hasta el 2017 que además se vincula a la consecución de ciertos objetivos y EUR 32m se pagan con ampliaciones de capital; 3) margen EBITDA superior al 7,5%; 4) deuda <2x DN/EBITDA; 5) EV/EBITDA de 5x-6x.

En nuestras estimaciones hemos asumido un EV/EBITDA de 7,5x, un margen EBITDA del 9% y la misma forma de pago de las adquisiciones. Incluimos en 2014 la compra de 3 compañías (2 en Brasil, 1 en España) y el resto en 2015.

El volumen de inversiones que hemos incluido en nuestra valoración asciende a EUR 83m, a lo que habría que añadir el importe pendiente de las adquisiciones llevadas a cabo en 2013 (EUR 8m). Hemos incluido una ampliación de capital por importe de EUR 50m, a la que seguiría otras dos ampliaciones destinadas al pago de las inversiones. La primera será a finales del 2014 (EUR 15m) y la otra hemos considerado que se lleva a cabo en 2015 (EUR 17m). En cuanto al destino de los fondos de la primera ampliación de capital (EUR 50m), el grueso se dedicará al pago en efectivo de parte de las adquisiciones (EUR 34m), EUR 10m se destinarán a financiar el circulante y reducir el alto coste que supone el factoring que le proporcionan ciertos clientes y a otros conceptos.

Recent Acquisitions

EUR m	SUL	Consortio	Seicom	TOTAL
Date	6/8/13	30/8/13	3/12/13	
Sales 12	17.2	35.0	34.0	86.2
EBITDA12	1.5	4.0	2.6	8.1
% margin	8.5%	11.4%	7.6%	9.4%
Backlog	37.7	41.0	60.0	
Price	4.2	6.0	4.9	15.1
Stake	60.0%	45%	55%	
Earn out	1.9		1.2	3.1
Cash	1.6	6.0	3.6	11.2
Shares	0.7			0.7
Debt	2.6	4.8	5.2	12.6
ND/EBITDA	1.8	1.2	2.0	1.6
EV/EBITDA	6.6	4.5	5.4	5.2

Inorganic growth estimates

EUR m	Ezentis	BEKA F.
Inorganic sales	325.5	278.9 (2015), 308 (2017)
Inorganic EBITDA		25.1
EBITDA Margin	>7,5%	9.0%
Cost EV 100%		187.8
EV/EBITDA	5x-6x	7.5
ND/EBITDA	< 2x	1.0
ND		25.1
Equity cost 100%		162.7
Stake bought	>50%	51%
Attributable equity invested		83.0
INVESTMENTS BREAKDOWN		
Cash	34.0	
Earn out 2017	17.0	
Share issue 2014	15.0	
Share issue 2015	17.0	
TOTAL	83.0	
2013 investments earn out	8.0	
Total investments	91.0	
ESTIMATED INVESTMENTS SCHEDULE		
2014	37.0	
2015	37.0	
2016	0.0	
2017	17.0	
SHARES ISSUES		
Share issue 2014	50.0	
Second share issue 2014	15.0	
Acquisitions payment 2015	17.0	
Share issues	82.0	
SHARE ISSUE FUNDS DESTINATION		
Cash investments	34	
Reduce clients factoring lines	10	
Reduce financial debt	4	
Share issue costs	2	
TOTAL	50	

Source: Ezentis

Source: Ezentis, BEKA Finance estimates

Ezentis ha identificado oportunidades de inversión que añadirían EUR 270m de ventas y EUR 23m de EBITDA, repartidos entre 8 compañías, en 5 países. En cuanto al crecimiento orgánico se refiere, Ezentis ve factible obtener EUR 88m de ventas por nuevos contratos obtenidos de aquí al 2017, con un margen superior al 10%. **En 2013 ha sido capaz de renovar todos los contratos que vencían.** Prevé equilibrar el negocio en España mediante 2 probables adquisiciones en el sector de teleco, mejoras en el mix de negocio, intentando ampliar la base de clientes, reduciendo costes y mejorando la productividad. En cuanto **al grado de avance de este plan de inversiones Ezentis considera que el 40% se encuentra en ejecución**, el 40% se halla en la fase de análisis y ya se ha contactado a la compañía y el 20% en la fase preliminar de seleccionar las compañías.

Abultado crecimiento esperado de los resultados

El esfuerzo comercial llevado a cabo a lo largo del 2013 ha tenido su reflejo en la evolución de la cartera que ha aumentado de forma significativa tanto en términos orgánicos (+53% EUR 303m) como en términos totales (EUR 407m, +106%).

Country	Type	Part.	Attributable		Date	Duration	Client
			Amount	Amount			
Argentina	Optic Fibre	20%	48.5	9.7	Mar-12	18	Arsat
Argentina	Optic Fibre	20%	21.5	4.3	May-12	12	Arsat
Chile	Optic Fibre	100%	9.4	9.4	May-12	24	Movistar
Peru	Electricity Services	100%	39.0		May-12	60	Edelnor
Chile	Maintenance Water Network	100%	8.7	8.7	Dec-12	36	Aguas Antofagastas
Peru	Loop Contract	100%	48.3	48.3	Dec-12	48	Telefonica Peru
Peru	Electricity Services	100%	9.5	9.5	May-13	24	Distriluz
Argentina	Fixed Network (loop contract)	100%	55.0	55.0	May-13	36	Telefonica Argentina
Chile	External Plant maintenance	100%	74.0	74.0	Oct-13	36	Telefónica Chile
Chile	Optic Fibre	95%	10.0	9.5	Dec-13	36	Claro

Source: Ezentis

Con ello y con la posible llegada de nuevos contratos obtenidos en nuevos concursos, esperamos que las ventas orgánicas alcancen los EUR 320m en 2017, lo que supone el 50% del total, con un 12% de crecimiento anual y un 8% por debajo de lo estimado por Ezentis. Por otra parte, esperamos que las adquisiciones aporten unas ventas un 5% inferiores a las anunciadas por la compañía (EUR 325m).

ESTIMATES BREAKDOWN							
EUR m	2013PF	2014e	2015e	2016e	2017e	EZE 17e	%
Organic sales	202.8	201.9	279.8	299.3	320.3	330.8	-3.2%
		-0.5%	38.6%	7.0%	7.0%		
Organic EBITDA	11.1	17.7	25.2	28.4	30.4		
		59.2%	42.7%	12.8%	7.0%		
Margin	5.5%	8.8%	9.0%	9.5%	9.5%		
Inorganic sales		42.6	278.9	294.3	308.9	325.5	-5.1%
				5.5%	5.0%		
Inorganic EBITDA		2.7	25.1	29.9	32.7		
			829.7%	19.0%	9.5%		
Margin		6.3%	9.0%	10.2%	10.6%		
	2013PF	2014	2015	2016	2017		
SALES	202.8	244.5	558.7	593.6	629.2	656.3	-4.1%
		20.6%	128.5%	6.3%	6.0%		
EBITDA	11.1	20.4	50.3	58.3	63.1	66.6	-5.2%
		83.5%	147.0%	15.9%	8.3%		
Margin	5.5%	8.3%	9.0%	9.8%	10.0%		

Source: Ezentis, BEKA Finance estimates

Por países esperamos que el principal contribuidor será Brasil cuyas ventas pensamos representarán el 35% del total en 2017 (EUR 222m), multiplicando casi por 4 las registradas en 2013. Detrás de semejante crecimiento se encontraría en especial la adquisición de 2 compañías más, que se sumarían a Sul y Seicom adquiridas en 2013.

El siguiente país en importancia sería Chile en donde Ezentis está presente a través de Consorcio (participación del 95%), compañía que ofrece servicios de infraestructura de telecomunicaciones, energía y gestión de aguas. En nuestras estimaciones consideramos la adquisición de una nueva compañía.

Incluimos como nuevos mercados a Méjico y Colombia, que en conjunto estimamos representarán el 19% de las ventas en 2017.



En Argentina Ezentis posee Radiotrónica Argentina, compañía especializada en la gestión de proyectos de tecnología, telecomunicaciones llave en mano y en la prestación de servicios de comunicación y media. Frente a un peso sobre ventas del 32% en 2013, estimamos un peso de únicamente un 7% en 2017 (EUR 36m) por el desplome del tipo de cambio.

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

ESTIMATES PER REGION					
Brazil	2013PF	2014e	2015e	2016e	2017e
Sales	56.7	93.7	190.6	205.9	222.3
		65.3%	103.4%	8.0%	8.0%
EBITDA	3.4	7.7	16.2	18.3	19.8
		127.7%	109.3%	13.1%	8.0%
Margin	6.0%	8.3%	8.5%	8.9%	8.9%
Chile	2013PF	2014e	2015e	2016e	2017e
Sales	35.2	38.9	84.1	87.5	91.0
		10.5%	116.3%	4.0%	4.0%
EBITDA	4.3	4.0	8.8	9.2	9.6
		-5.9%	118.4%	4.0%	4.0%
Margin	12.2%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
Argentina	2013PF	2014e	2015e	2016e	2017e
Sales	65.0	49.4	44.5	40.0	36.0
		-24.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
EBITDA	4.9	3.5	3.3	3.2	3.1
		-28.4%	-4.9%	-4.0%	-4.4%
Margin	7.5%	7.1%	7.5%	8.0%	8.5%
Mexico	2013PF	2014e	2015e	2016e	2017e
Sales			60.0	69.0	75.9
				15.0%	10.0%
EBITDA			3.0	4.1	5.3
				38.0%	28.3%
Margin			5.0%	6.0%	7.0%
REST LATAM/OTHER	2013PF	2014e	2015e	2016e	2017e
Sales	31.5	43.4	116.9	122.5	128.3
		37.9%	169.2%	4.7%	4.8%
EBITDA	-2.1	1.5	7.4	8.4	9.4
		-	-	13.9%	12.2%
Margin	-6.7%	3.4%	6.3%	6.8%	7.3%
SPAIN/Holding	2013PF	2014e	2015e	2016e	2017e
Sales	14.4	19.0	62.5	68.8	75.6
		32.1%	228.7%	10.0%	10.0%
EBITDA	0.6	3.6	11.6	15.1	16.0
		497.3%	223.5%	30.1%	6.2%
Margin	4.2%	18.8%	18.5%	21.9%	21.2%
Margin Spain ex fees		7.6%	7.5%	7.5%	7.5%
	2013PF	2014e	2015e	2016e	2017e
TOTAL SALES	202.8	244.5	558.7	593.6	629.2
		20.6%	128.5%	6.3%	6.0%
TOTAL EBITDA	11.1	20.4	50.3	58.3	63.1
		83.5%	147.0%	15.9%	8.3%
Margin	5.5%	8.3%	9.0%	9.8%	10.0%

Source: BEKA Finance estimates

En cuanto el EBITDA se refiere esperamos que se alcancen los EUR 63m en 2017, lo que supone multiplicar casi por 6 veces la cifra proforma del año 2013. Confiamos que el margen EBITDA mejore del 5,5% del 2013 (afectado por la reestructuración, 8% en Latam) hasta el 10% por las economías de escala, las mejoras de eficiencia y la progresiva introducción de nuevos avances tecnológicos que permitan ofrecer un mayor valor añadido al cliente. Por otra parte, algunas de las compañías a adquirir cuentan ya de por sí con unos márgenes muy elevados (>10%).

Dentro de la holding incluimos los ingresos que la matriz recibe por conceptos tales como el uso de marca, el asesoramiento comercial o pagos por el uso de la tecnología propia neteados por los gastos corporativos.

A nivel de beneficio neto esperamos que en el año 2017 se alcancen los EUR 30m gracias al crecimiento del EBITDA, la reducción del coste financiero derivado de un menor factoring de clientes y una reducida tasa impositiva por el abultado volumen de créditos fiscales acumulados.

P&L ACCOUNT							
EUR m	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Sales	187.8	182.0	148.8	244.5	558.7	593.6	629.2
EBITDA	2.7	12.2	4.4	20.4	50.3	58.3	63.1
D&A/other	3.7	-3.2	-11.8	-10.1	-14.7	-15.0	-17.4
Financial result	-10.6	-7.8	-7.2	-3.6	-2.0	-1.2	0.9
Associates	0.0	-11.3	-15.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Other	-3.2	-0.9	-1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Taxes/Min	-2.1	-2.3	-2.5	-2.3	-8.4	-12.6	-16.3
Discontinued op	-31.0	-0.9	-6.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Net income	-40.4	-14.2	-40.9	4.3	25.2	29.5	30.3
Recurrent NI	-20.4	-14.4	-8.2	4.3	25.2	29.5	30.3

Source: Ezentis, BEKA Finance estimates

Desde el punto de vista de caja esperamos que a partir del 2016 Ezentis sea capaz de generar un CF libre positivo significativo, con lo que no es descartable que comience el pago de dividendos ese mismo año. Asumimos unas reducidas inversiones de mantenimiento e igualmente ciertos impactos negativos por el circulante. Ello se traduce en un CF recurrente creciente y una elevada FC Yield. Por último, asumimos que se paga la deuda pendiente con Hacienda y la SS en 2015/2016.

CASH FLOW STATEMENT							
EUR m	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
EBITDA	2.7	12.2	4.4	20.4	50.3	58.3	63.1
Adjustments	6.1	-2.6	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0
CF	8.8	9.6	7.8	20.4	50.3	58.3	63.1
Financial result	-9.6	-6.9	-7.7	-3.6	-2.0	-1.2	0.9
Dividends Affiliates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Taxes	0.0	0.0	-1.2	-1.0	-5.0	-6.3	-9.3
C Flow	-0.8	2.8	-1.0	15.7	43.3	50.8	54.7
Investments	-3.3	-11.7	-17.3	-38.2	-39.8	-3.0	-20.1
Divestments	1.8	0.7	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividends CF	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
W.C.	-13.1	-4.2	-8.2	-4.5	-6.1	-4.8	-4.0
Share issue				65.0	17.0		
Other	68.5	19.0	-3.1	-21.6	-11.4	-11.4	0.0
TOTAL	53.0	6.5	-27.7	16.5	3.0	31.7	30.6
ND	33.3	26.8	23.5	7.0	4.1	-27.6	-58.2
ND/EBITDA	12.1	2.2	5.3	0.3	0.1	-0.5	-0.9
OpFCF	-13.9	-1.4	-9.2	10.1	34.4	43.1	47.6
FC Yield*				3.9%	13.4%	16.7%	18.5%

Source: Ezentis, BEKA Finance estimates

* Considering fully diluted number of shares and price of EUR 1.1/Share

Valoración

A efectos de valorar Ezentis llevamos a cabo un descuento de cash flows (2014-2024) al que le deducimos la deuda neta, y una estimación del valor de mercado de los minoritarios.

Descontamos estos flujos al 11,3% que se deriva de las siguientes hipótesis: 1) bono en el 4,5%; 2) prima de riesgo del 4%; 3) beta de 2. De esta forma recogemos por un lado el riesgo de ejecución de las nuevas inversiones y por otro, el elevado peso de Latam en su negocio; 4) coste financiero medio en el 9%, que coincide con el registrado en 2013, una vez deducidos los costes financieros del factoring; 5) g del 1,5% y un EV/Residual de 6,2x; 6) inversiones en circulante entre el 0,6%/0,9% sobre ventas e inversiones de mantenimiento del 0,5% de las ventas; 7) nuestra valoración toma como referencia el año 2015 (Dic).

DCF VALUATION ESTIMATES												
EUR m	Dec 14e	Dec 15e	Dec 16e	Dec 17e	Dec 18e	Dec 19e	Dec 20e	Dec 21e	Dec 22e	Dec 23e	Dec 24e	Res
Sales	558.7	593.6	629.2	673.2	720.4	770.8	824.7	874.1	926.5	982.0	1,041.1	
EBITDA	50.3	58.3	63.1	67.9	72.7	77.8	83.2	88.2	93.6	99.2	105.3	
EBITDA Margin	9.0%	9.8%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	
Amortizations	-14.7	-15.0	-17.4	-17.8	-18.2	-17.7	-19.0	-20.1	-21.3	-22.6	-23.9	
EBIT	35.6	43.3	45.8	50.2	54.5	60.0	64.2	68.1	72.3	76.7	81.3	
Taxes on EBIT	-10.7	-13.0	-13.7	-15.1	-16.4	-18.0	-19.3	-20.4	-21.7	-23.0	-24.4	
NOPAT	24.9	30.3	32.0	35.1	38.2	42.0	45.0	47.7	50.6	53.7	56.9	
W.C.	-6.1	-4.8	-4.0	-4.1	-5.5	-3.9	-4.1	-4.4	-4.6	-4.9	-5.2	
Maintainance Inv	-2.8	-3.0	-3.1	-3.4	-3.6	-3.9	-4.1	-4.4	-4.6	-4.9	-5.2	
Expansion Inv	-37.0	0.0	-17.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Cash Flow	-6.3	37.6	25.3	45.4	47.2	52.0	55.7	59.1	62.6	66.4	70.5	650.2
Discount factor	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	
EV	425.9	480.5	497.4	528.5	543.0	557.4	568.6	577.4	583.9	587.5	587.7	471.0

Source: BEKA Finance estimates

Nuestro precio objetivo es **post ampliación** por lo que incluimos una tabla de sensibilidad en función del precio al que finalmente se lleven a cabo las ampliaciones de capital (EUR 50m +EUR 32m del pago de parte de las adquisiciones). Nuestro rango de valoración queda fijado entre los EUR 1,41/Acción (asumiendo las ampliaciones a EUR 1,1/Acción, +49% en número de acciones, 8,1x EV/EBITDA 15, 10,2 P/E 15) y los EUR 1,24/Acción (descuento del 30%, +69% en el número de acciones, 7,1x EV/EBITDA 15, 8,1x P/E15).

Target price sensitivity to share issue price

TARGET PRICE SENSITIVITY (EUR m)					
Discount/Premium	-30.0%	-25.0%	-20.0%	-10.0%	0.0%
Share issue price (EUR/Share)	0.77	0.83	0.88	0.99	1.10
Current price (EUR/Share)	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
Share issue	82.0	82.0	82.0	82.0	82.0
New shares	106.5	99.4	93.2	82.8	74.5
EV					480.5
ND					-4.1
Minorities					-147.4
Equity	329.1	329.1	329.1	329.1	329.1
Shares	266.1	259.0	252.8	242.5	234.2
TP EUR/Share	1.24	1.27	1.30	1.36	1.41
	-12.0%	-9.6%	-7.4%	-3.4%	
EV/EBITDA 2015e*	7.1	7.3	7.4	7.8	8.1
EV/EBITDA 2016e	5.5	5.6	5.8	6.1	6.4
EV/EBITDA 2017e	4.7	4.8	5.0	5.2	5.5
P/E 2015e	8.1	8.5	8.8	9.5	10.2
P/E 2016e	7.0	7.3	7.6	8.1	8.7
P/E 2017e	6.8	7.0	7.3	7.9	8.5

* at share issue price

Sensitivity analysis

SENSITIVITY ANALYSIS						
		WACC				
		1.41	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%
G	0.5%	1.45	1.40	1.35	1.30	1.26
	1.0%	1.48	1.43	1.38	1.33	1.28
	1.5%	1.51	1.46	1.41	1.36	1.31
	2.0%	1.55	1.49	1.44	1.39	1.34
	2.5%	1.59	1.53	1.47	1.42	1.37

Source: BEKA Finance estimates

Llevamos a cabo un análisis de sensibilidad de nuestra valoración a la WACC y a la g tomando como referencia el precio objetivo de EUR 1,41, que asume una ampliación de capital a EUR 1,1/Acción.

Comparables

El negocio en el que está presente Ezentis tiene como principal competidores en Latam a pequeñas compañías locales, en muchos casos familiares y no cotizadas en bolsa. Ezentis ha identificado a varias compañías americanas que realizan una actividad similar, aunque en algunos casos también otras de mayor valor añadido.

Estas empresas cuentan con un margen medio del 9,2% (mediana del 10%), son de mayor tamaño y cotizan en media un EV/EBITDA 2015 de 6,5x.

COMPARABLES									
EUR m	Sales 2013	EBITDA 2013	EBITDA Margin	Mkt Cap	P/E14	P/E15	EV/EBITDA 14	EV/EBITDA 15	
Quanta Services, Inc.	4,733.7	500.0	10.6%	5,417.9	18.1	15.4	8.9	7.6	
EMCOR Group, Inc.	4,657.0	217.9	4.7%	2,222.4	17.0	14.8	7.9	7.1	
Dycom Industries, Inc.	1,167.4	126.6	10.8%	778.7	27.1	17.6	-	-	
MYR Group Inc.	655.1	62.8	9.6%	361.7	15.7	14.3	5.1	4.7	
MasTec, Inc.	3,138.6	321.6	10.2%	2,220.0	16.9	14.0	7.5	6.6	
Average			9.2%		19.0	15.3	7.3	6.5	

Source: Bloomberg, JCF

Hay grandes compañías españolas que llevan a cabo esta actividad, aunque su peso en el total de la compañía es reducido, un buen ejemplo ACS y su filial Cobra. Otras compañías que hacen el mismo tipo de actividad son Abengoa y Elecnor. Dentro del sector de servicios industriales a nivel mundial, hay una variada gama de compañías que por lo general realizan unas actividades de mayor valor añadido que las que realiza Ezentis como por ejemplo complejos proyectos llave en mano (EPC).

Estas compañías las hemos dividido en base a si cuentan con actividad de EPC relevante (Técnicas Reunidas, Duro, Cobra), otras que cuentan con una actividad de EPC pero además poseen ciertas características especiales (Technip, Saipem) u otros más centrados en la fase de ingeniería propiamente dicha, más que en la construcción de las instalaciones. El total de estos comparables cotiza un ratio de 7,5x EV/EBITDA 2015. Ezentis cuenta a su favor con un mayor crecimiento esperado, aunque con un menor margen comparado en la mayoría de los casos.

INDUSTRIAL SERVICES COMPARABLES					
	EV/EBITDA		P/E		Comparables
	2014	2015	2014	2015	
Abengoa	8.1	7.4	25.6	14.6	
Técnicas Reunidas	10.4	9.3	17.0	15.8	
Duro Felguera	6.3	7.0	9.6	11.3	
SNC- Lavalin Group	13.8	11.3	21.8	17.2	
Comparable EPC	9.7	8.8	18.5	14.7	
Technip SA	7.7	5.7	17.4	12.6	
Saipem S.p.A.	9.1	6.7	24.6	13.4	
EPC +Specialised activities	8.1	6.5	18.2	13.7	ABB, Fluor, Others
More centered on engineering	8.6	7.3	14.9	12.9	Amec, Arcadis, others
Avg total	8.8	7.5	17.2	13.8	

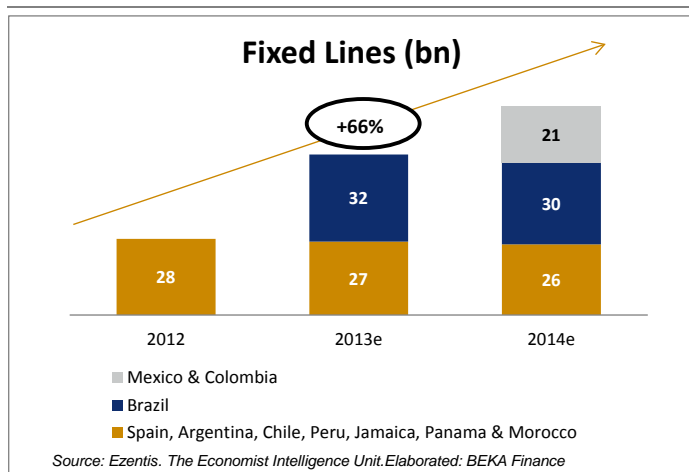
Source: BEKA Finance estimates

Anexo I

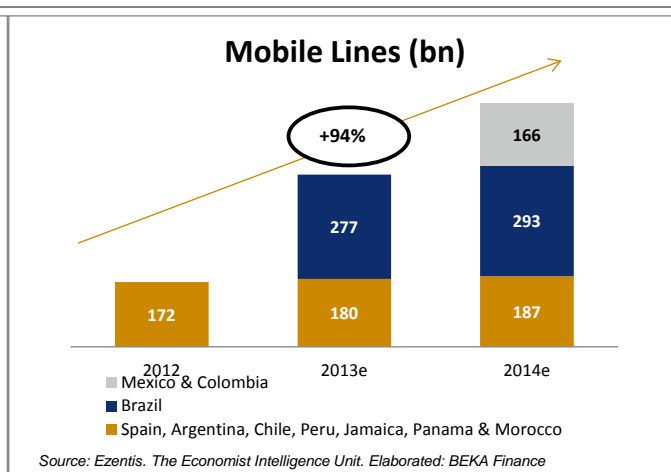
Sectores de telecomunicaciones, eléctrico y de gas

La presencia en países en donde aún queda mucho por hacer en cuanto al desarrollo de infraestructuras, se traduce en el caso del sector de telecomunicaciones en abultados crecimientos tanto de las líneas fijas como móviles, y lo mismo ocurre en el caso del consumo eléctrico o el consumo de gas.

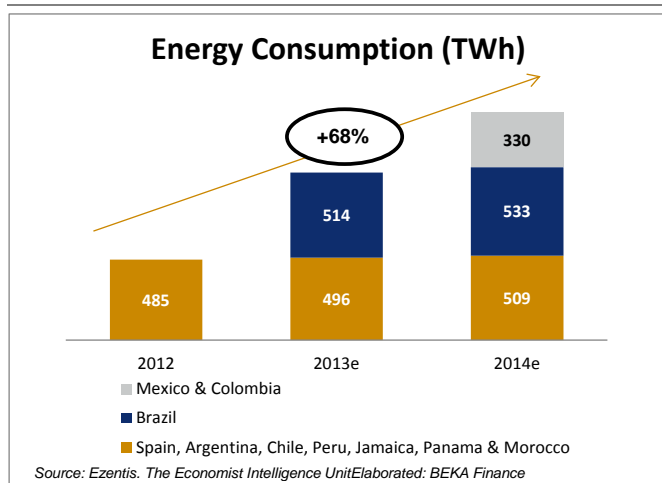
Latam fixed line growth



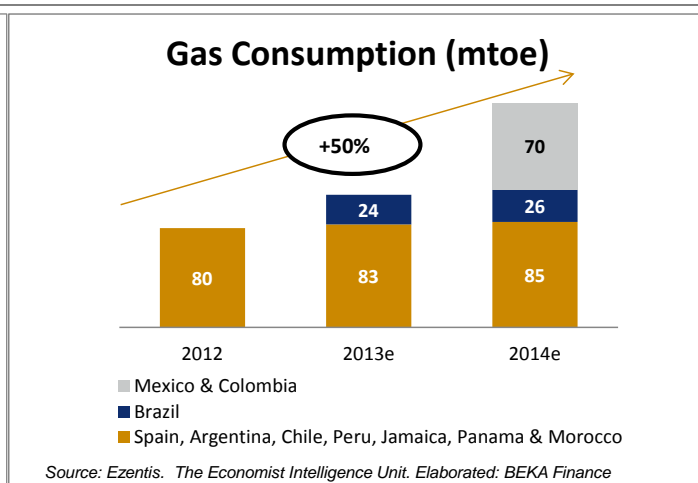
Latam mobile lines growth



Latam energy consumption



Latam gas consumption



Anexo II

Historia de Ezentis

Radiotrónica, (hoy Ezentis) se constituyó en 1959 como una sociedad filial de la empresa constructora Agroman, centrada en trabajos de instalaciones eléctricas.

En 1988 comienza a cotizar en Bolsa. Radiotrónica entra 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 estaba mayoritariamente en manos de Banesto, que decidió su venta a unos ejecutivos de la compañía.

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% (27,5% actualmente).

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. 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 y en 2011 entra el nuevo equipo directivo encabezado por Manuel García-Durán.

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.

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

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.

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.

Luis Morgado Miranda. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por CUNEF y con un Máster en Mercados Financieros, el Sr. Luis Morgado Cuenta con más de 20 años de experiencia en el sector financiero: Banca, Gestoras, Sociedades de Valores, Family Offices y Banca Privada, pero sobre todo es distinguido como uno de los principales actores de los mercados de derivados y de negociación de Renta Variable española: fue el artífice de la integración de las funciones de Mercados Derivados, Cuenta Propia y Arbitraje de BENITO&MONJARDIN S.V.B en la estructura de Banco Espíritu Santo. En calidad de Inversor Privado y Business Angel participó en la creación, fusión y venta de Iconos Network, Gruposdecompra.com y Xmall y ha sido el socio fundador de Clickitpoint SL, M&C Derivados SL, y Cuadro Mirando SL. Asimismo, en el período de 2000-2011 fue Miembro del Comité de Dirección Ibérico, máximo responsable de la estrategia operativa en la Península Ibérica de las áreas de: Cuenta Propia y Arbitraje. Desde 2012 es socio fundador de MCIM S.L.

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).

Ana María Sánchez Tejada. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales, Doctora en Ciencias Económicas y Miembro del Grupo Andaluza de Hacienda Pública del Programa andaluz de investigación. Desde el año 1988 es Profesora Titular de Universidad en el Área de Economía Aplicada, Departamento de Hacienda Pública de la Facultad de Ciencias Económica de la Universidad de Málaga. La Sra. Sánchez Tejada ha sido Vicedecana de Ordenación Académica de la Facultad de CC. Económicas (1989-1998), Decana de la facultad de CC. Económicas (1998-2003), Vicerrectora de Profesorado de la Universidad de Málaga (2004-2008) y Vicerrectora de Relaciones Universidad-Empresa (2008-2012). La Sra. Sánchez Tejada es en la actualidad consejera del Consejo Económico y Social de Andalucía (desde el 2010) y vocal del Patronato de la Fundación Centro de Estudios Andaluces (desde el 2001).

Alfredo Parra Garcia-Molinier. Licenciado en Derecho por la Universidad de León, Abogado del Estado desde 1998 y cuenta con una dilatada trayectoria profesional. Hasta su incorporación a la Sociedad ha venido ejerciendo las funciones de Secretario General y del Consejo de Administración de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales y vocal del Consejo de Administración de Red Eléctrica de España, S.A. Con anterioridad, ha sido Director de la Asesoría Jurídica de Corporación de Radio Televisión Española, S.A. Previamente, entre 1998 y 2010 prestó sus servicios como abogado del Estado desempeñando responsabilidades en el Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación, Sociedad Estatal de Acción Cultural Exterior, Instituto Cervantes, Consejo de Seguridad Nuclear, y otros destinos en la Abogacía General del Estado- Dirección del Servicio Jurídico del Estado.

Alvaro Rodríguez Quiroga Torres. Abogado colegiado por el Ilustre Colegio de Abogados de Madrid y licenciado en el IEB de la Complutense de Madrid, instituto en el cual cursó el Master en Bolsa y Mercados Financieros. El Sr Rodríguez-Quiroga ha venido desarrollando su carrera desde 2004 en distintos despachos entre los que destacan Eversheds Lupicinio en Madrid, Hogan Lovells en Londres y actualmente ejerce de abogado en Rodríguez-Quiroga Abogados (Madrid). Además, desde 2012 hasta la actualidad posee los cargos de Secretario del Patronato en la Fundación África, Secretario del Consejo de Administración en Diver Kartin S.L y Quanto Arquitectura Internacional. El 21 de abril de 2013 fue nombrado Vicesecretario no consejero de Ezentis, cargo que desempeña en la actualidad.



Ezentis: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
Sales	282	188	182	149	244	559
Cost of Sales & Operating Costs	-275	-185	-170	-144	-224	-508
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	6.8	2.7	12.2	4.4	20.4	50.3
EBITDA (adj.)*	6.8	2.7	12.2	4.4	20.4	50.3
Depreciation	-2.3	-1.9	-3.0	-4.4	-10.1	-14.7
EBITA	4.5	0.9	9.2	0.0	10.2	35.6
EBITA (adj)*	4.5	0.9	9.2	0.0	10.2	35.6
EBIT	-11.5	6.5	9.0	-7.4	10.2	35.6
EBIT (adj.)*	-11.5	6.5	9.0	-7.4	10.2	35.6
Net Financial Interest	-7.5	-10.6	-7.8	-7.2	-3.6	-2.0
Other Financials	-0.5	-3.2	-0.9	-1.7	0.0	0.0
Associates	0.2	0.0	-11.3	-15.5	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	-5.2	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	-19.3	-7.4	-16.2	-31.9	6.6	33.6
Tax	-116	-1.3	-1.2	-2.1	-1.0	-5.0
<i>Tax rate</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	15.0%	15.0%
Discontinued Operations	0.0	-31.0	-0.9	-6.5	0.0	0.0
Minorities	-0.3	-0.7	-1.2	-0.5	-1.3	-3.4
Net Profit (reported)	-135	-40.4	-19.4	-40.9	4.3	25.2
Net Profit (adj.)	-124	-20.4	-14.4	-8.2	4.3	25.2
CASH FLOW (EURm)	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
Cash Flow from Operations before change in NWC	-3.0	-0.8	2.8	-1.0	15.7	43.3
Change in Net Working Capital	16.1	-13.1	-4.2	-8.2	-4.5	-6.1
Cash Flow from Operations	13.2	-13.9	-1.4	-9.2	11.3	37.2
Capex	-0.7	-0.6	-0.9	-1.3	-1.2	-2.8
Net Financial Investments	8.2	-1.0	-10.1	-14.1	-37.0	-37.0
Free Cash Flow	20.7	-15.5	-12.5	-24.6	-26.9	-2.6
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-86.4	68.5	19.0	27.9	43.4	5.6
Change in Net Debt	-65.7	53.0	6.5	3.3	16.5	3.0
NOPLAT	-80.5	7.6	9.6	-7.9	8.7	30.3
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
Net Tangible Assets	54.8	10.2	11.6	14.1	45.0	72.9
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	95.0	30.6	32.4	39.6	36.8	34.0
Net Financial Assets & Other	86.3	66.1	51.3	34.0	34.0	34.0
Total Fixed Assets	236	107	95.3	87.7	116	141
Inventories	11.6	4.0	4.6	5.9	9.6	22.0
Trade receivables	146	57.7	39.6	53.0	47.6	161
Other current assets	19.0	1.1	1.7	2.8	4.7	10.7
Cash (-)	-29.4	-6.8	-7.0	-11.8	-24.9	-26.7
Total Current Assets	205	69.7	53.0	73.5	86.8	221
Total Assets	442	177	148	161	203	362
Shareholders Equity	33.6	5.1	-9.0	-13.8	55.5	97.7
Minority	1.9	2.5	3.7	3.4	4.7	8.1
Total Equity	35.6	7.6	-5.3	-10.4	60.2	106
Long term interest bearing debt	67.7	16.0	17.0	18.7	15.4	14.2
Provisions	33.3	33.0	31.3	31.9	31.9	31.9
Other long term liabilities	14.2	5.4	24.8	25.3	3.7	-7.7
Total Long Term Liabilities	115	54.4	73.2	75.8	50.9	38.3
Short term interest bearing debt	48.0	24.2	16.8	16.6	16.6	16.6
Trade payables	88.1	39.4	23.8	23.6	22.3	93.4
Other current liabilities	155	51.0	39.8	55.6	52.6	108
Total Current Liabilities	291	115	80.4	95.8	91.5	218
Total Liabilities and Shareholders' Equity	442	177	148	161	203	362
Net Capital Employed	169	79.3	77.7	70.2	103	134
Net Working Capital	-66.8	-27.6	-17.6	-17.5	-13.0	-6.9
GROWTH & MARGINS	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
<i>Sales growth</i>	66.4%	-33.5%	-3.0%	-18.2%	64.3%	128.5%
EBITDA (adj.)* growth	n.m.	-59.6%	344.6%	-63.9%	363.2%	147.0%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	-81.1%	979.6%	-99.9%	127939.3%	247.7%
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	39.2%	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	247.7%



Ezentis: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
Net Profit growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	487.4%
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	487.4%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	2.4%	1.5%	6.7%	3.0%	8.3%	9.0%
EBITA (adj)* margin	1.6%	0.5%	5.1%	0.0%	4.2%	6.4%
EBIT (adj)* margin	n.m.	3.4%	4.9%	n.m.	4.2%	6.4%
RATIOS	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
Net Debt/Equity	2.4	4.4	n.m.	-2.3	0.1	0.0
Net Debt/EBITDA	12.7	12.1	2.2	5.3	0.3	0.1
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	0.9	0.3	1.6	0.6	5.6	25.4
Capex/D&A	3.7%	-15.3%	28.0%	11.1%	12.1%	19.0%
Capex/Sales	0.2%	0.3%	0.5%	0.9%	0.5%	0.5%
NWC/Sales	-23.7%	-14.7%	-9.7%	-11.8%	-5.3%	-1.2%
ROE (average)	-140.0%	-105.2%	742.3%	71.8%	20.6%	32.9%
ROCE (adj.)	-96.9%	58.0%	36.5%	-21.8%	12.7%	30.3%
WACC	11.3%	11.8%	13.3%	13.2%	12.0%	11.9%
ROCE (adj.)/WACC	-8.5	4.9	2.7	-1.7	1.1	2.5
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
Average diluted number of shares	156.7	156.7	156.7	156.7	234.2	234.2
EPS (reported)	-0.86	-0.26	-0.12	-0.26	0.02	0.11
EPS (adj.)	-0.79	-0.13	-0.09	-0.05	0.02	0.11
BVPS	0.21	0.03	-0.06	-0.09	0.24	0.42
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
EV/Sales	0.6	0.5	0.4	1.8	0.7	0.3
EV/EBITDA	26.6	31.7	5.7	61.0	8.4	3.3
EV/EBITDA (adj.)*	26.6	31.7	5.7	61.0	8.4	3.3
EV/EBITA	40.1	102.1	7.6	33528.3	16.7	4.7
EV/EBITA (adj.)*	40.1	102.1	7.6	33528.3	16.7	4.7
EV/EBIT	n.m.	13.5	7.8	n.m.	16.7	4.7
EV/EBIT (adj.)*	n.m.	13.5	7.8	n.m.	16.7	4.7
P/E (adj.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	9.5
P/BV	8.2	30.7	n.m.	n.m.	4.3	2.5
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	2.2	6.6	2.6	7.4	2.5	1.7
OpFCF yield	9.0%	-17.2%	-4.3%	-4.4%	6.2%	21.4%
OpFCF/EV	6.9%	-16.7%	-3.4%	-3.9%	5.9%	20.4%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013	12/2014e	12/2015e
Price** (EUR)	1.76	1.00	0.60	1.54	1.03	1.03
Outstanding number of shares for main stock	79.4	84.2	91.5	156.7	156.7	156.7
Total Market Cap	139	84	55	241	161	161
Net Debt	86	33	27	23	7	4
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	-29	-7	-7	-12	-25	-27
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	116	40	34	35	32	31
Other EV components	-45	-31	-12	3	3	3
Enterprise Value (EV adj.)	181	87	70	268	171	168

Source: Company, BEKA Finance 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 provides industrial services for the telecom, utility, gas and water sectors. Its aims to carry out an ambitious expansion plan in Latam

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Banco Popular	BKF	Stora Enso	POH	Rexel	CIC	Olvi	POH
Airbus Group	CIC	Banco Sabadell	BKF	Surteco	EQB	Schneider Electric Sa	CIC	Parmalat	BAK
Aviation Latecoere	CIC	Banco Santander	BKF	Talvivaara Mining Co Plc	POH	Vacon	POH	Pernod-Ricard	CIC
Bae Systems Plc	CIC	Bank Of Cyprus	IBG	Thyssenkrupp	EQB	Vaisala	POH	Raisio	POH
Dassault Aviation	CIC	Bankinter	BKF	Tubacex	BKF	Financial Services	Mem(*)	Remy Cointreau	CIC
Finmeccanica	BAK	Bbva	BKF	Upm-Kymmene	POH	Ackermans & Van Haaren	BDG	Sipef	BDG
Lisi	CIC	Bcp	CBI	Biotechnology	Mem(*)	Azimut	BAK	Ter Beke	BDG
Mtu	EQB	Bes	CBI	4Sc	EQB	Banca Generali	BAK	Vidrala	BKF
Rheinmetall	EQB	Bnp Paribas	CIC	Bioalliance Pharma	CIC	Banca Ifis	BAK	Vilmorin	CIC
Rolls Royce	CIC	Boursorama	CIC	Epigenomics Ag	EQB	Bb Biotech	EQB	Viscofan	BKF
Safran	CIC	Bper	BAK	Metabolic Explorer	CIC	Binckbank	SNS	Vranken Pommery Monopole	CIC
Thales	CIC	Bpi	CBI	Neovacs	CIC	Bois Sauvage	BDG	Food & Drug Retailers	Mem(*)
Zodiac	CIC	Commerzbank	EQB	Transgene	CIC	Bolsas Y Mercados Espanoles S	BKF	Bim	IBG
Airlines	Mem(*)	Credem	BAK	Willex	EQB	Capman	POH	Carrefour	CIC
Air France Klm	CIC	Credit Agricole Sa	CIC	Zeltia	BKF	Cir	BAK	Casino Guichard-Perrachon	CIC
Finnair	POH	Creval	BAK	Chemicals	Mem(*)	Comdirect	EQB	Colruyt	BDG
Lufthansa	EQB	Deutsche Bank	EQB	Air Liquide	CIC	Corp. Financiera Alba	BKF	Delhaize	BDG
Automobiles & Parts	Mem(*)	Efg Eurobank Ergasias	IBG	Akzo Nobel	SNS	Dab Bank	EQB	Dia	BKF
Autoliv	CIC	Garanti Bank	IBG	Basf	EQB	Deutsche Boerse	EQB	Jeronimo Martins	CBI
Bmw	EQB	Halkbank	IBG	Dsm	SNS	Deutsche Forfait	EQB	Kesko	POH
Brembo	BAK	Ing Group	SNS	Evonik	EQB	Financiere De Tubize	BDG	Marr	BAK
Continental	EQB	Intesa Sanpaolo	BAK	Fuchs Petrolub	EQB	Gbl	BDG	Metro	CIC
Daimler Ag	EQB	Kbc Group	BDG	Henkel	EQB	Girmv	BDG	Rallye	CIC
Eirringklinger	EQB	Mediobanca	BAK	Holland Colours	SNS	Grenkeleasing Ag	EQB	Sonae	CBI
Faurecia	CIC	National Bank Of Greece	IBG	K+S Ag	EQB	Hellenic Exchanges	IBG	General Industrials	Mem(*)
Fiat	BAK	Natixis	CIC	Kemira	POH	Kbc Ancora	BDG	2G Energy	EQB
Landi Renzo	BAK	Nordea	POH	Lanxess	EQB	Luxempart	BDG	Aalberts	SNS
Leoni	EQB	Piraeus Bank	IBG	Linde	EQB	Mlp	EQB	Accell Group	SNS
Michelin	CIC	Postbank	EQB	Nanogate Ag	EQB	Patrizia Ag	EQB	Ahlstrom	POH
Nokian Tyres	POH	Societe Generale	CIC	Recticel	BDG	Food & Beverage	Mem(*)	Analytik Jena	EQB
Piaggio	BAK	Ubi Banca	BAK	Solvay	BDG	Agrarius Ag	EQB	Arcadis	SNS
Pirelli & C.	BAK	Unicredit	BAK	Symrise Ag	EQB	Anheuser-Busch Inbev	BDG	Aspo	POH
Plastic Omnium	CIC	Yapi Kredi Bank	IBG	Tessenderlo	BDG	Atria	POH	Bekaert	BDG
Plastivaloire	CIC	Basic Resources	Mem(*)	Tikkurila	POH	Baywa	EQB	Evolis	CIC
Porsche	EQB	Acerinox	BKF	Umicore	BDG	Berentzen	EQB	Frigoglass	IBG
Psa Peugeot Citroen	CIC	Altri	CBI	Wacker Chemie	EQB	Bonduelle	CIC	Huhtamäki	POH
Renault	CIC	Arcelormittal	BKF	Electronic & Electrical Equipme	Mem(*)	Campari	BAK	Kendrion	SNS
Sogefi	BAK	Crown Van Gelder	SNS	Alstom	CIC	Coca Cola Hbc Ag	IBG	Mifa	EQB
Stern Groep	SNS	Ence	BKF	Areva	CIC	Danone	CIC	Nedap	SNS
Valeo	CIC	Europac	BKF	Barco	BDG	Ebro Foods	BKF	Neopost	CIC
Volkswagen	EQB	Inapa	CBI	Euromicron Ag	EQB	Enervit	BAK	Pöyry	POH
Banks	Mem(*)	Metka	IBG	Evs	BDG	Fleury Michon	CIC	Prelios	BAK
Aareal Bank	EQB	Metsä Board	POH	Gemalto	CIC	Greenyard Foods	BDG	Saf-Holland	EQB
Akbank	IBG	Mytilineos	IBG	Ingenico	CIC	Hkscan	POH	Saft	CIC
Aktia	POH	Nyrstar	BDG	Kontron	EQB	Ktg Agrar	EQB	Siegfried Holding Ag	EQB
Alpha Bank	IBG	Outokumpu	POH	Legrand	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Skw Stahl	EQB
Banca Carige	BAK	Portucel	CBI	Mobotix Ag	EQB	Laurent Perrier	CIC	Tkh Group	SNS
Banca Etruria	BAK	Rautaruukki	POH	Neways Electronics	SNS	Ldc	CIC	Wendel	CIC
Banca Mps	BAK	Salzgitter	EQB	Nexans	CIC	Lotus Bakeries	BDG		
Banco Popolare	BAK	Semapa	CBI	Pkc Group	POH	Naturex	CIC		

General Retailers	Mem(*)	Opap	IBG	Ten Cate	SNS	Ferrovial	BKF	Publicis	CIC
D'Ieteren	BDG	Sonae Capital	CBI	Valmet	POH	Fraport	EQB	Rcs Mediagroup	BAK
Fielmann	EQB	Trigano	CIC	Vossloh	EQB	Gek Terna	IBG	Reed Elsevier N.V.	SNS
Folli Follie Group	IBG	Tui	EQB	Wärtsilä	POH	Grontmij	SNS	Sanoma	POH
Fourtis Holdings	IBG	Wdf	BAK	Zardoya Otis	BKF	Grupo San Jose	BKF	Solocal Group	CIC
Inditex	BKF	Household Goods	Mem(*)	Industrial Transportation	Mem(*)	Heijmans	SNS	Spir Communication	CIC
Jumbo	IBG	Bic	CIC	Bollere	CIC	Hochtief	EQB	Syzygy Ag	EQB
Rapala	POH	De Longhi	BAK	Bpost	BDG	Holcim Ltd	CIC	Talentum	POH
Stockmann	POH	Indesit	BAK	Caf	BKF	Imerys	CIC	Telegraaf Media Groep	SNS
Healthcare	Mem(*)	Seb Sa	CIC	Ctt	CBI	Italcementi	BAK	Teleperformance	CIC
Ab-Biotics	BKF	Industrial Engineering	Mem(*)	Deutsche Post	EQB	Joyou Ag	EQB	Tf1	CIC
Almirall	BKF	Accsys Technologies	SNS	Hes Beheer	SNS	Lafarge	CIC	Ti Media	BAK
Amplifon	BAK	Aixtron	EQB	Hhla	EQB	Lemminkäinen	POH	Ubisoft	CIC
Bayer	EQB	Ansaldo Sts	BAK	Logwin	EQB	Maire Tecnimont	BAK	Vivendi	CIC
Biomerieux	CIC	Bauer Ag	EQB	Postnl	SNS	Mota Engil	CBI	Wolters Kluwer	SNS
Biotest	EQB	Biesse	BAK	Tnt Express	SNS	Obrascon Huarte Lain	BKF	Oil & Gas Producers	Mem(*)
Celesio	EQB	Cargotec Corp	POH	Insurance	Mem(*)	Ramirent	POH	Eni	BAK
Diasorin	BAK	Cnh Industrial	BAK	Aegon	SNS	Royal Bam Group	SNS	Galp Energia	CBI
Draegerwerk	EQB	Danieli	BAK	Ageas	BDG	Sacyr	BKF	Gas Plus	BAK
Faes Farma	BKF	Datalogic	BAK	Allianz	EQB	Saint Gobain	CIC	Hellenic Petroleum	IBG
Fresenius	EQB	Delclima	BAK	Axa	CIC	Sallini Impregilo	BAK	Maurel Et Prom	CIC
Fresenius Medical Care	EQB	Deutz Ag	EQB	Delta Lloyd	SNS	Sias	BAK	Motor Oil	IBG
Gerresheimer Ag	EQB	Dmg Mori Seiki Ag	EQB	Generali	BAK	Sonae Industria	CBI	Neste Oil	POH
Grifols Sa	BKF	Duro Felguera	BKF	Hannover Re	EQB	Srv	POH	Petrobras	CBI
Korian	CIC	Emak	BAK	Mapfre Sa	BKF	Thermador Groupe	CIC	Qgep	CBI
Laboratorios Rovi	BKF	Exel Composites	POH	Mediolanum	BAK	Titan Cement	IBG	Repsol	BKF
Medica	CIC	Faiveley	CIC	Munich Re	EQB	Trevi	BAK	Total	CIC
Merck	EQB	Gea Group	EQB	Sampo	POH	Uponor	POH	Tupras	IBG
Novartis	CIC	Gesco	EQB	Talanx Group	EQB	Uzin Utz	EQB	Oil Services	Mem(*)
Oriola-Kd	POH	Haulotte Group	CIC	Unipol	BAK	Vbh Holding	EQB	Bourbon	CIC
Orion	POH	Heidelberger Druck	EQB	Unipolsai	BAK	Vicat	CIC	Cgg	CIC
Orpea	CIC	Ima	BAK	Zurich Financial Services	BAK	Vinci	CIC	Fugro	SNS
Recordati	BAK	Interpump	BAK	Materials, Construction & Infra Mem(*)	Yit		POH	Saipem	BAK
Rhoen-Klinikum	EQB	Kone	POH	Abertis	BKF	Media	Mem(*)	Technip	CIC
Roche	CIC	Konecranes	POH	Acs	BKF	Ad Pepper	EQB	Tecnicas Reunidas	BKF
Sanofi	CIC	Krones Ag	EQB	Adp	CIC	Alma Media	POH	Tenaris	BAK
Sorin	BAK	Kuka	EQB	Astaldi	BAK	Brill	SNS	Vallourec	CIC
Stallergènes	CIC	Man	EQB	Atlantia	BAK	Cofina	CBI	Vopak	SNS
Ucb	BDG	Manitou	CIC	Ballast Nedam	SNS	Editoriale L'Espresso	BAK		
Hotels, Travel & Tourism	Mem(*)	Max Automation Ag	EQB	Bilfinger Se	EQB	GI Events	CIC		
Accor	CIC	Metso	POH	Boskalis Westminster	SNS	Havas	CIC		
Autogrill	BAK	Outotec	POH	Buzzi Unicem	BAK	Impresa	CBI		
Beneteau	CIC	Pfeiffer Vacuum	EQB	Caverion	POH	Ipsos	CIC		
Compagnie Des Alpes	CIC	Ponsse	POH	Cfe	BDG	Jcdecaux	CIC		
Gtech	BAK	Prima Industrie	BAK	Ciments Français	CIC	Kinopolis	BDG		
I Grandi Viaggi	BAK	Prysmian	BAK	Cramo	POH	Lagardere	CIC		
Ibersol	CBI	Reesink	SNS	Deceuninck	BDG	M6-Metropole Television	CIC		
Intralot	IBG	Sabaf	BAK	Eiffage	CIC	Mediaset	BAK		
Melia Hotels International	BKF	Singulus Technologies	EQB	Ellaktor	IBG	Nextradiotv	CIC		
Nh Hoteles	BKF	Smt Scharf Ag	EQB	Fcc	BKF	Nrij Group	CIC		



Personal Goods	Mem(*)	Wdp	BDG	Edenred	CIC	Albioma	CIC
Adidas	EQB	Renewable Energy	Mem(*)	Ei Towers	BAK	E.On	EQB
Adler Modemaerkte	EQB	Daldrup & Soehne	EQB	Fiera Milano	BAK	Edp	CBI
Amer Sports	POH	Deutsche Biogas	EQB	Imtech	SNS	Edp Renováveis	CBI
Basic Net	BAK	Enel Green Power	BAK	Lassila & Tikanoja	POH	Elia	BDG
Beiersdorf	EQB	Gamesa	BKF	Randstad	SNS	Enagas	BKF
Christian Dior	CIC	Phoenix Solar	EQB	Usg People	SNS	Endesa	BKF
Geox	BAK	Sma Solar Technology	EQB	Technology Hardware & Equip Mem(*)		Enel	BAK
Gerry Weber	EQB	Solarworld	EQB	Alcatel-Lucent	CIC	Falck Renewables	BAK
Hermes Intl.	CIC	Solutronic	EQB	Asm International	SNS	Fortum	POH
Hugo Boss	EQB	Software & Computer Services Mem(*)		Asml	SNS	Gas Natural Fenosa	BKF
Interparfums	CIC	Affecto	POH	Besi	SNS	Hera	BAK
Kering	CIC	Akka Technologies	CIC	Ericsson	POH	Iberdrola	BKF
Loewe	EQB	Alten	CIC	Gigaset	EQB	Iren	BAK
Luxottica	BAK	Altran	CIC	Nokia	POH	Public Power Corp	IBG
Lvmh	CIC	Amadeus	BKF	Okmetic	POH	Red Electrica De Espana	BKF
Marimekko	POH	Atos	CIC	Roodmicrotec	SNS	Ren	CBI
Puma	EQB	Basware	POH	Stmicroelectronics	BAK	Rwe	EQB
Richemont	CIC	Bull	CIC	Suess Microtec	EQB	Snam	BAK
Safilo	BAK	Cenit	EQB	Teleste	POH	Terna	BAK
Salvatore Ferragamo	BAK	Comptel	POH	Telecommunications	Mem(*)		
Sarantis	IBG	Digia	POH	Acotel	BAK		
Swatch Group	CIC	Docdata	SNS	Belgacom	BDG		
Tod'S	BAK	Ekinops	CIC	Bouygues	CIC		
Van De Velde	BDG	Engineering	BAK	Deutsche Telekom	EQB		
Zucchi	BAK	Esi Group	CIC	Drillisch	EQB		
Real Estate	Mem(*)	Exact Holding Nv	SNS	Elisa	POH		
Aedifica	BDG	Exprivia	BAK	Eutelsat Communications Sa	CIC		
Ascencio	BDG	F-Secure	POH	Freenet	EQB		
Atenor	BDG	Gameloft	CIC	Gowex	BKF		
Banimmo	BDG	Gft Technologies	EQB	Iliad	CIC		
Befimmo	BDG	Guillemot Corporation	CIC	Jazztel	BKF		
Beni Stabili	BAK	I:Fao Ag	EQB	Kpn Telecom	SNS		
Citycon	POH	Ict Automatisering	SNS	Mobistar	BDG		
Cofinimmo	BDG	Indra Sistemas	BKF	Numericable	CIC		
Corio	BDG	Novabase	CBI	Orange	CIC		
Deutsche Euroshop	EQB	Ordina	SNS	Ote	IBG		
Home Invest Belgium	BDG	Psi	EQB	Ses	CIC		
Igd	BAK	Realdolmen	BDG	Telecom Italia	BAK		
Intervest Offices & Warehouses	BDG	Reply	BAK	Telefonica	BKF		
Leasinvest Real Estate	BDG	Rib Software	EQB	Telenet Group	BDG		
Montea	BDG	Seven Principles Ag	EQB	Teliasonera	POH		
Realia	BKF	Tie Kinetix	SNS	Tiscali	BAK		
Retail Estates	BDG	Tieto	POH	Turkcell	IBG		
Sponda	POH	Tomtom	SNS	United Internet	EQB		
Technopolis	POH	Wincor Nixdorf	EQB	Vodafone	BAK		
Unibail-Rodamco	BDG	Support Services	Mem(*)	Utilities	Mem(*)		
Vastned Retail	BDG	Batenburg	SNS	A2A	BAK		
Vastned Retail Belgium	BDG	Brunel	SNS	Acciona	BKF		
Vib Vermoegen	EQB	Bureau Veritas S.A.	CIC	Acea	BAK		

LEGEND: BAK: Banca Akros; BDG: Bank Degroof; BKF: Beka Finance; 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 7th March 2014



List of ESN Analysts (**)

Ari Agopyan	CIC	+33 1 45 96 85 80	ari.agopyan@cmcics.com	Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Christian Auzanneau	CIC	+33 4 78 92 01 85	christian.auzanneau@cmcics.com	Dario Michi	BAK	+39 02 4344 4237	dario.michi@bancaakros.it
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt	Marietta Miemietz CFA	EOB	+49-69-58997-439	marietta.miemietz@equinet-ag.de
Javier Bernat	BKF	+34 91 436 7816	javierbernat@bekafinance.com	José Mota Freitas, CFA	CBI	+351 22 607 09 31	mota.freitas@caixabi.pt
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr	Henri Parkkinen	POH	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@pohjola.fi
Agnès Blazy	CIC	+33 1 45 96 77 61	agnes.blazy@cmcics.com	Dirk Peeters	BDG	+32 2 287 97 16	dirk.peeters@degroof.be
Jean-Pascal Brivady	CIC	+33 4 78 92 02 25	jeanpascal.brivady@cmcics.com	Adrian Pehl, CFA	EOB	+49 69 58997 438	adrian.pehl@equinet-ag.de
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it	Victor Peiro Pérez	BKF	+34 91 436 7812	vpeiro@bekafinance.com
Arnaud Cadart	CIC	+33 1 45 96 77 41	arnaud.cadart@cmcics.com	Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcics.com
Niclas Catani	POH	+358 10 252 8780	niclas.catani@pohjola.com	Francesco Previtera	BAK	+39 02 4344 4033	francesco.previtera@bancaakros.it
Jean-Marie Caucheteux	BDG	+32 2 287 99 20	jeanmarie.caucheteux@degroof.be	Jari Raisanen	POH	+358 10 252 4504	jari.raisanen@pohjola.fi
Pierre Chedeville	CIC	+33 1 45 96 78 71	pierre.chedeville@cmcics.com	Hannu Rauhala	POH	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@pohjola.fi
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 45 96 77 42	emmanuel.chevalier@cmcics.com	Matias Rautionmaa	POH	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@pohjola.fi
Florent Couvreur	CIC	+33 1 45 96 77 60	florent.couvreur@cmcics.com	Eric Ravary	CIC	+33 1 45 96 79 53	eric.ravary@cmcics.com
Edwin de Jong	SNS	+312 0 5508569	edwin.dejong@snssecurities.nl	Íñigo Recio Pascual	BKF	+34 91 436 7814	irecio@bekafinance.com
Nadeshda Demidova	EOB	+49 69 58997 434	nadeshda.demidova@equinet-ag.de	Philipp Rigters	EOB	+49 69 58997 413	philipp.rigters@equinet-ag.de
Martijn den Drijver	SNS	+312 0 5508636	martijn.dendrijver@snssecurities.nl	André Rodrigues	CBI	+351 21 389 68 39	andre.rodrigues@caixabi.pt
Christian Devismes	CIC	+33 1 45 96 77 63	christian.devismes@cmcics.com	Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 45 96 77 36	jeanluc.romain@cmcics.com
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it	Jochen Rothenbacher, CEFA	EOB	+49 69 58997 415	jochen.rothenbacher@equinet-ag.de
Hans D'Haese	BDG	+32 (0) 2 287 9223	hans.dhaese@degroof.be	Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Ingbert Faust, CEFA	EOB	+49 69 58997 410	ingbert.f Faust@equinet-ag.de	Sonia Ruiz De Garibay	BKF	+34 91 436 7841	sgaribay@bekafinance.com
Rafael Fernández de Heredia	BKF	+34 91 436 78 08	rfernandez@bekafinance.com	Antti Saari	POH	+358 10 252 4359	antti.saari@pohjola.fi
Stefan Freudenreich, CFA	EOB	+49 69 58997 437	stefan.freudenreich@equinet-ag.de	Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it	Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Claudio Giacomello, CFA	BAK	+39 02 4344 4269	claudio.giacomello@bancaakros.it	Lemer Salah	SNS	+312 0 5508516	Lemer.salah@snssecurities.nl
Ana Isabel González García CIIA	BKF	+34 91 436 78 09	anagonzalez@bekafinance.com	Michael Schaefer	EOB	+49 69 58997 419	michael.schaefer@equinet-ag.de
Arsène Guekam	CIC	+33 1 45 96 78 76	arsene.guekam@cmcics.com	Holger Schmidt, CEFA	EOB	+49 69 58 99 74 32	holger.schmidt@equinet-ag.de
Bernard Hanssens	BDG	+32 (0) 2 287 9689	bernard.hanssens@degroof.be	Tim Schuldt, CFA	EOB	+49 69 5899 7433	tim.schuldt@equinet-ag.de
Philipp Häbler, CFA	EOB	+49 69 58997 414	philipp.haessler@equinet-ag.de	Pekka Spolander	POH	+358 10 252 4351	pekka.spolander@pohjola.fi
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt	Gert Steens	SNS	+312 0 5508639	gert.steens@snssecurities.nl
Bart Jooris, CFA	BDG	+32 2 287 92 79	bart.jooris@degroof.be	Kimmo Stenvall	POH	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@pohjola.fi
Jean-Michel Köster	CIC	+33 1 45 96 77 17	jeanmichel.koster@cmcics.com	Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsviriadi@ibg.gr
Jean-Christophe Lefevre-Moulenq	CIC	+33 1 45 96 91 04	jeanchristophe.lefevre-moulenq@cmcics.com	Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it
Sébastien Liagre	CIC	+33 1 45 96 90 34	sebastien.liagre@cmcics.com	Johan van den Hooven	SNS	+312 0 5508518	johan.vandenhooven@snssecurities.nl
Konrad Lieder	EOB	+49 69 5899 7436	konrad.lieder@equinet-ag.de				

(**) 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**.

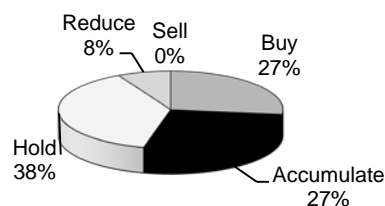
The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy, Accumulate (or Add), Hold, Reduce and Sell (in short: B, A, H, R, S)**.

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

BEKA Finance Ratings Breakdown

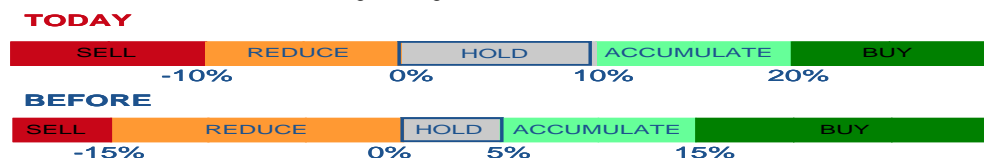


History of ESN Recommendation System

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
08-May-14	Buy	1.41	1.03
29-Oct-13	Buy	2.00	1.65
30-Sep-13	Buy	1.13	0.88
17-Sep-13	Buy	1.14	0.82
01-Aug-13	Buy	0.98	0.58
27-May-13	Buy	1.01	0.55

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

This chart shows BEKA Finance continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Rafael Fernández de Heredia (since 27/03/2014)



Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.bekafinance.com and our offices

The information and opinions contained in this document have been compiled by BEKA Finance 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. BEKA Finance S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, BEKA Finance 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 BEKA Finance S.V., S.A., and the mentioned companies.

As of the date of this report, BEKA Finance S.V., S.A.,

- acts as agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Bioorganic Research Services; Carbures Europa SA; Grupo Elektra; Let's Gowex; Lumar Natural Seafood; NPG Technology S.A., TV Azteca
- has in the last 12 months, participated as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: AB Biotics; Audasa; Bankia; Bioorganic Research Services S.A., Carbures Europa SA; Copasa; Ebioss Energy; Ibercom; Int. Consolidated Airlines Group SA; Mapfre SA; NH Hoteles; NPG Technology S.A., Realia;
- has, during the last year, performed a significant amount of business with ACS; AB Biotics; Bankia; Carbures Europa SA; Let's Gowex.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which BEKA Finance S.V.,S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: Grupo Catalana Occidente; Indra Sistemas; Int. Consolidated Airlines Group SA; Natra.

has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 3/2007 with: FCC; Sacyr Vallehermoso

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.bekafinance.com 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.cmcics.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 HCCM - 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



Equinet Bank AG

Gräfrstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 - 58997 - 410
Fax: +49 69 - 58997 - 299



Bank Degroof

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



Investment Bank of Greece

32 Aigialeias Str & Paradissou,
151 25 Maroussi,
Greece
Tel: +30 210 81 73 383



BEKA Finance

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



Pohjola Bank plc

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



Caixa-Banco de Investimento

Rua Barata Salgueiro, nº 33
1269-057 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 73 00
Fax: +351 21 389 68 98



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



CM - CIC Securities

6, avenue de Provence
75441 Paris
France
Phone: +33 1 4596 7940
Fax: +33 1 4596 7748

