

Grupo Ezentis

Ticker: EZEN SM

Sobreponderar

Precio Actual: 1,03€

Ignacio Méndez Terroso
ignacio.mendez@mirabaud.es
 91 793 78 62

12 de mayo de 2014

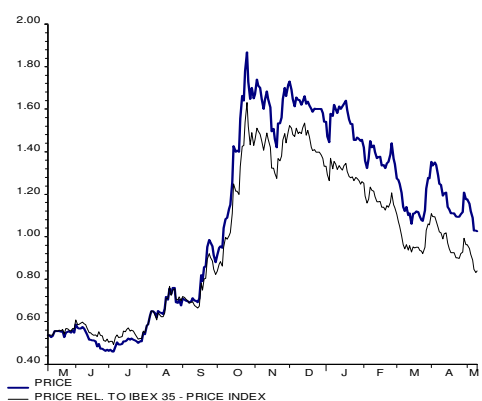
Inicio de cobertura

| | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| EPS | -0,33 | 0,00 | 0,05 | 0,08 |
| % Chg | 49,1% | -98,7% | N/A | 63,2% |
| Ord. EPS | -0,12 | 0,00 | 0,05 | 0,08 |
| % chg | N/A | -96,6% | N/A | 63,2% |
| DPS | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| P/E | N/A | N/A | 19,9x | 12,2x |
| Ord. P/E | N/A | N/A | 19,9x | 12,2x |
| P/CF | N/A | 16,9x | 6,6x | 5,2x |
| P/BV | N/A | 5,3x | 2,8x | 2,4x |
| Yield (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EV/Sales | 1,3x | 0,9x | 0,6x | 0,6x |
| EV/Ebitda | 31,0x | 13,4x | 7,3x | 6,2x |
| EV/Ebit | 72,8x | 20,4x | 11,0x | 8,6x |

| | |
|-------------------------------|----------|
| IBEX | 10.487,2 |
| Market Cap. (€m) | 160,8 |
| Current number of shares (€m) | 156,7 |
| Free Float (%) | 66,0 |

Main shareholders (% stake)

| | |
|-------|----|
| Board | 22 |
|-------|----|



| | 1M | 3M | 12M | YTD |
|-----------------------|------------|------------|------------|-------|
| Abs. Perf. (%) | -14,9 | -28,3 | 91,4 | -33,4 |
| Rel. Perf. (%) | -17,1 | -31,0 | 56,0 | -37,0 |
| | Max | Min | Avg | |
| Prices last 12 months | 1,9 | 0,5 | 1,1 | |

Tras una reestructuración ejemplar, el objetivo es liderar la última milla en Latam

El nuevo equipo gestor reestructura los negocios deficitarios en España y reposiciona la compañía en la gestión de la última milla en Latam.

El equipo gestor de Ezentis ha conseguido lo más difícil, tomar la gestión de una empresa moribunda y reposicionarla en la rentable y creciente operativa de la gestión de las infraestructuras de la última milla en Latam, gracias al know how adquirido en España y las buenas relaciones con las multinacionales españolas.

El reciente plan estratégico profundiza el vuelco hacia Latam de Ezentis, con una combinación de crecimiento orgánico e inorgánico.

Tras el éxito logrado, el *management* podrá centrarse en desarrollar el negocio de la gestión de las infraestructuras de última milla en Latam. Para ello, en abril ha publicado su plan estratégico para el periodo 2014 a 2017 que se basa en una combinación de crecimiento inorgánico y orgánico, centrado en la ganancia de cuota de mercado en el área como consecuencia de las buenas relaciones con las empresas españolas, sin olvidar una sensible mejora de la rentabilidad de la operaciones gracias al apalancamiento operativo.

El plan estratégico implica alcanzar un Ebitda en 2017 de 67 Mill €.

El plan estratégico de Ezentis contempla que en 2017 la compañía habrá alcanzado unas ventas de 656 Mill € con un Ebitda de 67 Mill €, con el 88% de las ventas en Latam, siendo Brasil el primer contribuidor a los ingresos del grupo. En el plan estratégico de Ezentis se contempla una ampliación de capital en efectivo de entre 50 y 80 Mill €.

Tras conseguir lo imposible, el equipo gestor tiene credibilidad para cumplir el plan estratégico.

Tras lo conseguido por la empresa en los últimos dos años, todos debemos dar un voto de confianza al actual equipo gestor para llevar a cabo este plan estratégico, que en el caso de cumplirlo, (y nada hace pensar lo contrario), otorga gran potencial de futuro a la compañía.

Con unas estimaciones algo más conservadoras que las planteadas por Ezentis llegamos a un precio objetivo de 1,10 €/acción.

Nuestras estimaciones están basadas en el plan estratégico de la compañía, aunque ajustadas por tipos de cambio. De manera que esperamos que en 2017 la empresa alcance un Ebitda de 61,6 Mill €. Con nuestras estimaciones llegamos a un precio objetivo pre aplicación de 1,10 €/acción. Hay que reseñar que el potencial a medio plazo de la acción es muy superior al que marca nuestro precio objetivo, ya que las tasas de descuento que estamos utilizando son muy conservadoras. Alcanzar los objetivos marcados en el plan implicaría que esta compañía en el año 2016 debería tener un valor en los entornos de 1,65 €/acción. Recomendamos sobreponderar.

1. EL NUEVO MANAGEMENT REESTRUCTURA UNA EMPRESA ZOMBI Y LA CENTRA EN LA GESTIÓN DE LA ÚLTIMA MILLA EN LATAM

- **El nuevo equipo gestor reestructura una compañía con negocios ruinosos en España,...**

Ezentis tiene un pasado del que es mejor no acordarse.

Quién de los que trabajamos en bolsa no se acuerda de Avanzit, de Radiotronics, de Navento y su famoso localizador de GPS, de Vertice 360 la productora de programas de televisión, de Tallada, de las empresas de tecnología diversa,... Pues sí, este es el triste pasado de Ezentis.

A finales de 2011 entra un nuevo management en la compañía,...

A finales de 2011, la entrada del nuevo equipo gestor de Ezentis, liderado por su presidente Manuel García-Durán y por el CEO Fernando González da un giro radical a la estrategia de Ezentis. La apuesta de la nueva dirección es decidida pues se incorpora asumiendo el control de más del 10% del accionariado de la compañía.

..., y se enfrenta con el desafío de reflotar una compañía zombi,...

La idea de reflotar la compañía no era nueva. En los últimos años, el grupo había pasado por múltiples reestructuraciones, con varias suspensiones de pagos incluidas y con tres cambios de nombre. Es importante señalar que todos los anteriores procesos habían acabado fracasando, lo que da muestra de lo complicada que era la situación a la que se enfrentaba el nuevo equipo directivo.

..., con múltiples actividades, la mayoría ruinosas, y con el foco en España.

A finales de 2011, Ezentis era una amalgama de diferentes negocios la mayoría en España, donde había desde una inmobiliaria, un contrato bucle con Telefónica, la participación en Vertice, Navento y algunas otras actividades tecnológicas,... La gran mayoría de los negocios estaban en pérdidas y además la reestructuración era complicada por los elevados pasivos laborales y la complicada situación financiera de la empresa.

Al cierre de 2013, no hay actividades deficitarias en España.

Describir una a una las operaciones gracias a las cuales el nuevo Management logró reestructurar los negocios en España no es la labor de este informe. Pero hay que reflejar que vía ventas, anulación de acuerdos del anterior *management* y en menor medida cierres y despidos, todas las actividades deficitarias de Ezentis en España han salido ya del grupo.

La reestructuración de los negocios en España ha sido un éxito.

La reestructuración realizada ha sido un éxito sin precedentes, pues deshacerse de determinados negocios en España, con elevados pasivos laborales no era una labor fácil, especialmente teniendo en cuenta la delicada situación financiera de la compañía. Pero, menos de tres años después la reestructuración de las actividades en España se puede dar por finalizada y considerarse un rotundo éxito.

- **..., a la vez que se fija un objetivo de crear una empresa líder en el desarrollo y mantenimiento de redes de última milla en Latam.**

Si difícil era reestructurar, más complicado era crear una empresa con futuro.

Pero si era difícil reestructurar los negocios en pérdidas en España, más difícil era construir prácticamente de la nada un negocio con visibilidad y futuro, algo que brillaba por su ausencia en la anterior etapa de Ezentis.

Los dos grandes activos de Ezentis eran su know how en la gestión de la infraestructura de la última milla y las buenas relaciones con las empresas españolas.

El nuevo equipo era plenamente consciente que Ezentis tenía dos grandes activos sobre los que basar su desarrollo futuro: 1) El know how en la gestión de las infraestructuras de la última milla y 2) Excelentes relaciones con las grandes multinacionales españolas presentes en Latam, que necesitaban de ese know how para el desarrollo de sus infraestructuras en Latam.

Por tanto, el objetivo fue crear una empresa líder en el desarrollo y mantenimiento de redes de última milla en Latam.

Basando en estos dos pilares la nueva dirección tuvo claro desde el principio que quería convertirse en el líder del desarrollo y mantenimiento de redes de infraestructuras de la última milla en Latam.

El objetivo ya es una realidad.

De esta manera, si en el 3T11 Ezentis tenía un 40% de su negocio en Latam, en 2013 el 91% de las ventas están en esta área. Asimismo, el negocio estaba básicamente centrado en Argentina, mientras que en el momento actual el negocio está diversificado geográficamente y también con una cartera de clientes y actividades mucho más amplia.

- **Algo que ya se está reflejando en los números de la compañía.**

El vuelco estratégico ya se ve reflejado en las magnitudes operativas de Ezentis

Esta transformación se ha reflejado en las variables operativas de Ezentis. De esta manera, en los últimos tres años las ventas en Latam han crecido a tasas anuales del 33%, mientras que los negocios en España se han reducido en casi un 80%. Todo ello con el Ebitda del

grupo multiplicando por 4x y la deuda reduciéndose en un 30% a pesar del proceso de reestructuración realizado.

Principales magnitudes de Ezentis 3 últimos años

| | 2011 | 2012 | 2013 | CAGR 11/13 |
|-------------|------|------|------|---------------|
| Sales Latam | 108 | 133 | 186 | 31% |
| Sales Spain | 83 | 25 | 17 | -55% |
| Total Sales | 191 | 158 | 203 | 3% |
| Ebitda | 2,8 | 8,2 | 11,1 | 99% |
| % margin | 1,5% | 5,2% | 5,5% | |
| Bank debt | 33 | 27 | 23 | -17% |

Fuente: Ezentis

(1) Datos 2013 proforma e incluyen las compras Sul y Seicom en Brasil

Los resultados del 1T14 también reflejan esta mejora

Los resultados del 1T14 también reflejan esta mejora operativa que se está produciendo en Ezentis. En el 1T14, las ventas se incrementaron cerca de un 30% y el Ebitda creció un 46%. Mientras que las pérdidas se redujeron en un 64%.

Resultados 1T14 (MII €)

| | 1T13 | 1T14 | % chg |
|------------|-------|-------|--------|
| Sales | 39,30 | 50,90 | 29,5% |
| Ebitda | 1,84 | 2,68 | 45,9% |
| % margin | 4,7% | 5,3% | |
| Ebit | 0,86 | 1,20 | 39,0% |
| % margin | 2,2% | 2,3% | |
| Net profit | -3,35 | -1,20 | -64,3% |

Fuente: Ezentis

2. EL NUEVO PLAN ESTRATEGICO BUSCA LA CONSOLIDACIÓN DEL LIDERAZGO DE LA ÚLTIMA MILLA EN LATAM

- **El nuevo plan estratégico que profundiza el cambio estructural de Ezentis**

El nuevo plan estratégico se centra en consolidar la apuesta por la última milla en Latam,...

Una vez finalizada la reestructuración de los negocios en España, el equipo directivo de la compañía podrá dedicarse íntegramente a desarrollar todo el potencial de negocio en Latam. El nuevo plan estratégico para el periodo 2014 a 2017, que el *management* publicó a principios de abril, va justo en esa línea de consolidar y reforzar la apuesta por la gestión de la última milla en Latam.

... basándose en las necesidades de inversión y la fuerte presencia de empresas españolas en el área.

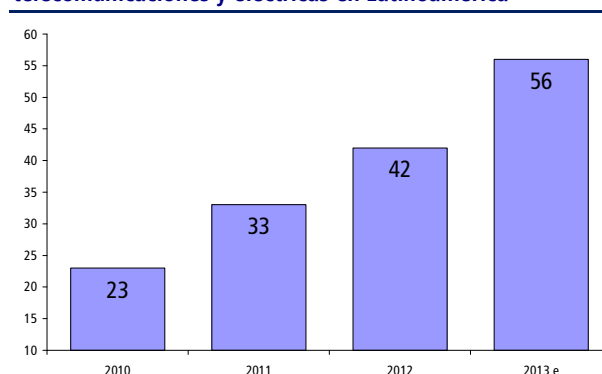
El plan estratégico se basa en las mismas premisas que llevaron al management de la compañía a posicionar a Ezentis en el desarrollo de infraestructuras de la última milla en Latam: 1) Las necesidades de inversión en redes de telecomunicaciones y eléctricas en Latam son enormes 2) Las multinacionales españolas son algunos de los

mayores demandantes de infraestructuras en el área y 3) Los operadores de infraestructuras de la última milla en Latam están muy fragmentados lo que permite una consolidación del sector.

Las necesidades de inversión en infraestructuras en Latam son inmensas.

Latinoamérica es el área donde mayores son las necesidades de inversión en infraestructuras de telecomunicaciones y eléctricas, especialmente en el desarrollo de la última milla. Se estima que las inversiones de este tipo en el área en 2013 alcanzaron los 56 Bll €, mostrando un crecimiento anual del 35% en los últimos 3 años.

Inversiones en infraestructuras de redes de telecomunicaciones y eléctricas en Latinoamérica



Fuente: OANDA

Visibilidad que se incrementa al ir de la mano de las grandes multinacionales españolas en el área.

A la visibilidad que acarrea las fuertes inversiones en infraestructuras de redes que van a ser necesarias en el área se une la excelente relación de Ezentis con las grandes multinacionales del área, donde existe una elevada presencia de empresas españolas, Telefónica, Endesa o Gas Natural son claros ejemplos de empresas españolas con intereses en el área que son clientes de Ezentis. No hay que olvidar que en muchos casos Ezentis entra en un país porque una multinacional española se lo pide explícitamente al no encontrar proveedores locales que satisfagan sus necesidades.

El negocio de la última milla está muy fragmentado en Latam.

Los gestores de infraestructuras de la última milla en Latinoamérica suelen ser compañías pequeñas y locales, sin que haya grandes operadores regionales. Esta fragmentación en los gestores de infraestructuras abre un amplio abanico de posibilidades, pues permite el crecimiento no orgánico y apalancar las compras con negocio procedente de los grandes clientes de Ezentis en Latam.

- **Vía crecimiento no orgánico se buscará tener una presencia en toda el área.**

El crecimiento inorgánico busca reforzar la posición en Latam,...

En el nuevo plan estratégico la compañía busca consolidar su presencia en el área y para ello uno de los pilares será el crecimiento no orgánico. Las prioridades serán ampliar y consolidar la presencia en Latinoamérica y adquirir alguna empresa tecnológica que permita dar un salto diferencial en el valor añadido de la última milla.

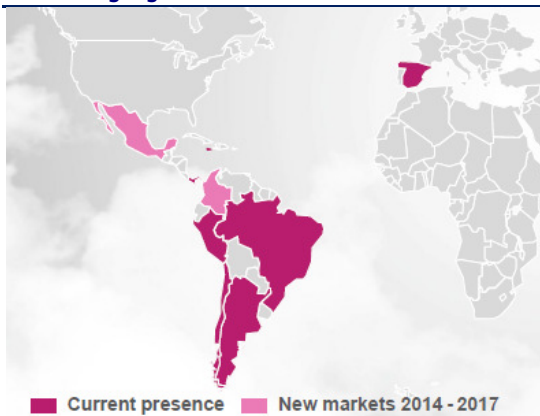
..., consolidando la presencia en países donde ya están presentes, ...

Una de las prioridades de crecimiento inorgánico es la de reforzar sus actividades en determinados países donde la presencia de Ezentis es todavía reducida. La prioridad sería Brasil, donde ya en 2013 Ezentis adquirió dos empresas. Pero, es cierto que la presencia de Ezentis en Brasil es muy inferior al peso que el país tiene en el PIB del área y tampoco está en consonancia con el peso que tiene en las grandes empresas españolas en Latinoamérica.

..., e implantándose en México y Colombia.

La otra prioridad del plan estratégico es expandir sus actividades a países importantes del área donde actualmente no está presente, como México y Colombia. La presencia de las multinacionales españolas de telefonía y electricidad en ambas países es importante y la entrada de Ezentis tendría todo el sentido estratégico, pues podría apalancar el negocio local con el negocio que puedan aportar las empresas españolas en esos países.

Presencia geográfica de Ezentis



Fuente: Ezentis

La otra prioridad es adquirir un par de empresas tecnológicas que permitan dar un salto adicional en la calidad de servicio.

El último objetivo del crecimiento no orgánico de Ezentis, sería la adquisición de un par de empresas tecnológicas especializada la gestión online de redes, que permita dar un salto en la gestión de las redes de última milla. En este caso los candidatos serían empresas españolas, pero las tecnologías adquiridas serían aplicadas en todos los países donde Ezentis está presente y permitiría dar un salto

adicional en la calidad del servicio frente a otros competidores.

Ezentis quiere un management local alineado con el del grupo,...

Adicionalmente a su encaje geográfico, Ezentis está buscando empresas con contratos en vigor con clientes clave en cada país y con un *management* local que esté alineado con el del grupo.

..., implantará un pago de las adquisiciones en consonancia.

En las futuras compras Ezentis quiere adquirir un porcentaje de control y que los antiguos accionistas mantengan una participación significativa en la compañía adquirida. Adicionalmente, Ezentis plantea pagar en metálico en el momento de la adquisición la mitad de la participación comprada y la otra mitad a pagar en títulos de Ezentis en un par de años una vez cumplidos determinados hitos de rentabilidad.

Excepto las adquisiciones en España donde se adquirirá el 100% del capital.

Al igual que ha ocurrido en la compra de Network Test, donde Ezentis ha adquirido el 100% de la empresa, creemos que en el resto de compañías que se vayan a adquirir en España se compre el 100% del capital tanto por motivos fiscales como por criterios estratégicos.

La compañía espera realizar las adquisiciones a un múltiplo entre 5 y 6x.

Desde un punto de vista económico, Ezentis busca compañías con márgenes Ebitda por encima del 7,5% con niveles de endeudamiento asumible (2x Deuda Ebitda) y espera cerrar las operaciones a múltiplos de entre 5 a 6x EV/Ebitda.

- **Las compras en Brasil de 2013 muestran el camino**

Las adquisiciones realizadas en Brasil marcan la pauta de las compras futuras, tanto desde el punto de vista geográfico,...

En agosto de 2013, Ezentis adquirió dos compañías en Brasil (Sul y Seicom) de forma que adquiría presencia en la primera economía del área y principal destino inversor de las empresas españolas en la región.

..., desde el punto de vista sectorial,...

Obviamente las dos empresas adquiridas están especializadas en gestión de redes de la última milla, pero cada una ella lo está en sectores distintos (Sul en electricidad y Seicom en telecomunicaciones).

..., de clientes,...

Las dos compañías tienen una importante base de clientes domésticos, pero también hay multinacionales españolas. Entre los principales clientes se encuentran Telefónica, Iberdrola, Claro y Grupo Cemig. Destacar una de estas empresas ha sido la gran impulsora de la operación.

..., así como por las condiciones de su financiación,...

Las dos empresas donde Ezentis ha adquirido la mayoría se han valorado a un EV total de 23,7 Mll €, donde se ha adquirido un porcentaje del accionariado del 57%. En línea con las expectativas del plan estratégico el desembolso en metálico para adquirir las compañías se situó en 5,2 Mll €, se ha asumido deuda por 7,8 Mll €, en función de resultados se retrasa el pago de unos 3,8 Mll € y los antiguos accionistas mantienen participaciones minoritarias por importe de 6,8 Mll €.

..., y los requisitos económicos.

El múltiplo EV/Ebitda al que se adquirieron las compañías fue del 5,8x en la parte alta del rango de los ratios a pagar en el plan estratégico. En estas adquisiciones también se cumplieron el resto de requerimientos marcados en el plan pues las empresas tienen margen Ebitda del 8% y una Deuda Neta sobre Ebitda del 1,9x.

- **El plan estratégico no se olvida del crecimiento orgánico**

Las necesidades de inversión y las excelentes relaciones aseguran el crecimiento orgánico.

El plan estratégico no sólo se basa en el crecimiento vía adquisiciones sino también tiene muy presente el crecimiento orgánico. Como hemos visto anteriormente las necesidades de inversión en la última milla por parte de los operadores de telefonía y electricidad serán ingentes. A todo ello habría que unirle las ganancias de cuota de mercado que es más que previsible Ezentis consiga dadas las buenas relaciones de la compañía con los grandes inversores en el área. De esta manera el crecimiento anual medio de doble dígito que Ezentis plantea en su plan estratégico es perfectamente asumible.

- **El otro gran pilar del plan es la mejora de márgenes.**

Los márgenes actuales de la compañía están impactados por los negocios deficitarios en España.

Otro de los pilares básicos del plan estratégico se basa en la mejora de márgenes. La rentabilidad de la operativa de Ezentis los últimos años ha estado muy impactada por los débiles resultados de la compañía en España y los márgenes de Latam son superiores a los registrados en el grupo.

De esta manera, tres factores deberían impulsar los márgenes de la compañía

- 1) En 2014, el cambio de mix geográfico y el abandono de los negocios deficitarios en España deberían impulsar una sensible mejora de márgenes.
- 2) Como hemos señalado, el plan estratégico estipula que las compañías adquiridas tendrán que tener un margen Ebitda del 7,5%, muy superior al 5,4% actual de la compañía.

- 3) Por otro lado, los programas de eficiencia, las sinergias y sobre todo el apalancamiento operativo debería permitir una mejora adicional de márgenes.

Márgenes Ebitda por encima del 10% parecen accesibles.

Estos tres factores deberían implicar que el margen a final del periodo del plan estratégico debería situarse por encima del 10%. Más en línea con los operadores de última milla que actualmente operan en Latam, que con los márgenes actuales de Ezentis. En su plan estratégico la compañía prevé una mejora de 470 pb de los cuales 250pb vendrían de la adquisiciones y 220pb de la mejoras de eficiencia y apalancamiento operativo.

- **El plan estratégico de Ezentis implica alcanzar un Ebitda de 67 Mll € en 2017.**

En el plan estratégico las ventas de 2017 serían de 656 Mll €.

Las principales variables económicas del plan estratégico presentado por Ezentis serían que en 2017 las ventas alcanzarían los 656 Mll €, de los que 575 Mll € estarían en Latinoamérica. La compañía espera obtener un margen Ebitda del 10,2% que implica un Ebitda en 2017 de 67 Mll €.

Principales variables operativas del plan estratégico de Ezentis

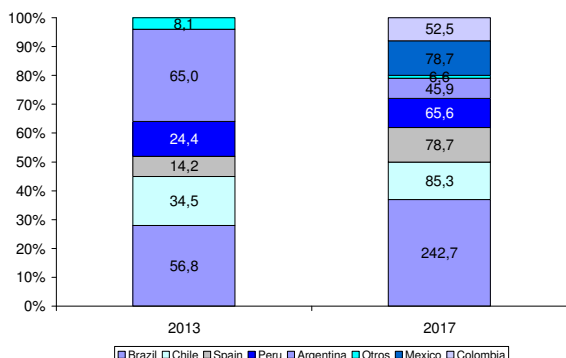
| | 2013 | 2017 | CAGR 13/17 |
|-------------|------|-------|------------|
| Sales Latam | 186 | 575 | 33% |
| Sales Spain | 17 | 81 | 48% |
| Total Sales | 203 | 656 | 34% |
| Ebitda | 11 | 67 | 57% |
| % margin | 5,5% | 10,2% | |

Fuente: Ezentis

El plan estratégico de Ezentis plantea en 2017 un cambio drástico en el mix de ventas por países.

El plan estratégico de Ezentis incorpora un crecimiento no orgánico de ventas de 328 Mll € que como hemos visto se focalizará en Brasil, México, Colombia y España. Este componente no orgánico provocará un brusco cambio en el mix de ventas por países con Brasil contribuyendo en un 37% y con México, Perú, España y México por encima del 10%.

Mix de ventas por países de acuerdo con el plan estratégico de Ezentis



Fuente: Ezentis
(1) Datos 2013 proforma e incluyen las compras Sul y Seicom en Brasil

- **Nuestras estimaciones son un poco más conservadoras que las del plan estratégico.**

Nuestras estimaciones se basan en el plan estratégico presentado por Ezentis.

Dado que el plan estratégico de Ezentis está basado en hipótesis muy razonables y con gran sentido estratégico, nuestras estimaciones para los próximos años en su gran mayoría se basan en hipótesis muy similares a las incluidas en el plan.

Sin embargo, nuestras estimaciones consideran fluctuaciones de todas las divisas, en contra de lo que hace el plan estratégico.

La diferencia más relevante que tenemos frente al plan estratégico de Ezentis son los tipos de cambio. En el plan estratégico, la compañía utiliza tipos de cambios constantes para todas las monedas, excepto para el peso argentino que lo deprecia agresivamente utilizando la expectativas de la curva de tipos en Argentina. Para nuestras estimaciones de tipos de cambio de los próximos años utilizamos la media aritmética entre las expectativas de consenso y lo que están descontado las curvas de tipos.

A continuación detallamos nuestras estimaciones de ventas por países.

- **Brasil se convertirá en el país más relevante del grupo.**

Brasil una prioridad en Ezentis, que concentra gran parte del crecimiento inorgánico,...

Como hemos visto anteriormente, a mitad de 2013 Ezentis adquirió dos compañías en Brasil con una facturación conjunta de unos 54 Mll € que no se consolidaron en las cuentas de 2013. A pesar de estas compras, este país sigue siendo una de las prioridades del crecimiento no orgánico del plan estratégico, tanto por la importancia económica de Brasil en Latam, como por la presencia de compañías españolas. Por lo que esperamos que Ezentis adquiera compañías en este país con unas

ventas acumuladas en 2015 de unos 120 Mll € adicionales.

El crecimiento orgánico está más vinculado a lograr los contratos con empresas españolas que a la marcha económica de Brasil.

Estamos asumiendo un crecimiento orgánico en el país en el entorno del 9%, que creemos que es fácilmente accesible gracias a los contratos que esperamos que Ezentis logre con las empresas españolas allí presentes. Es importante señalar la visibilidad del crecimiento orgánico en Brasil es muy alto, independientemente de la desaceleración económica que se está viendo en los últimos años

Pues esperamos que Telefónica apoye la introducción de Ezentis en Brasil.

Simplemente a modo de ejemplo, habría que recordar los problemas que tuvo Telefónica con el regulador brasileño por la falta de inversión en redes, que puso incluso en riesgo la licencia en el país. Obviamente, tener en Brasil a Ezentis da confianza a Telefónica y creemos que estará encantada de darle un mayor protagonismo en el país.

En 2017, nuestras estimaciones están por debajo de las del plan estratégico por el efecto tipo de cambio.

En 2014, estimamos un fuerte impacto negativo en divisa que podría superar el doble dígito, devaluaciones que deberían moderarse en los años siguientes. El impacto divisa nos hace estimar que las ventas en Brasil a final de 2017 se situarán en los 205 Mll € algo por debajo de los 243 Mll € que están implícitos en el plan estratégico de Ezentis.

Estimaciones ventas Brasil (Mll €)

| Brasil | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Ventas año anterior | 3 | 115 | 184 | 194 |
| Adquisiciones Sul y Seicom | 54 | | | |
| Otras adquisiciones | 60 | 60 | | |
| Crecimiento organico | 11 | 16 | 17 | 17 |
| Tipo de cambio | -12 | -7 | -6 | -7 |
| Ventas | 115 | 184 | 194 | 205 |
| % var | N/A | 60% | 5% | 5% |
| % var organico | 9% | 9% | 9% | 9% |
| % var tipo de cambio | -11% | -4% | -4% | -4% |

Fuente: Mirabaud Securities

Es importante señalar que en 2015 Brasil ya se convierte en la principal fuente de ingresos de grupo.

De acuerdo con nuestras estimaciones en 2017 Brasil supondrá el 35% de las ventas totales de Ezentis, ligeramente por debajo del 37% que estima el plan estratégico.

- **Asumimos hipótesis conservadoras en Argentina.**

En el momento actual, la presencia de Ezentis en Argentina es muy relevante.

En Argentina la presencia de Ezentis es especialmente relevante por razones históricas y su vinculación con Telefónica. En el actual contexto macro, obviamente la dirección no va a incrementar su presencia en el país y no se contempla ninguna adquisición en Argentina.

Nuestras estimaciones asumen una fuerte depreciación del peso argentino,...

Nuestras estimaciones incluyen una depreciación de 37% este año y superiores al 20% los próximos tres años. De esta manera, estimamos que al cierre de 2014 el peso argentino estará a niveles actuales del dólar blue (10 ARG/\$), lo que implica una depreciación adicional de más del 20% desde los niveles oficiales de hoy.

... de manera que en 2017, el peso de Argentina en Ezentis se reducirá al 7%.

Para los próximos tres años, estimamos un crecimiento orgánico en los entornos del 15% anual, que podríamos considerar conservador teniendo en cuenta que la inflación actual en Argentina está en el entorno del 25%. Con estas hipótesis el peso de Argentina en las cuentas de Ezentis en 2017 se reducirá a un escaso 7%.

Estimaciones ventas Argentina (MII €)

| Argentina | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ventas año anterior | 65 | 51 | 45 | 43 |
| Crecimiento organico | 10 | 8 | 7 | 6 |
| Tipo de cambio | -24 | -13 | -9 | -10 |
| Ventas | 51 | 45 | 43 | 40 |
| % var | -22% | -11% | -5% | -8% |
| % var organico | 15% | 15% | 15% | 15% |
| % var tipo de cambio | -37% | -26% | -20% | -23% |

Fuente: Mirabaud Securities

- **En España, la actividad se centrará en la tecnología de la gestión de redes.**

La actividad en España se centra en tecnología para gestionar la red.

Tras la reestructuración de las actividades en España, la presencia de Ezentis en nuestro país se centra en la geolocalización y cartografía de redes, algo que es imprescindible en la gestión actual de las infraestructuras de última milla. Es importante reseñar que estas actividades tecnológicas dan soporte a todos los países donde Ezentis está presente.

Posición que se ha reforzado con la compra de Network Test en mayo.

A principios de mayo, Ezentis ha anunciado la compra del 100% Network Test, una empresa tecnológica con actividad en España y Colombia. La compañía esta especializada en la gestión operativa de la red de infraestructuras con un software propio. En 2013, la empresa facturó 14,7 MII €, de los cuales 11 MII € fueron en España, y alcanzó un Ebitda de 1,8 MII €. El precio de adquisición ha sido de 7,1 MII €, que podría alcanzar los

10,8 MII € en el caso de cumplir determinados requisitos. Como el resto de adquisiciones la compra se ha realizado en metálico y acciones de Ezentis.

Creemos que veremos otra compra en España.

Como hemos señalado anteriormente, el plan estratégico recoge el crecimiento inorgánico en España de empresas dedicadas gestión online de redes que ayudará a mejorar y diferenciar el servicio que Ezentis da a sus clientes en todo el mundo. Adicionalmente a la compra ya anunciada, esperamos que Ezentis adquiera otra compañía en España. En su conjunto esperamos que en 2017 la facturación en España supere los 80 MII €.

Estimaciones ventas España (MII €)

| España | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ventas año anterior | 12 | 43 | 75 | 79 |
| Adquisiciones | 30 | 30 | 0 | 0 |
| Crecimiento organico | -12 | 2 | 4 | 4 |
| Ventas | 30 | 75 | 79 | 82 |
| % var | 154% | 149% | 5% | 5% |
| % var organico | 2% | 3% | 5% | 5% |

Fuente: Mirabaud Securities

Adicionalmente al sentido estratégico, estas adquisiciones permitirán utilizar los créditos fiscales.

Adicionalmente a su sentido estratégico, las compras de compañías en España tienen mucho sentido económico y fiscal. Ezentis tiene 429,4 MII € de bases imponibles negativas (128,7 MII € de créditos fiscales) con vencimiento hasta 2030 y que están sin registrar en su balance, créditos fiscales que podrán ser aplicados en los beneficios futuros de las compañías adquiridas.

- **En Chile y Perú esperamos una combinación del crecimiento orgánico e inorgánico.**

Esperamos que Ezentis refuerce su presencia en ambos países.

La presencia de Ezentis en Chile y Perú es relevante y son países claves en la estrategia de la compañía en Latam. En ambos países esperamos que la compañía implante una política de fuerte crecimiento orgánico, y no descartamos que se adquieran algunas compañías pequeñas de forma táctica para poder entrar en sectores o clientes donde actualmente no tienen presencia.

Estimaciones ventas Chile (MII €)

| Chile | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ventas año anterior | 35 | 43 | 57 | 62 |
| Adquisiciones | 10 | 10 | 0 | 0 |
| Crecimiento organico | 4 | 4 | 5 | 5 |
| Tipo de cambio | -6 | 0 | 1 | 0 |
| Ventas | 43 | 57 | 62 | 67 |
| % var | 22% | 32% | 9% | 8% |
| % var organico | 8% | 8% | 8% | 8% |
| % var tipo de cambio | -13% | -1% | 1% | 0% |

Fuente: Mirabaud Securities

Estimaciones ventas Perú (MII €)

| Perú | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ventas año anterior | 24 | 36 | 51 | 57 |
| Adquisiciones | 10 | 10 | 0 | 0 |
| Crecimiento organico | 4 | 5 | 6 | 7 |
| Tipo de cambio | -2 | 0 | -1 | 0 |
| Ventas | 36 | 51 | 57 | 63 |
| % var | 49% | 43% | 11% | 11% |
| % var organico | 12% | 12% | 12% | 12% |
| % var tipo de cambio | -7% | 0% | -1% | -1% |

Fuente: Mirabaud Securities

- **México y Colombia la entrada en dos nuevos países vía adquisiciones.**

El crecimiento en ambos países será vía adquisiciones.

Adicionalmente a Brasil, el crecimiento no orgánico del plan estratégico se centra en Colombia y México, tanto por su importancia económica en Latinoamérica como por la fuerte presencia de las empresas españolas, tanto de electricidad como de telefonía, en ambos países.

Esperamos la entrada en Colombia en 2014 y en 2015 la entrada en México.

Creemos que en 2014 se producirá la entrada de Ezentis en Colombia. De hecho tras la compra de Network Test, Ezentis tiene una presencia testimonial en Colombia con unas ventas de unos 4 MII €. En el caso de México, estimamos que habrá que esperar hasta 2015 para ver una operación corporativa en este país.

Estimamos unas ventas para las compañías adquiridas de 50 MII € en Colombia y de 50 MII € en México.

Esperamos que las empresas que se adquieran en México alcancen unas ventas de unos 60 MII € y las que se compren en Colombia facturen unos 50 MII €.

Estimaciones ventas México (MII €)

| México | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| Ventas año anterior | 0 | 0 | 33 | 69 |
| Adquisiciones | 0 | 30 | 30 | 0 |
| Crecimiento organico | 0 | 3 | 6 | 6 |
| Tipo de cambio | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Ventas | 0 | 33 | 69 | 75 |
| % var | N/A | N/A | 106% | 10% |
| % var organico | N/A | 9% | 9% | 9% |
| % var tipo de cambio | N/A | 2% | -1% | 1% |

Fuente: Mirabaud Securities

Estimaciones ventas Colombia (MII €)

| Colombia | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ventas año anterior | 0 | 25 | 54 | 58 |
| Adquisiciones | 25 | 25 | 0 | 0 |
| Crecimiento organico | 2 | 5 | 5 | 5 |
| Tipo de cambio | -2 | 0 | -1 | -1 |
| Ventas | 25 | 54 | 58 | 63 |
| % var | N/A | 115% | 7% | 8% |
| % var organico | 9% | 9% | 9% | 9% |
| % var tipo de cambio | -8% | -1% | -2% | -1% |

Fuente: Mirabaud Securities

- **Nuestras estimaciones de ventas se quedan ligeramente por debajo de las del plan.**

Nuestras estimaciones de ventas se sitúan ligeramente por debajo de las del plan estratégico.

El impacto de tipo de cambio hace que nuestras estimaciones estén algo por debajo de las que Ezentis considera en su plan estratégico. Nuestras ventas en 2017 se sitúan en los 604 MII € lo que están un 8% por debajo de las estimaciones de la propia compañía. En nuestras estimaciones estamos considerando una contribución del crecimiento no orgánico de 384 MII €, de los cuales 54 MII € provienen de las compras ya realizadas en 2013. El crecimiento orgánico incorporaría unos 163 MII € y calculamos un efecto negativo de tipo de cambio de 101 MII €.

Estimaciones de ventas Grupo Ezentis (MII €)

| Total | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|
| Ventas año anterior | 145 | 320 | 508 | 570 |
| Adquisiciones | 189 | 165 | 30 | 0 |
| Crecimiento organico | 19 | 43 | 49 | 52 |
| Tipo de cambio | -46 | -20 | -17 | -18 |
| Ventas | 307 | 508 | 570 | 604 |
| % var | 63% | 65% | 12% | 6% |

Fuente: Mirabaud Securities

Estimaciones de ventas por países Grupo Ezentis (MII €)

| Total | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Brasil | 3 | 115 | 184 | 194 | 205 |
| Argentina | 65 | 51 | 45 | 43 | 40 |
| España | 12 | 30 | 75 | 79 | 82 |
| Chile | 35 | 43 | 57 | 62 | 67 |
| Perú | 24 | 36 | 51 | 57 | 63 |
| México | 0 | 0 | 33 | 69 | 75 |
| Colombia | 0 | 25 | 54 | 58 | 63 |
| Otros | 7 | 7 | 8 | 9 | 9 |
| Total | 146 | 308 | 508 | 570 | 604 |
| % var | | 111% | 65% | 12% | 6% |

Fuente: Mirabaud Securities

- **Esperamos que los márgenes Ebitda superen el 10%**

Los márgenes deberían superar el 10% en 2017.

Teniendo en cuenta el tamaño que va a tener la compañía en el 2017, no vemos ningún impedimento para sus márgenes no estén en los entornos del 10%, en línea con los del sector. El salto principal y más acusado debería darse entre 2014 y 2015 que es cuando la compañía integrará las compañías adquiridas y dejan de restar los negocios deficitarios en España. Posteriormente la mejora vía apalancamiento operativo y eficiencias seguirá impulsando los márgenes pero de forma menos acusada.

A nivel neto la mejora de margen se ve compensada con el fuerte crecimiento de amortizaciones y minoritarios.

Hay que tener en cuenta que una gran parte de la mejora a nivel Ebitda no se traslada a la línea de beneficio neto, básicamente por el fuerte repunte de las amortizaciones y también de los minoritarios, que como hemos visto se mantendrán en la mayoría de las filiales.

Los resultados extraordinarios han quedado atrás.

Reseñar que las pérdidas del ejercicio 2013 provinieron de efectos extraordinarios entre los que destacan llevar a cero la participación en Vertice 360 y las pérdidas provocadas por la reestructuración de las actividades en España que hemos señalado anteriormente. Una vez limpiado el balance no deberíamos ver más impactos no recurrentes en la cuentas de resultados de Ezentis.

Cuenta de resultados abreviada (2013 a 2017)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Sales | 146 | 308 | 508 | 570 | 604 |
| % chg | | 111% | 65% | 12% | 6% |
| Ebitda | 6,1 | 21,4 | 44,2 | 55,3 | 61,6 |
| % chg | | 250% | 106% | 25% | 11% |
| % margin | 4,2% | 7,0% | 8,7% | 9,7% | 10,2% |
| Amortization | -3,5 | -7,3 | -14,6 | -15,3 | -14,4 |
| Ebit | 2,6 | 14,1 | 29,6 | 40,0 | 47,2 |
| % chg | | 441% | 110% | 35% | 18% |
| % margin | 1,8% | 4,6% | 5,8% | 7,0% | 7,8% |
| Financial costs | -9,0 | -8,0 | -5,3 | -2,2 | 1,6 |
| Extraordinaries | -25,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| PBT | -31,9 | 6,1 | 24,3 | 37,7 | 48,8 |
| Taxes | -2,1 | -2,3 | -2,5 | -3,0 | -3,6 |
| Discontinued operations | -6,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Minorities | -0,5 | -4,7 | -9,8 | -13,2 | -15,6 |
| Net profit | -40,9 | -0,8 | 12,0 | 21,5 | 29,6 |
| % chg | | -98% | N/A | 79% | 37% |

Fuente: Mirabaud Securities

¿Qué podría salir mal?

Cuando estamos hablando de unas estimaciones que contemplan multiplicar por 10 el Ebitda de 2013, obviamente existen riesgos de ejecución. Los mayores riesgos que vemos serían: 1) La necesidad de captar fondos en mercado 2) La fructificación de las operaciones de M&A en marcha 3) La elevada dependencia de crecimiento de las multinacionales españolas, especialmente de Telefónica. 4) La evolución de la macroeconomía latinoamericana y su impacto en las divisas del área.

- **Estimamos que adquisiciones previstas en el plan estratégico implicarán una inversión cercana a los 160 MII €**

Calculamos que la inversión para el crecimiento no orgánico será cercana 160 MII €.

Nuestras estimaciones contemplan una aportación de ventas no orgánicas por importe de 327 MII €. Aplicándole un margen Ebitda en el entorno del 8% y un múltiplo EV/Ebitda de 6,1x implicaría que la inversión necesaria se elevaría a los 158 MII €. Nuestras estimaciones consideran que unos 130 MII € se realizarían en 2014 y los 29 MII € restantes se harían en 2015.

Las adquisiciones se financiarán entre metálico, acciones de Ezentis diferidas en un año y minoritarios.

En nuestro modelo hemos supuesto que la compañía paga un tercio en metálico en el momento de la adquisición, un sexto a pagar dos años después de la compra tras cumplir los objetivos de rentabilidad marcados. Otro sexto se realizará vía ampliación de capital

no dineraria un año después de realizarse la compra y el último tercio se mantendría en manos de los vendedores.

Hipótesis de inversión para cumplimentar el crecimiento no orgánico de Ezentis (MII €)

| | 2014 | 2015 | TOTAL |
|-----------------------------------|------------|-----------|------------|
| Inorganic growth sales target | 268 | 60 | 327 |
| % Ebitda margin | 8% | 8% | |
| EV/Ebitda | 6,1 | 6,1 | |
| Investment | 130 | 29 | 158 |
| Cash in the moment of acquisition | 43 | 10 | 53 |
| Cash two years later | 22 | 5 | 26 |
| Delayed shares one year later | 22 | 5 | 26 |
| Minorities | 43 | 10 | 53 |

Fuente: Mirabaud Securities

El plan estratégico contempla una ampliación de capital de entre 50 y 80 MII € en metálico.

Para financiar el crecimiento el plan estratégico contempla realizar una ampliación de capital entre 50 MII € y 80 MII €.

En nuestras estimaciones estamos contemplando cuatro ampliaciones de capital.

Nuestras estimaciones contemplan una ampliación de capital dineraria de 50 MII € en 2014 y otra de unos 15 MII € en 2015. Asimismo, en 2015 y 2016 consideramos dos nuevas ampliaciones de capital, en este caso, no dinerarias con el fin de satisfacer los pagos pendientes de las compañías adquiridas por importe de 21,6 MII € y de 4,8 MII €.

EOAF abreviado 2014 a 2017e (MII €)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ebitda | 21,4 | 44,2 | 55,3 | 61,6 |
| Financial costs | -8,0 | -5,3 | -2,2 | 1,6 |
| Taxes | -2,3 | -2,5 | -3,0 | -3,6 |
| Organic Capex | -5,0 | -5,0 | -5,0 | -5,0 |
| Non organic capex | -129,6 | -28,8 | 0,0 | 0,0 |
| Minorities | 43,2 | 9,6 | 0,0 | 0,0 |
| Delayed shares | 43,2 | -12,0 | -26,4 | -4,8 |
| Working capital | -1,6 | -4,2 | -4,6 | -4,8 |
| Capital increase | 50,0 | 36,6 | 4,8 | 0,0 |
| Change in debt | 11,4 | 32,6 | 18,8 | 45,0 |

Fuente: Mirabaud Securities

Tomamos como hipótesis que las acciones al cierre del ejercicio 2017 serán de 258,3 MII acciones.

Estamos asumiendo las ampliaciones de capital a 0,90 €/acción (lo que supone un 10% de descuento sobre los niveles actuales de la acción). De acuerdo con estas hipótesis, el número de acciones estimadas al cierre de ejercicio 2017 se situarían en los 258,3 MII acciones.

Número de acciones

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nº inicial de acciones | 91,5 | 156,2 | 212,3 | 252,9 | 258,3 |
| Ampliaciones | 64,7 | 56,1 | 40,7 | 5,3 | 0,0 |
| Nº final de acciones | 156,2 | 212,3 | 252,9 | 258,3 | 258,3 |
| Nº medio | 123,851 | 184,247 | 232,609 | 255,609 | 258,276 |

Fuente: Mirabaud Securities

- **Valoramos Ezentis pre ampliación en 1,10 € acción**

La valoración de una compañía en proceso de cambio estructural como Ezentis siempre es complicada.

Valorar una compañía en pleno proceso de cambio estructural, como ocurre en Ezentis siempre entraña cierta complejidad. Al fin y al cabo los múltiplos actuales son siempre disparatados y hay que elegir un momento donde la compañía empiece a estar normalizada.

Utilizar el año 2017 como referencia parece una opción válida.

Por ello, siempre nos ha parecido que una forma correcta de valorar una compañía de este tipo es aplicar un múltiplo en el año normalizado y calcular un market cap en ese ejercicio, ajustando la deuda, los minoritarios, las ampliaciones pendientes de realizas, el factoring,... para posteriormente actualizar ese precio objetivo a valor presente. Este es el método que utilizaremos en este informe para valorar Ezentis.

Aplicar un múltiplo en los entornos de 7x parece razonable.

Aplicamos un múltiplo normalizado en 2017 del 7,2x, lo que implica una prima en el entorno del 20% sobre los múltiplos a los que Ezentis está adquiriendo las compañías locales. Prima que parece más que justificada dada las buenas relaciones que Ezentis tiene con los principales clientes en el área y la capacidad de apalancar las compañías adquiridas.

Hay que añadir a la valoración los créditos fiscales,...

Asimismo, valoramos el 15% de los créditos fiscales que tiene Ezentis (valoración que se puede considerar standard para las BINs). Como hemos visto, las adquisiciones de compañías en España otorga visibilidad al uso de estos créditos fiscales. Adicionalmente, la compañía ha implantado un sistema de *management fees* y facturación intragrupo que maximicen la utilización de los créditos fiscales en España.

... y por lo menos el 50% de los 30 Mll € que la justicia ha obligado a BNP a pagar a Ezentis..

Adicionalmente, habría que añadirle el potencial beneficio del contencioso de Ezentis tiene con BNP en Perú. Sin querer entrar en detalles asunto, reseñar la justicia peruana obligó al banco francés a depositar unos 30 Mll € en las cuentas de Ezentis, pero dado que la sentencia está recurrida aplicamos un descuento del 50% al importe que BNP a pagado a Ezentis.

Con una tasa de descuento de 12% alcanzamos un market cap objetivo de 173 Mll €.

Para calcular el valor presente de los precios objetivos utilizamos una tasa para descontar el equity del 12%, que podría considerarse conservadora. Posteriormente, a esta valoración habría que descontarle las futuras ampliaciones de capital pendientes de realizar por importe de 91,4 Mll € según nuestras estimaciones, lo que nos llevaría a una

capitalización objetivo previa a la ampliación de capital de 173 Mll€, que con el número actual de acciones implicaría una valoración de 1,10 €/acción, en línea con los precios actuales del valor.

Valoración Ezentis (Mll €)

| | Mll € | |
|--|--------------|-------------|
| Ebitda 17 | 61,6 | |
| Multiplo | 7,2 | |
| EV 2017 | 443,7 | |
| Deuda 17 | 47,5 | |
| Factoring | -10,0 | |
| Minoritarios 17 | -99,4 | |
| Creditos fiscales | 19,2 | |
| Contencioso BNP Perú | 15,0 | |
| Market cap 2017 | 416,1 | |
| Valor actual Market cap post ampliaciones | 264,4 | |
| Ampliación de capital dineraria 2014 | 50,0 | |
| Ampliación de capital dineraria 2015 | 15,0 | |
| Ampliación de capital no dineraria 2015 | 21,6 | |
| Ampliación de capital no dineraria 2016 | 4,8 | €/acción |
| Valor pre-ampliación | 173,0 | 1,10 |

Fuente: Mirabaud Securities

Los precios por acción post ampliación dependerán siempre del precio de colocación.

Como hemos dicho el plan estratégico de la compañía y nuestras estimaciones contemplan futuras ampliaciones de capital, en las que el precio de emisión siempre es una incógnita. Los precios objetivos por acción obviamente dependerán del número de acciones finales. Con la hipótesis de emisión con un descuento del 10%, el precio por acción *fully diluted* sería de 1,02 €/acción.

- **Iniciamos la cobertura del valor con una recomendación de sobreponderar.**

Tras conseguir lo imposible, alcanzar los objetivos del plan estratégico parece fácil,...

El equipo gestor de Ezentis ha conseguido lo más difícil, tomar la gestión de una empresa moribunda y reposicionarla en una región y en una actividad con un futuro prometedor. Después de haber conseguido lo que parecía imposible, el plan estratégico planteado parece fácil en comparación

..., el equipo gestor de Ezentis tiene credibilidad para cumplir el plan estratégico con nota.

Tras lo conseguido por la empresa en los últimos dos años, todos debemos dar un voto de confianza al actual equipo gestor para llevar a cabo este plan estratégico que en el caso cumplirlo, y nada hace pensar lo contrario, otorga gran potencial de futuro a la compañía.

El cumplimiento de las hipótesis implicaría valoraciones de la compañía a dos años vista en los entornos de 1,65 €/acción.

Hay que reseñar que el potencial a medio plazo de la acción es muy superior a la que podría estar marcando nuestro precio objetivo. Pues obviamente, las tasas de descuento que estamos utilizando son muy conservadoras. A modo de ejemplo señalar que alcanzar los objetivos marcados en el plan implicaría que esta

GRUPO EZENTIS

compañía en el año 2016 debería cotizar en los entornos de 1,65 €/acción.

Iniciamos cobertura con recomendación de Sobreponderar.

Aunque nuestro precio objetivo presenta reducido potencial de revalorización sobre el precio actual del Ezentis, el cumplimiento del plan si le otorgaría un gran recorrido a la acción. Las ampliaciones de capital que se van a llevar a cabo en los próximos meses podrían ser un buen momento para tomar posiciones en el valor. Por todo ello, iniciamos cobertura del valor con recomendación de sobreponderar.

Cuenta de Resultados (Mn€)

| | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | TACC |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Total ingresos | 145,7 | 319,9 | 507,7 | 570,0 | 57,6% |
| % var | -5,5% | 119,6% | 58,7% | 12,3% | |
| Ebitda | 6,1 | 21,4 | 44,2 | 55,3 | 108,3% |
| % var | 11,6% | 250,1% | 106,1% | 25,2% | |
| % margen Ebitda | 4,2% | 6,7% | 8,7% | 9,7% | |
| Amortizaciones | -4,4 | -7,3 | -14,6 | -15,3 | |
| Gastos capitalizados | 0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Resultado operativo | 2,6 | 14,1 | 29,6 | 40,0 | 148,4% |
| % var | -34,7% | 441,2% | 109,8% | 35,0% | |
| % margen rdo operativo | 1,8% | 4,4% | 5,8% | 7,0% | |
| Otros ingresos y gastos | -10,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Ebit | -7,4 | 14,1 | 29,6 | 40,0 | N/A |
| % var | N/A | N/A | 109,8% | 35,0% | |
| % margen Ebit | -5,1% | 4,4% | 5,8% | 7,0% | |
| Rdo. Financiero | -9,0 | -8,0 | -5,3 | -2,2 | |
| Rdo. puesta en equivalencia | -15,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Rdos extraordinarios y amor. F.C. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| B° antes de impuestos | -31,9 | 6,1 | 24,3 | 37,7 | N/A |
| % var | 55,0% | N/A | 295,2% | 55,4% | |
| Impuestos | -2,1 | -2,3 | -2,5 | -3,0 | |
| Rdos actividades interrumpidas | -6,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Minoritarios | -0,5 | -4,7 | -9,8 | -13,2 | |
| Beneficio neto | -40,9 | -0,8 | 12,0 | 21,5 | N/A |
| % var | 110,2% | -98,1% | N/A | 79,3% | |
| Beneficio neto ajustado | -15,4 | -0,8 | 12,0 | 21,5 | N/A |
| % var | 430,2% | -95,0% | N/A | 79,3% | |

Fuente: Mirabaud Securities

Cash Flow (Mn€)

| | 2014e | 2015e | 2016e |
|-------------------------------------|---------------|-------------|-------------|
| Ebit | 14,1 | 29,6 | 40,0 |
| Amortizaciones | 7,3 | 14,6 | 15,3 |
| Costes capitalizados | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ebitda | 21,4 | 44,2 | 55,3 |
| Variación de capital circulante | -1,6 | -4,2 | -4,6 |
| Cash flow operativo | 19,8 | 40,0 | 50,7 |
| Inversiones recurrentes | -5,0 | -5,0 | -5,0 |
| Free Cash Flow operativo | 14,8 | 35,0 | 45,7 |
| Rdos financieros | -8,0 | -5,3 | -2,2 |
| Impuestos | -2,3 | -2,5 | -3,0 |
| Cash flow recurrente | 4,6 | 27,2 | 40,4 |
| Adquisiciones (desinversiones) | -129,6 | -28,8 | 0,0 |
| Free Cash Flow | -125,0 | -1,6 | 40,4 |
| Dividendos | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Amortizaciones de capital | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Incrementos de capital | 50,0 | 36,6 | 4,8 |
| Otros | 86,4 | -2,4 | -26,4 |
| Rdo. Extraordinarios efecto en caja | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variación de deuda neta | 11,4 | 32,6 | 18,8 |

Fuente: Mirabaud Securities

Balance (Mn€)

| | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Inmovilizado inmaterial | 12,2 | 12,2 | 12,2 | 12,2 |
| Inmovilizado material | 14,1 | 141,4 | 160,6 | 150,3 |
| Inmovilizado financiero | 32,9 | 32,9 | 32,9 | 32,9 |
| Fondo de comercio | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 |
| Activo circulante | 61,7 | 135,7 | 215,4 | 241,9 |
| Tesorería e IFT | 11,8 | 11,8 | 11,8 | 11,8 |
| Total activo | 161,2 | 362,5 | 461,4 | 477,5 |
| Fondos propios | -13,8 | 35,4 | 84,0 | 110,4 |
| Minoritarios | 3,4 | 51,2 | 70,6 | 83,8 |
| Provisiones | 31,9 | 31,9 | 31,9 | 31,9 |
| Otros pasivos a largo plazo | 4,2 | 47,4 | 35,4 | 9,0 |
| Deuda financiera | 72,1 | 60,7 | 28,1 | 9,2 |
| Pasivo circulante | 63,5 | 135,9 | 211,4 | 233,2 |
| Total pasivo | 161,2 | 362,5 | 461,4 | 477,5 |

Fuente: Mirabaud Securities

Main Ratios

| | 2013 | 2014e | 2015e | 2016e | CAGR |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Total Revenues | 145,7 | 319,9 | 507,7 | 570,0 | 57,6% |
| <i>% Chg</i> | -5,5% | 119,6% | 58,7% | 12,3% | |
| Personnel expenses | -65,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Other costs | -73,2 | -298,4 | -463,5 | -514,7 | |
| Ebitda | 6,1 | 21,4 | 44,2 | 55,3 | 108,3% |
| <i>% Chg</i> | 11,6% | 250,1% | 106,1% | 25,2% | |
| <i>% Ebitda margin</i> | 4,2% | 6,7% | 8,7% | 9,7% | |
| Depreciation | -4,4 | -7,3 | -14,6 | -15,3 | |
| Capitalised costs | 0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Operating result | 2,6 | 14,1 | 29,6 | 40,0 | 148,4% |
| <i>% Chg</i> | -34,7% | 441,2% | 109,8% | 35,0% | |
| <i>% operating result margin</i> | 1,8% | 4,4% | 5,8% | 7,0% | |
| Other revenues and costs | -10,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Ebit | -7,4 | 14,1 | 29,6 | 40,0 | N/A |
| <i>% Chg</i> | N/A | N/A | 109,8% | 35,0% | |
| <i>% Ebit margin</i> | -5,1% | 4,4% | 5,8% | 7,0% | |
| Financial results | -9,0 | -8,0 | -5,3 | -2,2 | |
| Equity method consolidated results | -15,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Extraordinary items and goodwill amort. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| PBT | -31,9 | 6,1 | 24,3 | 37,7 | N/A |
| <i>% Chg</i> | 55,0% | N/A | 295,2% | 55,4% | |
| Taxes | -2,1 | -2,3 | -2,5 | -3,0 | |
| Net income from discontinued operations | -6,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Minorities | -0,5 | -4,7 | -9,8 | -13,2 | |
| Net profit | -40,9 | -0,8 | 12,0 | 21,5 | N/A |
| <i>% Chg</i> | 110,2% | -98,1% | N/A | 79,3% | |
| Adjusted Net profit | -15,4 | -0,8 | 12,0 | 21,5 | N/A |
| <i>% Chg</i> | 430,2% | -95,0% | N/A | 79,3% | |

Fuente: Mirabaud Securities

A continuación encontrará **INFORMACIÓN IMPORTANTE** relativa a las comunicaciones remitidas por Mirabaud Securities LLP y Mirabaud Securities LLP Sucursal en España (en adelante "Mirabaud").

Análisis Renta Variable Director de Análisis y Estrategia: Ignacio Méndez ignacio.mendez@mirabaud.es; Telecomunicaciones: Javier Mielgo javier.mielgo@mirabaud.es; Industrial: Gonzalo Sanz gonzalo.sanz@mirabaud.es; Small Caps: Enrique Yaguez enrique.yaguez@mirabaud.es. Los análisis se emiten bajo la supervisión reguladora de Mirabaud Securities LLP.

Todo Analista de Inversiones de Mirabaud cuyo nombre figure como Autor de un Análisis de Inversiones certifica por el presente que las recomendaciones y opiniones expresadas en los Análisis de Inversiones reflejan su opinión personal, independiente y objetiva sobre las Inversiones Designadas o los Emisores mencionados en este documento y que éstos se hallan dentro del ámbito de actuación del Analista.

Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece entre seis meses y un año. Las recomendaciones son relativas al mercado de referencia (Ibex-35). Se establecen cuatro tipos de recomendación. Comprar – Potencial estimado de revalorización superior al del mercado en un 15%; Sobreponderar – Potencial estimado de revalorización superior al del mercado entre un 5% y un 15%; Infraponderar – Evolución estimada del valor entre un 5% y un 15% por debajo de la de mercado; Vender – Comportamiento estimado del valor peor que el del mercado en al menos un 15%. Excepcionalmente y por razones específicas podremos utilizar E/R – Recomendación en revisión.

En lo que respecta al asesoramiento y/o recomendaciones en inversiones y/o transacciones en inversiones que se faciliten verbalmente o por escrito, cabe destacar lo siguiente:

El valor de las inversiones y sus ingresos derivados puede aumentar o disminuir. Los resultados históricos de las inversiones no garantizan los resultados futuros y cabe la posibilidad de que los inversores no recuperen la totalidad de lo invertido. No se ofrece ninguna indicación ni garantía, explícita o implícita, sobre resultados futuros. Las inversiones con una potencial alta rentabilidad pueden ofrecer resultados variables. Si una inversión está expuesta a una divisa extranjera, el valor de la inversión puede aumentar o disminuir según el tipo de cambio. En las inversiones de alta volatilidad, las pérdidas por realización pueden ser muy elevadas (incluida la pérdida total de la inversión), puesto que el valor de la inversión puede caer significativamente de manera repentina. Si una inversión está expuesta a derechos de suscripción especiales (warrants), el inversor debe ser consciente de que un warrant a menudo implica un apalancamiento elevado, de modo que una variación relativamente pequeña del precio del valor respectivo puede provocar una variación desmesurada del precio del warrant, tanto favorable como desfavorable. En el caso de las inversiones en valores no inmediatamente realizables, puede resultar difícil para el inversor negociar dicha inversión u obtener información fiable sobre el valor y los riesgos asociados.

Mirabaud Securities espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

El precio de los valores e instrumentos y los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponer la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como de los propios valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos.

Mirabaud, sus empresas asociadas, empleados y directivos pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ésta se incluirá en un asesoramiento y/o una recomendación facilitada verbalmente o por escrito a los clientes o potenciales clientes de Mirabaud. Mirabaud no ofrece asesoramiento alguno sobre las consecuencias fiscales de las inversiones. Por consiguiente, el inversor debe obtener un asesoramiento fiscal independiente.

Financial Conduct Activity (FCA)

Las recomendaciones de inversión de Mirabaud se emiten y aprueban para su distribución a clientes profesionales y contrapartes elegibles, según lo estipulado por la CNMV y la FCA. Dichos análisis pueden no ser apropiados para personas que no estén incluidas en este grupo y no deben remitirse a éstas.

El presente informe no proporciona un asesoramiento financiero personalizado y ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso a este informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo, dado que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que el inversor deberá adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Este documento ha sido preparado por Mirabaud con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Mirabaud no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

© Mirabaud Securities LLP. Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido preparado y emitido por Mirabaud Securities LLP, sociedad limitada aprobada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera o por su sucursal en España (Mirabaud Securities LLP Sucursal en España), según lo establecido en la MiFID. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. El presente documento es distribuido en Hong Kong por Mirabaud Securities (Asia) Limited, agencia de valores aprobada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por Mirabaud, pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan la opinión de Mirabaud o de una empresa asociada y no ofrecen ninguna garantía implícita ni explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni Mirabaud ni sus empresas asociadas asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso del asesoramiento o los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de Mirabaud o una empresa de sus empresas asociadas. Se prohíbe la reproducción, distribución y publicación de este documento sin la autorización de Mirabaud.

En los EE.UU.

Mirabaud Securities LLP no es un broker registrado en los EE.UU. y por lo tanto no está sujeto a las leyes americanas en relación con la preparación de los informes de análisis y la independencia de los analistas. Este informe de análisis puede ser distribuido a los grandes inversores institucionales americanos SÓLO de acuerdo con la excepción de registro que permite la Regla 15^a-6 de la US Securities Exchange Act of 1934, llamada (the "Exchange Act") y su interpretación por parte de

Grandes clientes institucionales de EE.UU.

Este informe ha sido preparado para su distribución para "grandes inversores institucionales estadounidenses" según establece la Regla 15^a-6 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") de acuerdo a la US Securities Exchange Act of 1934.

DATOS DE LA EMPRESA

Mirabaud Securities LLP Sucursal en España – (Nota 1) (Nota 2)

Domicilio social: - Zurbano, 76, 3ª Planta. 28010 Madrid – España. Tel. +34 917 894693. Fax: +34 917 893 330
Nota 1 – Aprobada y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera y la CNMV con el número de Registro 69.

Nota 2 – Entidad adherida a la Bolsa de Londres.

© - Mirabaud - 2014