

Ezentis

Inicio de cobertura

Tomando como referencia unas estimaciones más conservadoras (2017e: -18,5% en ventas y -20,0% EBITDA) que las publicadas en el plan estratégico 2014/2017, iniciamos cobertura en Ezentis con una recomendación de **Comprar** con precio objetivo de **0,93€/acción**.

► Ezentis: La última milla como objetivo

Ezentis es una compañía centrada en el desarrollo de proyectos de consultoría, planificación, diseño, ingeniería, implantación, gestión y mantenimiento de redes de distribución en los sectores principales de telecomunicaciones, electricidad, aguas, gas y petróleo, principalmente para la llamada "última milla".

► Plan estratégico 2014-2017

Ezentis quiere liderar el cambio que está teniendo lugar dentro del sector de mantenimiento de infraestructuras en Latinoamérica. Para poder hacerlo, la compañía tiene que continuar liderando el proceso de consolidación en el sector para seguir aumentando su presencia en los principales países latinoamericanos y, de esta forma, ofrecer cada vez más el servicio multi-regional demandado por sus principales clientes. Según el plan estratégico de la compañía, Ezentis alcanzará en 2017 unas ventas de 656Mn€ (vs. 202,8Mn€ 2013Proforma), un EBITDA de 66,6Mn€ (vs. 11,4Mn€) y un resultado neto atribuible de 32,2Mn€ (-40,9Mn€), pasando de una deuda bancaria neta de 23,5Mn€ en 2013P a una posición neta de tesorería de 61Mn€ en 2017e.

► Valoración del plan estratégico

Estimamos agresivos los objetivos del plan estratégico puesto que consideramos muy optimistas las cifras de **crecimiento orgánico** dadas por la compañía ya que prevén incrementos muy superiores al PIB+IPC de cada país.

► Riesgos e incertidumbres

1) Elevado grado de incertidumbre en nuestras estimaciones ya que la mayor parte del crecimiento se basa en futuras adquisiciones. **2) No descartamos nuevas ampliaciones de capital** para continuar con el desarrollo del plan estratégico.

► Valoración y recomendación

Tomando como referencia este escenario en el que estimamos un crecimiento en EBITDA a una t.a.c.c (2013/17e) del 86,7% y, tras las caídas sufridas por la cotización del valor, **iniciamos cobertura con una recomendación de COMPRAR con un precio objetivo de 0,93€/acción (potencial >20%)**.

Principales magnitudes

(Mn€)	2013e	2014e	2015e	2016e
Bº neto atribuible	-40,9	7,5	13,7	17,2
% inc.	110,2	n.a.	83,7	25,7
EBITDA	4,4	18,4	39,5	46,2
% inc.	-66,2	318,8	114,4	17,0
BPA (€)	-0,34	0,04	0,06	0,07
% inc.	52,4	n.a.	56,5	25,7
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER	n.a.	19,5	12,4	9,9
VE/EBITDA	42,6	9,2	3,9	3,0
Rentab. divdo. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/VC	n.a.	3,9	3,0	2,3
Nº acciones (Mn)	230,8		Vol. día (Mn€)	1,6
Capitalización (Mn€)	170,3		Free-float (%)	78,6

Fuente: Bloomberg y Análisis ACF.

César Sánchez-Grande

csgbergon@ahorro.com

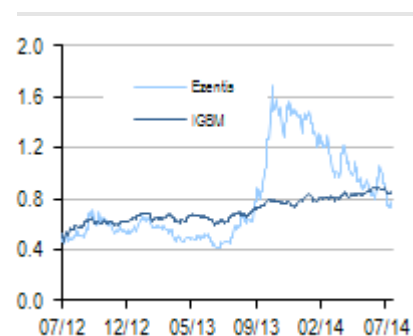
EZE SM / EZE.MC

Precio actual (21/7/14): **0,74€**

Precio objetivo (12/14): **0,93€**

Recomendación **COMPRAR**

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-30,3	-25,7	57,8
Relativo	-25,0	-26,5	23,7

Índice

Ezentis: Una nueva compañía	3
Descripción	3
Exitosa reestructuración de la compañía	4
Plan estratégico 2014-2017	9
Justificación del plan estratégico	9
Objetivos del plan estratégico	10
Conclusión	12
Ampliación de capital y reducción de nominal	14
Estimaciones ACF y valoración del plan estratégico	15
Crecimiento orgánico	15
Crecimiento inorgánico	18
Comparativa estimaciones ACF vs. plan estratégico	20
Valoración	22

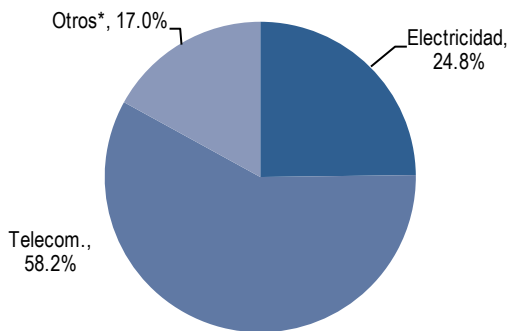
Ezentis: Una nueva compañía

Descripción

Ezentis es una compañía especializada en el desarrollo de proyectos de consultoría, planificación, diseño, ingeniería, implantación, gestión y mantenimiento de redes de distribución en los sectores principales de telecomunicaciones, electricidad, aguas, gas, y petróleo, principalmente **para la llamada "última milla"**.

La última milla como objetivo

Cuadro 1. Desglose de ventas por sectores– 2013 proforma

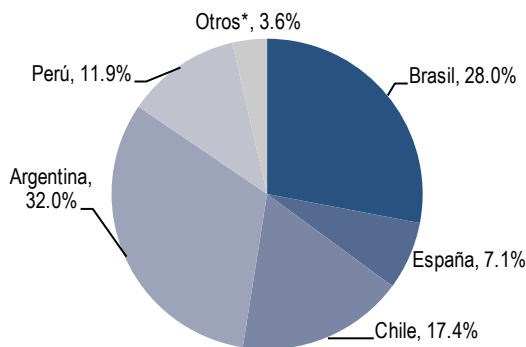


Fuente: Ezentis* Gas, Petróleo, Minería, Gestión de aguas y otros sectores

La compañía cuenta con presencia en 9 países (España, Marruecos, Haití, Jamaica, Panamá, Argentina, Brasil, Chile y Perú), **generando en 2013 el 92,9% de sus ventas y el 96,1% del EBITDA proforma fuera de España.**

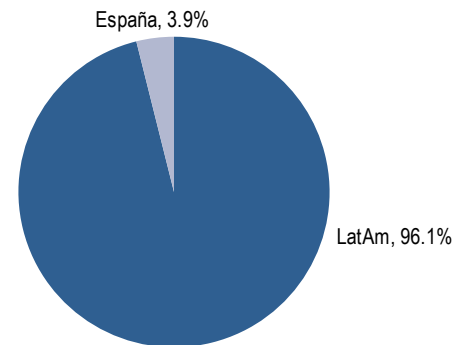
Fuerte carácter internacional.

Cuadro 2. Desglose de ventas proforma por área geográfica (2013)



Fuente: Ezentis *Marruecos, Jamaica y Panamá

Cuadro 3. EBITDA (2013 proforma) por áreas geográficas



Fuente: Ezentis

Ezentis está organizado en dos divisiones principales:

- Servicios Industriales:** realizan el diseño, instalación y mantenimiento de acceso y transporte de telecomunicaciones fijas y móviles, líneas de transmisión, subestaciones, líneas de distribución de redes eléctricas y mantenimiento de redes de agua, petróleo y gas.
- Tecnología:** centra sus actividades en el negocio de redes privadas y tecnologías de la información, centrándose en tecnología de alto valor añadido aplicables a la gestión de infraestructura y redes.

El 90% de los principales clientes de Ezentis son compañías líderes en su sector: Telefónica, Claro, Light, Endesa, Edelnor y Edesur (Grupo Endesa), Coelba y Celpe (Grupo Iberdrola), Edenor, Entel, Distriluz, Gas Natural, American Tower....

Con la mayoría de estos clientes se ha forjado una relación de varias décadas dado el carácter recurrente de las actividades que realiza la compañía.

Exitosa reestructuración de la compañía

Desde la entrada en 2011 del nuevo equipo directivo liderado por Manuel García-Durán, presidente del grupo, Ezentis ha experimentado un proceso de transformación hacia una nueva compañía que poco tiene que ver con su pasado más reciente. Dentro de este proceso se ha acometido una reorganización accionarial, se ha desinvertido de negocios no estratégicos, se han realizado adquisiciones de compañías indispensables para el nuevo enfoque del grupo y se ha realizado una profunda reestructuración financiera de la compañía (ampliaciones de capital, conversión de deuda por equity...).

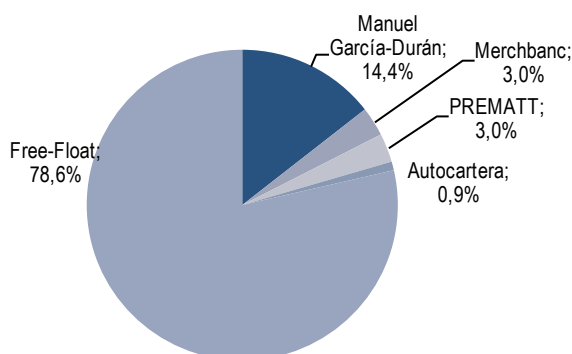
Profunda reestructuración desde la entrada del nuevo equipo directivo...

Estructura accionarial

Tras la entrada de Manuel García-Durán se ha realizado un proceso de reorganización accionarial de la compañía facilitando la salida de antiguos accionistas vinculados al anterior equipo directivo y dando entrada a nuevos socios que han unido sus participaciones en acción concertada a la ostentada por el presidente de Ezentis y su equipo directivo. De esta forma actualmente el accionariado de la compañía queda compuesto de la siguiente forma:

- ▶ **Manuel García-Durán**, presidente del Grupo Ezentis, tienen una participación directa en la compañía del 4,37%, aunque representa al 14,447% del capital gracias a un pacto de sindicación de acciones del management y varios accionistas entre los que destacan: Eralan Inversiones (5,745%) y MCIM (1,68%). **Participación estable.**
- ▶ **Eralan Inversiones**, con una participación del 5,745% es el mayor accionista individual. Esta participación está incluido en el pacto de sindicación de acciones liderado por el presidente de Ezentis. **Participación estable.**
- ▶ **PREMATT** (Previsión Mutua de Aparejadores y Arquitectos Técnicos) con una participación del 3,001%. **Es una inversión financiera.**
- ▶ **Merchbanc** con una participación del 3,049%. **Es una inversión financiera.**

Cuadro 4. Estructura accionarial



Fuente: CNMV, Ezentis y ACF análisis

Adquisiciones y desinversiones

En los últimos ejercicios, la compañía ha desinvertido en todos aquellos activos que no consideraba como estratégicos procedentes de la antigua Avanzit y que estaban lastrando los resultados del grupo. En este sentido, la compañía ha salido de los siguientes negocios:

- ▶ **Sedesa:** negocio de infraestructuras y construcción.
- ▶ **Cancelación del contrato no rentable con Telefónica España** con la división de Telecomunicaciones.
- ▶ **Vértice 360:** a 31 de diciembre de 2013, Ezentis consideró su participación del 27,5% como inversión no estratégica. En este sentido, la compañía en 2013 provisionó la totalidad de esta participación por un importe de 15,3Mn€. Estimamos que la venta definitiva de esta participación alcance un valor aproximado de 4,5Mn€ (valoración a precio de mercado).

... con desinversiones en activos no estratégicos, ...

Por otro lado, la compañía realizó durante 2013 dos adquisiciones y aumentó su participación en una filial con el objetivo de reforzar tanto su posicionamiento en el mercado Latinoamericano como su presencia en los sectores de telecomunicaciones, eléctrico y gestión de aguas. El importe total de estas adquisiciones ascendió a 15,1Mn€, de los que 3,1Mn€ son pagos diferidos condicionados a la consecución de determinados objetivos. Las operaciones realizadas fueron las siguientes:

... adquisiciones para reforzar su presencia en Latinoamérica y en la última milla, y ...

1. **Seicom:** A finales de 2013, Ezentis anunció la adquisición del 55% de Seicom, compañía dedicada a la construcción y mantenimiento de estaciones y redes de telecomunicaciones móviles en los estados de Río de Janeiro y Sao Paulo. En 2012 obtuvo unos ingresos de 34Mn€, un EBITDA de 2,6Mn€ (margen 7,6%) y cerró con una cartera de pedidos de 60Mn€ (1,8x ventas). El importe de la operación ascendió a 4,87Mn€, de los que 1,24Mn€ están supeditados al cumplimiento de una serie de objetivos de rentabilidad durante los ejercicios 2014 y 2016.
2. **SUL:** En agosto de 2013, se anunció la compra del 60% de SUL por un importe de 4,2Mn€, de los que 1,9Mn€ están supeditados al cumplimiento de una serie de objetivos de contratación y facturación durante los ejercicios 2014 y 2015. SUL es una entidad focalizada al mantenimiento, desarrollo y control de Infraestructuras de redes eléctricas en los estados de Río de Janeiro y Bahía. En 2012 obtuvo unos ingresos de 17,2Mn€, un EBITDA de 1,46Mn€ (margen 8,5%) y cerró con una cartera de pedidos de 37,7Mn€ (1,2x ventas).
3. **Consorcio Radiotrónica, Dominia, Tecnoresdes, Comservice:** El pasado mes de agosto de 2013, Ezentis comunicó el aumento de su participación en su filial chilena hasta el 95% desde el 50% anterior por un importe de 8MnUSD (6,1Mn€). Esta compañía centra sus actividades en el desarrollo de infraestructuras de telecomunicaciones y en la gestión de aguas. En 2012 tuvo una facturación de 35Mn€, un EBITDA de 4Mn€ (margen 11,4%) y una cartera de pedidos de 41Mn€.

Adicionalmente, el 17 de junio de 2014 Ezentis cerró la adquisición directa o indirecta del 100% de las participaciones sociales representativas del capital social de las compañías integrantes **del Grupo de Servicios Networks Test**, incluyendo Networks Test, S.L. (España), Networks Test (USA), Networks Test Latam (Perú) y Networks Test Latam (Colombia). El precio fue de 7,1Mn€, que podría verse incrementado hasta en 3,7Mn€ en función del cumplimiento de una serie de objetivos sobre resultados del Grupo durante los ejercicios 2014 y 2015. El Grupo Networks Test está dedicado a la gestión y operación de redes de telecomunicaciones, con gran experiencia acumulada en más de 14 años en los centros de trabajo de Sevilla, Madrid y Zaragoza en España y, desde 2007, dispone de filiales en Colombia, Estados Unidos (Miami) y Perú. La facturación en el ejercicio 2013 fue de 14,7Mn€.

Cuadro 5. Operaciones de M&A

Fecha	Compañía	País	Importe (Mn€)	% de adquisición	Precio / EBITDA (x)
03/12/2013	Seicom (*)	Brasil	4,87	55%	3,4
30/08/2013	Consortio Radiotónica	Chile	6,1	45%	3,4
06/08/2013	SUL(**)	Brasil	4,2	60%	4,8
17/06/2014	Servicios Networks Test***	España	10,1	100%	n.a.

Fuente: Ezentis

(*) 4,87Mn€ de los que 1,24Mn€ sujetos a objetivos 2014 y 2016. Datos 2012

(**) 4,2Mn€ de los que 1,9Mn€ sujetos a objetivos 2014 y 2015. Datos 2012

(***) 10,1Mn€ de los que 3,4Mn€ sujetos a objetivos 2014 y 2015. Datos 2013

Tomando como referencia los datos 2012 proporcionados por Ezentis, las dos compañías adquiridas aportarán a las cuentas del grupo alrededor de 51Mn€ en términos de ventas, 4,1Mn€ en EBITDA y 97,7Mn€ a la cartera de pedidos. El aumento de su participación en la filial chilena (Consortio Radiotónica, Dominia, Tecnoresdes, Comservice, S.A.) hasta el 95% desde el 50% anterior debería reducir los minoritarios en alrededor de 0,5/0,8Mn€. Finalmente, estimamos que la compra de Servicios Networks Test aportará a ejercicio completo alrededor de 15Mn€ de ventas y 1,5Mn€ a nivel de EBITDA (en 2014 consolida desde el 17 de junio).

Ampliaciones de capital y reducción de endeudamiento

Desde principios de 2013 la compañía ha realizado ampliaciones de capital por importe de 44,0Mn€. El destino de estos fondos ha ido a realizar diversas adquisiciones, a financiar el circulante de la compañía y a reducir deuda. De hecho, varias de estas ampliaciones de capital han consistido en conversiones de deuda por equity.

... y reestructuración de la situación financiera del grupo

Cuadro 6. Ampliaciones de capital realizadas desde enero de 2013

Descripción	Importe nominal (Mn€)	Prima de emisión
Ampliación dineraria	13,3	0,0
Obligaciones EBN	2,0	0,0
Conversión deuda Literyca	0,4	0,0
Conversión deuda proveedores	3,1	0,0
Obligaciones EBN	3,5	0,0
Warrants GEM	3,2	0,6
M&C Derivados S.L	2,3	0,7
Strongback	0,6	0,4
Ibersuizas	2,6	0,4
Conversión deuda Noqca	0,0	0,0
Adquisición SUL (Brasil)	0,2	0,4
Conversión deuda proveedores	0,1	0,2
Eralan	7,6	2,4
Total	38,8	5,1
Total nominal + prima de emisión	44,0	

Fuente: Ezentis

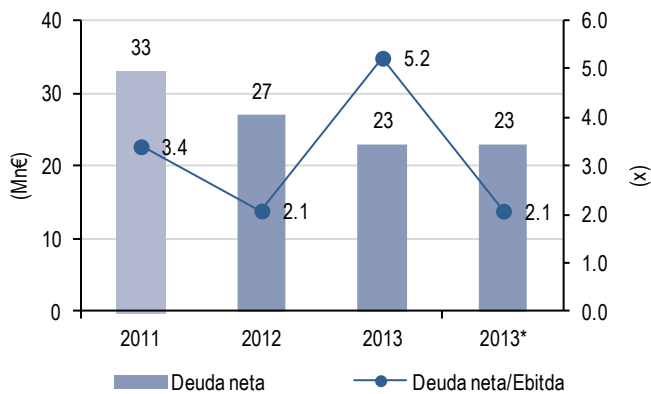
Gracias a estas ampliaciones de capital realizadas, así como a las conversiones de deuda por equity, **Ezentis ha pasado de una deuda financiera neta en 2010 de 97Mn€ a 23Mn€ en 2013**, reduciendo el ratio deuda neta / EBITDA proforma 2013 hasta las 2,1x. Además, los siguientes hechos han contribuido a la reducción de la deuda:

Fuerte reducción de deuda

- ▶ Desconsolidación de Sedesa en 2011: salen del perímetro de consolidación 66Mn€ de deuda correspondiente a esta sociedad.

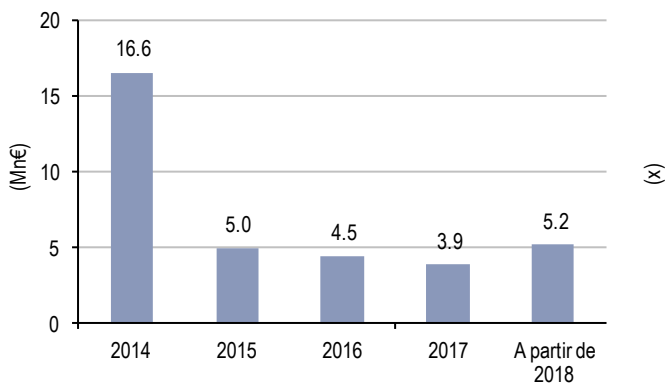
- ▶ En 2012 se produce la conversión en bonos convertibles de la deuda de 6,65Mn€ con EBN.
- ▶ En 2013 se amortiza el préstamo con Bankinter para la compra del 5,75% de Amper.

Cuadro 7. Evolución de la deuda neta



Fuente: Ezentis y ACF análisis
 * EBITDA13 profoma de 11,1Mn€

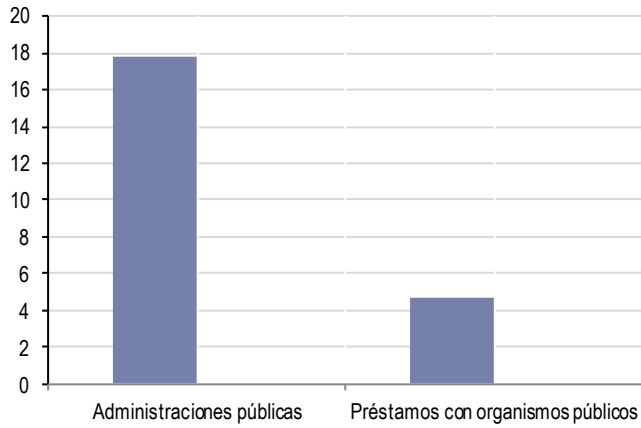
Cuadro 8. Calendario de vencimientos



Fuente: Ezentis y ACF análisis

Adicionalmente a esta deuda, la compañía tiene unos compromisos con las Administraciones Públicas (principalmente Hacienda) que a cierre de 2013 ascendía a 17,8Mn€. Por otro lado, cuenta con un préstamo concedido por **Organismos Públicos** por importe de 4,7Mn€. **En definitiva, teniendo en cuenta estos dos conceptos, podríamos considerar que el nivel de endeudamiento de la compañía debería elevarse en otros 22,4Mn€.**

Cuadro 9. Compromisos de pago con Administraciones Públicas y Organismos Públicos. (Mn€)



Fuente: Ezentis

Plan estratégico 2014-2017

En 2013 Ezentis finalizó completamente la reestructuración del grupo anunciada cuando entró el nuevo equipo directivo. La compañía ha anunciado un nuevo plan estratégico 2014-2017 con el objetivo de seguir creciendo en el negocio de la llamada "última milla".

Plan estratégico 2014-2017 centrado en la última milla

Justificación del plan estratégico

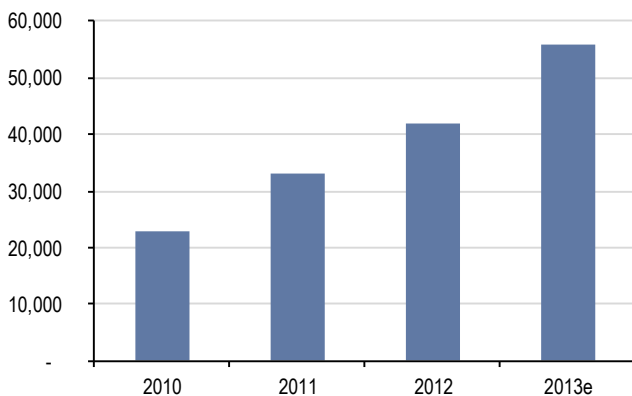
Ezentis quiere liderar el cambio que está teniendo lugar dentro del sector de mantenimiento de infraestructuras en Latinoamérica. Anteriormente las operadoras de telecomunicaciones y energía contrataban pequeñas empresas locales intensivas en mano de obra, de poco valor añadido y bajo precio. Sin embargo, en la actualidad cada vez más están demandando compañías con presencia multi-regional que puedan realizarle los servicios de mantenimiento en aquellos países en lo que están presentes, dando más prioridad a obtener la máxima calidad y satisfacción del cliente final que al precio de realización de estos servicios. Esto es lo que Ezentis ha estado desarrollando en los últimos ejercicios y quiere seguir haciendo en los próximos. Para poder hacerlo, la compañía tiene que continuar liderando el proceso de consolidación en el sector para seguir aumentando su presencia en los principales países latinoamericanos y, de esta forma, ofrecer cada vez más ese servicio multi-regional.

Ezentis quiere liderar el cambio que está teniendo lugar dentro del sector de mantenimiento de infraestructuras en Latinoamérica y ...

Además, Ezentis ha identificado un nivel muy bajo de desarrollo de infraestructuras de electricidad, agua, gas y telecomunicaciones en Latinoamérica, habiendo compromisos firmes por parte de los diferentes gobiernos de realizarlas en los próximos ejercicios. Cabe destacar que Ezentis no depende de las inversiones de las Administraciones Públicas, ya que tanto la construcción como el mantenimiento de las infraestructuras recae en las inversiones de las compañías privadas. Esta circunstancia reduce el riesgo de la compañía ante variaciones significativas en el PIB de un país. Entre los principales clientes de la compañía destacan: Telefónica, Claro, Entel, Digicel, Méditel, Edelnor, Endesa, Edesur, Celpe, Coelba, Light, Gas Natural Fenosa, Edenor, Distriluz y American Tower. En este sentido, se estima que la inversión con participación privada en los sectores de energía y telecomunicaciones en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú ha crecido a una TACC en el periodo 2010-2013 del 94% hasta alcanzar los 56.000Mn€.

... aprovechar las inversiones previstas en Latinoamérica para compensar el bajo nivel de desarrollo de infraestructuras de electricidad, telecomunicaciones, gas y agua

Cuadro 10. Inversión en infraestructuras de Telecomunicaciones y Energía en Latinoamérica (Mn€) *



Fuente: Banco Mundial

* Inversiones con participación privada en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú

Objetivos del plan estratégico

Como hemos comentado anteriormente el **objetivo de la compañía es convertirse en el líder del mercado latinoamericano en el mantenimiento de la última milla** en telecomunicaciones, electricidad, agua y gas. Para conseguir estos objetivos, la compañía no parte de cero sino de un trabajo ya realizado en los últimos años, que le otorga cierta ventaja con respecto a otros competidores como:

- ▶ Experiencia con grandes contratos
- ▶ Presencia regional
- ▶ Capacidad tecnológica e innovación

Como punto de partida de este plan estratégico la compañía se fija las siguientes prioridades:

1. Equilibrar y desarrollar el negocio en España.
2. Crecer eficientemente y aumentar la productividad.
3. Aprovechar oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico en Latinoamérica.
4. Complementar la plataforma de crecimiento con un modelo de negocio consolidado en los 6 grandes países latinoamericanos.
5. Centrarse en el fortalecimiento del balance, reducción del endeudamiento, mejora de fondos propios y del fondo de maniobra.

Desde un punto de vista financiero, los objetivos 2017 de la compañía son los siguientes:

- ▶ **Ventas:** 656Mn€, **EBITDA:** 67Mn€, **Bºneto:** 32Mn€
- ▶ **Margen EBITDA:** 10,1%
- ▶ **Caja neta:** 61Mn€

Cuadro 11. Objetivos plan estratégicos 2014 -2017 (Mn€)

	2013 proforma	2017e	TACC
Ventas	203	656	34%
Ventas LatAm	186	575	33%
EBITDA	11,1	67	57%
Margen	5,4%	10,1%	4,7 p.p
Deuda bancaria neta*	23	-61	

Fuente: Ezentis

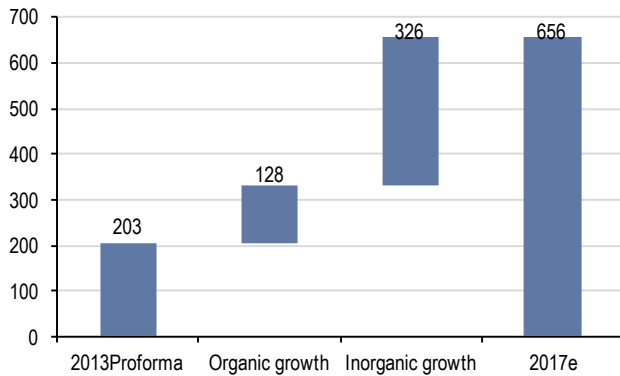
*No incluye deuda asociada a la ejecución de oportunidades orgánicas e inorgánicas

Gran parte de este plan estratégico está basado en futuras adquisiciones que ayuden a liderar el proceso de consolidación del sector y a facilitar la entrada en nuevos países en los cuales no están presentes o su presencia es muy escasa. Como podemos ver en el cuadro 12, **del total crecimiento en ventas esperado en el plan estratégico, el 71,8% se sustenta en la aportación que provendrá de las adquisiciones previstas por la compañías**, mientras que el 18,2% será puro crecimiento orgánico de la actividad ya existente.

Objetivo: La última milla

Las adquisiciones de compañías jugarán un papel primordial

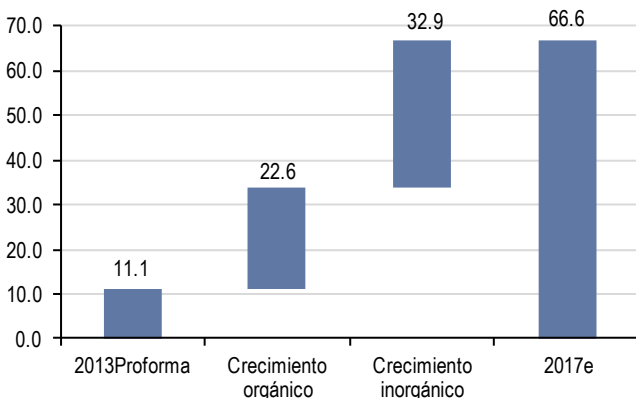
Cuadro 12. Objetivo de ventas en el plan estratégico 2014-2017 (Mn€)



Fuente: Ezentis

Por otro lado, asumiendo la cifra dada por la compañía en cuanto a que las nuevas adquisiciones aportarán 326Mn€ en ventas en 2017e y tomando como referencia el margen EBITDA objetivo para 2017e del 10,1%, llegamos a la conclusión de que **32,9Mn€ de los 55,5Mn€ (59,2% del total) del crecimiento en EBITDA esperado para 2017e se generará gracias a las adquisiciones que tiene que realizar la compañía.**

Cuadro 13. Objetivo de EBITDA en el plan estratégico 2014-2017 (Mn€)



Fuente: Ezentis y ACF análisis

Como hemos visto, el crecimiento inorgánico es crucial para el éxito del plan estratégico del grupo. Por este motivo, **Ezentis está realizando este proceso con el máximo cuidado y ya tienen identificados 8 potenciales objetivos (uno ya realizado y comentado anteriormente), 6 en el área de las telecomunicaciones y 2 en electricidad, que aportarían un total de ventas en 2014e de 270Mn€.** Además, la compañía comunica cual es su modelo para la selección de las futuras adquisiciones, cuyos criterios principales son los siguientes:

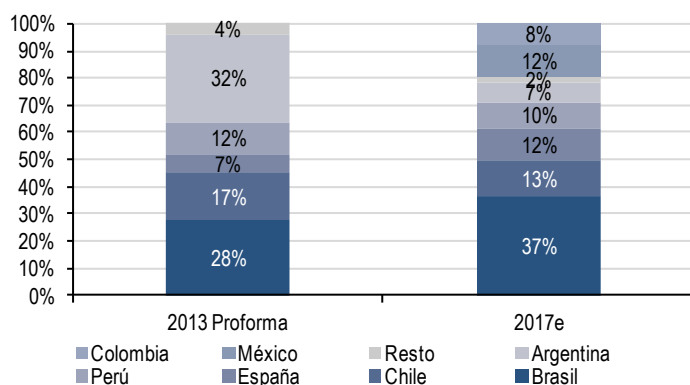
[Exhaustiva selección de las compañías objetivo](#)

- ▶ Toma de participación superior al 51%.
- ▶ Margen EBITDA del primer año superior al 7,5%.
- ▶ Deuda / EBITDA <2x.
- ▶ Múltiplo VE/EBITDA entre 5/6x.
- ▶ Liderazgo local

Como parte de su estrategia de consolidar su presencia como líder global en Latinoamérica en el mantenimiento de la última milla en los sectores de telecomunicaciones, electricidad, agua y gas, **Ezentis confirma que sus prioridades geográficas, además de España, son México, Colombia y Brasil.** Con la entrada en México y Colombia, Ezentis cumpliría su objetivo de estar presentes en los 6 principales mercados de Latinoamérica junto a Brasil, Argentina, Chile y Perú. Una vez completadas las adquisiciones, la compañía estima que en 2017 Brasil será el principal contribuidor a las ventas del grupo con un 37%, seguido de Chile con un 13% y de España y México con un 12% cada una.

Mercados objetivo para adquisiciones: México, Brasil, Colombia y España

Cuadro 14. Distribución geográfica objetivo en el plan estratégico 2014-2017 vs. 2013Proforma



Fuente: Ezentis

Conclusión

El objetivo final de Ezentis es liderar el proceso de consolidación en el sector de mantenimiento de infraestructuras en Latinoamérica para poder dar un servicio multi-regional a los principales operadores de telecomunicaciones y de electricidad. Para lograrlo, la compañía cuenta ya con una plataforma consolidada que le permitirá apalancarse en las nuevas adquisiciones para completar su presencia en los 6 grandes países de Latinoamérica. Todo ello y **según el plan estratégico de la compañía, permitirá a Ezentis alcanzar en 2017 unas ventas de 656Mn€ (+223,6% vs. 2013P), un EBITDA de 66,6Mn€ (+484,2%) y un resultado neto atribuible de 32,2Mn€ (n.a.), pasando de una deuda bancaria neta de 23,5Mn€ en 2013Proforma a una posición neta de tesorería de 61Mn€ en 2017e.**

Fuerte crecimiento esperado en resultados gracias al plan estratégico

Cuadro 15. Objetivos financieros del plan estratégico 2014-2017 vs. 2013Proforma

	Ventas			EBITDA			Resultado neto atribuible			Deuda bancaria neta		
	2013 Proforma	2017e	% Var.	2013 Proforma	2017e	% Var.	2013 Proforma	2017e	% Var.	2013 Proforma	2017e	% Var.
Grupo	202,8	656,3	223,6%	11,4	66,6	484,2%	-40,9	32,2	-178,7%	23,5	-61	n.a.
LatAm (ex. Arg) y otros	123,4	534,9	333,5%	5,3	56,5	966,0%	-35,0	27,6	-178,9%			
España	14,4	78,5	445,1%	0,8	5,8	625,0%	-6,9	3,2	-146,4%			
Argentina	65,0	42,9	-34,0%	5,4	4,3	-20,4%	1,0	1,3	30,0%			

Fuente: Ezentis. No descartamos modificaciones de los objetivos por parte de la compañía al modificar finalmente los importes definitivos de la ampliación de capital.

Para financiar este plan estratégico la compañía ha realizado una ampliación de capital por importe de 50,5Mn€. En la presentación de este plan Ezentis comunicó que iba a realizar una **ampliación de capital de entre 13,6Mn€ y 80Mn€.** Sin embargo, posteriormente, redujeron este objetivo a un importe final de 50.497.037,50€. **Estimamos que, en caso de que sea necesario, la compañía**

podría volver a ampliar capital para continuar con el desarrollo del plan estratégico. Debemos puntualizar que **no descartamos modificaciones de los objetivos por parte de la compañía al modificar finalmente los importes definitivos de la ampliación de capital vs. lo inicialmente previsto.**

Ampliación de capital y reducción de nominal

Ezentis ha realizado una ampliación de capital de 50,5Mn€ con el objetivo de financiar su plan estratégico 2014-2017. Las principales características de esta ampliación fueron las siguientes:

Ampliación de capital de entre 50,5Mn€ para financiar el plan estratégico

1. Ampliación de capital por un importe de 50,5Mn€ a un valor nominal de 0,30€/acción.
2. **El precio de emisión de las acciones nuevas fue de 0,70€/acción** en el rango medio de lo definido de entre 0,30€/acción y 1,10€/acción. Del precio de emisión, 0,30€/acción es valor nominal y el resto prima de emisión.
3. El número de acciones nuevas a emitir ha sido de 72.138.625.
4. El 98,62% de la ampliación de capital fue suscrita durante el periodo de suscripción preferente, siendo el restante 1,38% colocado en el segundo periodo de suscripción.
5. Adicionalmente, entre el resto de puntos que se aprobaron en la Junta General de Accionistas destacan:
 - ▶ **Compensación de pérdidas con cargo a reservas por importe de 37,9Mn€ y posterior reducción del capital social en 47,0Mn€ desde los 94,0Mn€ actuales**, disminuyendo el valor nominal de las acciones de la compañía desde los 0,60€/acción a 0,30€/acción.
 - ▶ **Ampliación de capital por importe de 219.057,90€** mediante la emisión de 730.193 acciones nuevas a un nominal de 0,30€/acción, cuyo desembolso se llevará a cabo **mediante compensación de créditos**. Las acciones se emitirán al precio por acción resultante de la media aritmética de los precios de cierre en las 30 sesiones anteriores a su aprobación por parte de la JGA y con un valor mínimo de 0,30€/acción.
 - ▶ **Ampliación de capital por importe de 128.179,50€** mediante la emisión de 427.265 acciones nuevas a un nominal de 0,30€/acción más una prima de emisión de 0,944€/acción, cuyo desembolso se llevará a cabo **mediante compensación de créditos con IDEA** (Agencia de Innovación y Desarrollo de Andalucía) por importe de 531.522,43€
 - ▶ **Posibilidad de ampliar capital con exclusión del derecho de suscripción preferente hasta un 50% del capital social** mediante la emisión de acciones con o sin prima de emisión, delegando al Consejo de Administración la fijación de los términos y condiciones de los aumentos de capital.
 - ▶ **Delegación al Consejo de Administración del derecho de emisión de obligaciones u otros valores similares de renta fija o variable, simples o garantizados**, ordinarios o convertibles y/o canjeables en acciones (con o sin derecho de suscripción preferente en el caso de convertibles) **por un plazo de 5 años y un importe de hasta 100Mn€**.

Estimaciones ACF y valoración del plan estratégico

Como hemos comentado anteriormente en el informe, gran parte del crecimiento futuro de la compañía viene vía adquisiciones. Por tanto, **el grado de cumplimiento del plan estratégico dependerá en gran medida de que las adquisiciones se realicen en el plazo e importe estimados por la compañía.** Esta circunstancia eleva notablemente la dificultad para realizar nuestras estimaciones puesto que desconocemos las compañías que va a adquirir y su aportación a las cuentas consolidadas del grupo. En este sentido, mostraremos nuestras estimaciones de crecimiento orgánico, inorgánico y a nivel consolidado y las compararemos con las dadas por Ezentis en el plan estratégico. **Dicho esto, utilizamos las siguientes hipótesis como punto de partida en nuestras estimaciones:**

Elevado grado de incertidumbre del plan estratégico al depender en gran parte del crecimiento inorgánico y desconocer que importe se capta en la ampliación de capital

- ▶ **Ampliación de capital:** la compañía ha captado 50,5Mn€.
- ▶ **Destino de los fondos ampliación de capital:** 64,6Mn€ para realizar adquisiciones por lo que parte tendrá que ser financiado vía deuda, generación de caja, no descartando una nueva ampliación de capital.
- ▶ **Plazo de adquisición:** estimamos que la adquisición de compañías se realizará principalmente entre el 4T14 y el 1T15.
- ▶ **Datos de IPC y PIB** de los países afectos en nuestras estimaciones del FMI (Fondo Monetario Internacional), salvo en el caso de España que utilizamos estimaciones ACF.
- ▶ **Tipos de cambio:** utilizamos los tipos de consenso/forward de Bloomberg en todas las divisas. La compañía utiliza en el plan estratégico tipos de cambio constantes salvo en el peso Argentino.

Cuadro 16. Tipos de cambio 2013-2017

VS Euro	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Dólar	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3
Argentina	7,3	12,2	14,7	23,2	28,9
Chile	658,2	756,0	736,0	652,8	640,0
Perú	3,6	3,8	3,7	3,5	3,5
Brasil	2,9	3,1	3,1	3,0	2,9
Jamaica	132,5	146,5	138,9	138,9	138,9
Panamá	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3
Marruecos	11,2	11,2	10,9	11,8	12,3
México	17,0	17,7	17,1	15,8	15,7
Colombia	2.483,2	2.598,8	2.496,0	2.547,2	2.439,3

Fuente: Bloomberg y ACF análisis

Crecimiento orgánico

A la hora de realizar nuestras estimaciones de crecimiento orgánico, **hacemos un estudio del comportamiento futuro de la compañía en los países en los que ya está presente en la actualidad, tomando como referencia las cifras 2013 proforma facilitadas por Ezentis.** A su vez, estimamos por separado Latinoamérica, España y Argentina y conjuntamente a nivel grupo.

Latinoamérica

En Latinoamérica, la compañía cuenta con presencia, principalmente, en Brasil, Chile, Perú y Resto (incluye Marruecos, Haití, Jamaica y Panamá). **Nuestras estimaciones en líneas generales las hemos realizado de la siguiente forma:**

- ▶ **Ventas:** estimamos que la compañía **es capaz de replicar el comportamiento del país tanto en precios (IPC) como en crecimiento de su economía (PIB)**. Adicionalmente, estimamos que gracias a la posición de liderazgo de Ezentis en el sector, puede crecer por encima del PIB (% crecimiento adicional de la compañía). Finalmente ajustamos las ventas teniendo en cuenta la variación de las divisas en cada país.
- ▶ **EBITDA:** preveemos una progresiva mejora del EBITDA en Latinoamérica hasta llegar al 10,1% mercado como objetivo por Ezentis, apoyado en la política de mejora de eficiencia que está llevando a cabo la compañía.

Brasil y Chile como principales mercados

Cuadro 17. Estimaciones ACF de crecimiento orgánico en Latinoamérica (ex – Argentina) (Mn€)

Latam + otros (exARG)	2013P	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas	123,4	126,9	142,2	167,5	191,0
% crecimiento	-6,5%	2,8%	12,1%	17,8%	14,0%
EBITDA	5,3	10,2	12,8	15,9	19,3
% crecimiento	-51,4%	91,6%	26,1%	24,3%	21,2%
% margen	4,3%	8,0%	9,0%	9,5%	10,1%
Ventas Brasil	56,6	59,2	65,2	74,4	85,6
% crecimiento total		4,6%	10,1%	14,1%	15,1%
% variación divisa		-7,2%	-0,6%	3,0%	4,4%
% crec. Adicional compañía		4,0%	2,0%	2,5%	2,0%
IPC	6,3%	5,8%	5,3%	4,7%	4,5%
PIB	2,5%	2,5%	3,2%	3,3%	3,5%
Ventas Chile	34,4	33,5	38,1	47,5	53,7
% crecimiento total		-2,7%	13,7%	24,8%	12,9%
% variación divisa		-12,9%	2,7%	12,7%	2,0%
% crec. Adicional compañía		4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
IPC	1,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Ventas Perú	24,3	25,8	29,3	34,4	38,9
% crecimiento total		6,1%	13,9%	17,1%	13,2%
% variación divisa		-5,6%	2,6%	5,5%	2,0%
% crec. Adicional compañía		4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
IPC	2,8%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
PIB	5,4%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%
Ventas Resto	8,1	8,5	9,6	11,3	12,9
% crecimiento total		4,6%	13,9%	17,1%	14,0%
% variación divisa		-6,9%	2,5%	5,5%	2,7%
% crec. Adicional compañía		4%	3%	3%	3,0%
IPC		3,8%	3,4%	3,2%	3,2%
PIB		4,2%	4,5%	4,6%	4,6%

Fuente: ACF análisis

España

En España estimamos un crecimiento moderado como consecuencia del deterioro que ha sufrido el sector durante la crisis económica. En cualquier caso, como en Latinoamérica, estimamos que la compañía crecerá por encima del mercado.

Crecimiento moderado en España

- ▶ **Ventas:** estimamos que la compañía será capaz tanto de crecer por encima del PIB de España como de traspasar totalmente el aumento de los precios (IPC) al cliente final.

- **EBITDA:** prevemos una progresiva mejora del margen EBITDA hasta llegar al 10,0%, gracias a la fuerte reestructuración de la división en España en los últimos ejercicios.

Cuadro 18. Estimaciones ACF de crecimiento orgánico en España (Mn€)

España	2013P	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas	14,4	14,9	15,8	16,7	17,8
% crecimiento	-41,7%	3,8%	5,7%	5,9%	6,4%
% crec. Adicional compañía		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
IPC		0,5%	1,8%	1,8%	1,8%
PIB		1,3%	1,8%	2,0%	2,5%
EBITDA	0,8	1,0	1,3	1,5	1,8
% crecimiento	-76,3%	27,9%	30,1%	19,1%	18,2%
% margen	5,3%	6,5%	8,0%	9,0%	10,0%

Fuente: ACF análisis

Argentina

Argentina se verá afectada muy negativamente por la evolución del tipo de cambio. En este sentido a pesar de estimar fuerte crecimientos de las ventas vía principalmente IPC, estimamos se verá más que compensado negativamente por el efecto divisa. En definitiva, veremos un progresivo descenso de la importancia de Argentina en el consolidado del grupo, tal y como prevé también la propia compañía.

Argentina perderá peso en los próximos años principalmente por el tipo de cambio

Cuadro 19. Estimaciones ACF de crecimiento orgánico en Argentina (Mn€)

Argentina	2013P	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas	65,0	54,9	54,1	41,0	39,3
% crecimiento		-15,6%	-1,4%	-24,2%	-4,1%
% crec. Adicional compañía		4,0%	5,0%	5,0%	5,0%
% divisa		-40,1%	-17,5%	-36,5%	-19,7%
IPC	10,5%	32,0%	10,8%	10,8%	10,8%
PIB	3,5%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
EBITDA	5,4	4,4	4,9	3,7	3,5
% crecimiento		-18,4%	10,9%	-24,2%	-4,1%
% margen	7,2%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Fuente: ACF análisis

Grupo

Bajo este escenario, a nivel consolidado estimamos un crecimiento orgánico de las ventas en el periodo 2013-2017e a una TACC del 5,2% hasta alcanzar los 248,1Mn€ en 2017e, gracias principalmente al buen comportamiento esperado en Latinoamérica. **En términos de EBITDA, prevemos un crecimiento del 21,1%**, superior al estimado en ventas, hasta registrar 24,6Mn€ en 2017e, justificado por la política de mejora de eficiencia que está llevando a cabo la compañía y a la reestructuración realizada en los últimos ejercicios.

Estimamos un crecimiento en ventas y EBITDA en el periodo 2014-2017 a una TACC del 5,2% y del 21,1%, respectivamente

Cuadro 20. Estimaciones ACF de crecimiento orgánico nivel consolidado (Mn€)

Resumen orgánico	2013P	2014e	2015e	2016e	2017e	TACC
Ventas	202,8	196,7	212,1	225,3	248,1	5,2%
% crecimiento		-3,0%	7,8%	6,2%	10,2%	
EBITDA	11,4	15,5	18,9	21,1	24,6	21,1%
% crecimiento	257,5%	35,6%	22,0%	11,5%	16,6%	
% margen	5,6%	7,9%	8,9%	9,4%	9,9%	

Fuente: ACF análisis

Como podemos ver en el cuadro 21, nuestras estimaciones 2017e de crecimiento orgánico se encuentran muy por debajo de las previstas por la compañía en el plan estratégico. Estimamos que nuestras previsiones recogen un crecimiento orgánico más que notable de cara a los próximos años. De hecho, el

Nuestras estimaciones de crecimiento orgánico muy por debajo de las previstas por la compañía

crecimiento estimado es superior al PIB+IPC de cada país, ya que otorgamos que la compañía cuenta con una ventaja competitiva respecto a sus competidores y que el sector de mantenimiento de infraestructuras en Latinoamérica está por explotar en próximos años.

Cuadro 21. Comparación de crecimiento orgánico estimaciones ACF vs. Plan estratégico. (Mn€)

	Crecimiento 2017e vs. 2013P	
	ACFe	Ezentis
Ventas	45,3	128,0
EBITDA*	13,2	22,6

Fuente: Ezentis y ACF análisis

* EBITDA Ezentis estimado por ACF

Crecimiento inorgánico

Como hemos comentado anteriormente, buena parte del plan estratégico de la compañía depende de las futuras adquisiciones que se realicen en los próximos meses. **A la hora de realizar nuestras estimaciones partimos de las siguientes hipótesis:**

El crecimiento inorgánico base pilar del plan estratégico

- ▶ **Inversión en adquisiciones:** 64,6Mn€.
- ▶ **Plazo de adquisición:** estimamos que la adquisición de compañías se realizará principalmente entre el 4T14 y el 1T15.
- ▶ **Participación adquirida:** conforme a lo anunciado por la compañía, el porcentaje mínimo de adquisición será del 51%.
- ▶ **Ventas:** en el momento de la adquisición aportarán 201,7Mn€ de ventas.
- ▶ **EBITDA:** tomando como media un 9,6% de margen EBITDA, en el momento de la adquisición aportarán 19,4Mn€ al EBITDA.
- ▶ **Múltiplo de compra:** 5,5x VE/EBITDA.
- ▶ **Mercados objetivo:** estimamos que las adquisiciones tendrán lugar en Brasil, Colombia, México y España.

Cuadro 22. Estimaciones de crecimiento inorgánico (Mn€)

Adquisiciones	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas Brasil	16,7	110,1	125,6	144,5
Ajustes Compras*	83,3			
% crecimiento total		560,5%	14,1%	15,1%
% variación divisa	-7,2%	-0,6%	3,0%	4,4%
% crec. Adicional compañía	4%	2%	3%	2,0%
IPC	6%	5,3%	4,7%	4,5%
PIB	3%	3,2%	3,3%	3,5%
EBITDA	1,5	10,5	12,3	14,5
% crecimiento		597,2%	17,7%	17,4%
% margen	9,0%	9,5%	9,8%	10,0%
Ventas España	6,5	20,8	22,0	23,4
Ajustes Compras*	13,2			
% crecimiento total		220,7%	5,9%	6,4%
% variación divisa	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
% crec. Adicional compañía	2%	2%	2%	2,0%
IPC	1%	1,8%	1,8%	1,8%
PIB	1,3%	1,8%	2,0%	2,5%
EBITDA	0,6	2,1	2,2	2,5
% crecimiento		237,5%	8,0%	9,5%
% margen	9,5%	10,0%	10,2%	10,5%
Ventas Colombia	5,4	38,4	45,6	52,8
Ajustes Compras*	9,6	3,7		
% crecimiento total		609,2%	18,8%	15,6%
% variación divisa	-4,4%	4,1%	-2,0%	4,4%
% crec. Adicional compañía	4%	3%	3%	3,0%
IPC	3%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB	4,2%	4,5%	4,5%	4,5%
EBITDA	0,5	3,6	4,5	5,3
% crecimiento		648,6%	22,6%	18,0%
% margen	9,0%	9,5%	9,8%	10,0%
Ventas México	1,2	43,9	59,8	66,2
Ajustes Compras*	5,8	6,3		
% crecimiento total		3664,5%	36,2%	10,7%
% variación divisa	-4,1%	3,5%	8,3%	0,7%
% crec. Adicional compañía	4%	3%	3%	3,0%
IPC	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB	3,0%	3,5%	3,7%	3,8%
EBITDA	0,1	4,2	5,9	6,6
% crecimiento		3873,6%	40,5%	13,0%
% margen	9,0%	9,5%	9,8%	10,0%

Fuente: ACF análisis

*Importe pendiente de consolidar por efecto calendario de las adquisiciones

Bajo este escenario, a nivel consolidado estimamos que la aportación de las nuevas adquisiciones al consolidado del grupo será de 286,9Mn€ en ventas y de 28,8Mn€ a nivel de EBITDA. Una vez realizada las adquisiciones, la compañía habrá cumplido el objetivo del plan estratégico de estar presente en los 6 mayores países de Latinoamérica.

Prevedemos que las compañías adquiridas aportarán en 2017 ventas por 286,9Mn€ y un EBITDA de 28,8Mn€

Cuadro 23. Estimaciones ACF de crecimiento inorgánico a nivel consolidado (Mn€)

	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas	29,7	213,2	253,1	286,9
% crecimiento		617,0%	18,7%	13,4%
EBITDA	2,7	20,4	24,9	28,8
% crecimiento		651,6%	22,2%	15,8%
% margen	9,1%	9,5%	9,8%	10,0%

Fuente: ACF análisis

Como podemos ver en el cuadro 24, nuestras estimaciones 2017e de crecimiento inorgánico se encuentra muy en línea con las previstas por la compañía en el plan estratégico.

Estimaciones inorgánicas bastante en línea con Ezentis

Cuadro 24. Comparación de crecimiento inorgánico estimaciones ACF vs. Plan estratégico. (Mn€)

	2017e	
	ACFe	Ezentis
Ventas	286,9	325,5
EBITDA*	28,8	32,9

Fuente: Ezentis y ACF análisis

* EBITDA Ezentis estimado por ACF

Comparativa estimaciones ACF vs. plan estratégico

Como podemos ver en el cuadro 25, nuestras estimaciones 2017e se encuentran un 18,5% en ventas y un 20,0% en EBITDA por debajo de las publicadas por la compañía en el plan estratégico. A su vez, podemos ver que a nivel inorgánico estamos muy a la par con lo estimado por la compañía, concentrándose el grueso de la diferencia en las estimaciones de crecimiento a nivel orgánico. Hemos sido más conservadores en nuestras estimaciones de crecimiento orgánico frente a las previsiones del plan estratégico, a pesar de que estimamos que Ezentis será capaz de crecer recurrentemente por encima del PIB+IPC de cada país.

Nuestras estimaciones 2017e se encuentran por debajo de las publicadas por la compañía en el plan estratégico principalmente por menor crecimiento orgánico

Cuadro 25. Comparativa estimaciones ACF vs. plan estratégico I (Mn€)

	2017		Dif. Vs. plan	
	ACFe	Ezentis	(Mn€)	% Var.
Ventas	535,1	656,3	-121,2	-18,5%
Organico	248,1	330,8	-82,7	-25,0%
Inorgánico	286,9	325,5	-38,6	-11,8%
EBITDA	53,3	66,6	-13,3	-20,0%
Organico	24,6	33,7	-9,1	-27,0%
Inorgánico	28,8	32,9	-4,1	-12,4%
Bºneto	21,2	32,2	-11,0	-34,2%
Deuda bancaria neta*	-21,6	-61	39,4	-64,6%

Fuente: Ezentis y ACF análisis

Por países, teniendo en cuenta el desglose de geográfico de ventas dado por la compañía para 2017e, llegamos a la conclusión que las principales desviaciones de nuestras estimaciones frente al plan estratégico se producen en Chile, España y Perú.

Cuadro 26. Comparativa estimaciones ACF vs. plan estratégico II (Mn€)

	2017e
Objetivo ventas Brasil - Plan estratégico	241,4
Total Brasil ACFe	230,1
Estimaciones vs. plan	-11,3
% Var.	-4,7%
Objetivo ventas Chile - Plan estratégico	84,0
Total Chile ACFe	53,7
Estimaciones vs. plan	-30,3
% Var.	-36,1%
Objetivo ventas España - Plan estratégico	78,1
Total España ACFe	41,2
Estimaciones vs. plan	-36,8
% Var.	-47,2%
Objetivo ventas Perú - Plan estratégico	64,3
Total Perú ACFe	38,9
Estimaciones vs. plan	-25,4
% Var.	-39,5%
Objetivo ventas Argentina - Plan estratégico	44,6
Total Argentina ACFe	39,3
Estimaciones vs. plan	-5,3
% Var.	-11,8%
Objetivo ventas México - Plan estratégico	78,1
Total México ACFe	66,2
Estimaciones vs. plan	-11,9
% Var.	-15,2%
Objetivo ventas Colombia - Plan estratégico	52,5
Total Colombia ACFe	52,8
Estimaciones vs. plan	0,3
% Var.	0,6%
Objetivo ventas Resto - Plan estratégico	13,1
Total Resto ACFe	12,9
Estimaciones vs. plan	-0,2
% Var.	-1,9%

Fuente: Ezentis y ACF análisis

En conclusión, estimamos agresivos los objetivos apuntados por la compañía en el plan estratégico tal y como podemos ver al compararlo con nuestras estimaciones. Por un lado, consideramos muy optimistas las cifras de **crecimiento orgánico** dadas por Ezentis ya que prevén incrementos muy superiores al PIB+IPC de cada país. Por otro lado, como hemos comentado anteriormente, **la mayor parte del crecimiento estimado en el plan estratégico se basa en la aportación de las adquisiciones** que Ezentis pretende realizar con los fondos captados en la ampliación de capital. Dicho esto, consideramos que nuestras previsiones de crecimiento inorgánico cuentan con una elevada probabilidad de error, ya que carecemos de información en detalle de las posibles adquisiciones. En este sentido, no conocemos ni las ventas, EBITDA y deuda asociada a cada adquisición, ni tampoco el importe, porcentaje de compra y fecha de la operación.

En definitiva consideramos agresivos los objetivos del plan estratégico

Valoración

A la hora de valorar Ezentis, utilizando el método de descuento de flujos de caja, hemos tenido en cuenta las siguientes hipótesis:

- ▶ **Incluimos como deuda en el DCF la mantenida con las administraciones públicas y los préstamos con organismos públicos** por un importe total de 22,4Mn€.
- ▶ **Elevada tasa de minoritarios (20%)**, dado que Ezentis adquirirá varias compañías tomando participaciones inferiores al 100%.
- ▶ **Ezentis cuenta con bases imponibles negativas por importe de 457,7Mn€**. En la actualidad, la compañía no ha activado nada en el balance del grupo. **El impacto en nuestras estimaciones es residual y lo fijamos en 6,7Mn€ de valor actual neto**, dado el pequeño peso de España en los beneficios del grupo (10,0% en 2017e según estimaciones de Ezentis).

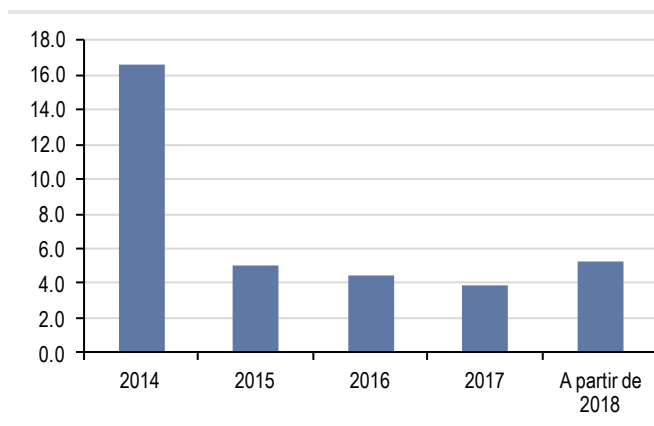
Cuadro 27. Cuadro de bases imponibles negativas (Mn€)

Bases imponibles negativas	
Año de generación	Importe
2001	14,3
2002	112,9
2003	82,1
2005	8,1
2006	9,0
2007	18,4
2008	22,4
2009	56,7
2010	34,1
2011	63,5
2012	8,0
2013	28,3
Total	457,7

Fuente: Ezentis

- ▶ **Estimamos que tras la ampliación de capital realizada, la compañía no tendrá problemas de vencimientos en los próximos años.**

Cuadro 28. Calendario de vencimientos de deuda bancaria (Mn€)



Fuente: Ezentis

Debemos volver a resaltar los riesgos e incertidumbres que hemos encontrado a la hora de realizar nuestras estimaciones:

- 1. Elevado grado de incertidumbre en nuestras estimaciones:** la mayor parte del crecimiento estimado en el plan estratégico se basa en la aportación de las adquisiciones. No conocemos ni las ventas, EBITDA y deuda asociada a cada adquisición, ni tampoco el importe, porcentaje de compra y fecha de la operación.
- 2. No descartamos nuevas ampliaciones de capital:** el hecho de haberse realizado una ampliación de capital por un importe de 50,5Mn€, inferior al máximo inicialmente previsto de 80,0Mn€, nos lleva a no descartar nuevas ampliaciones de capital para financiar el plan estratégico.

En cualquier caso, como hemos comentado a lo largo del informe, estimamos que hemos sido realistas en nuestras estimaciones, situándonos **por debajo de las previsiones publicadas por la compañía en el plan estratégico en un -18,5% en ventas y en un -20,0% en EBITDA**. Tomando como referencia este escenario en el que estimamos un crecimiento en EBITDA a una t.a.c.c (2013/17e) del 86,7% y, tras las caídas sufridas por la cotización del valor, **iniciamos cobertura con una recomendación de COMPRAR un precio objetivo de 0,93€/acción (potencial >20%)**. Las principales hipótesis de nuestro modelo de valoración son las siguientes:

Iniciamos cobertura con una recomendación de COMPRAR con precio objetivo de 0,93€/acción.

- ▶ Coste de los recursos propios: 11,5%.
- ▶ Coste medio ponderado del capital: 9,8%.
- ▶ Tasa de crecimiento: 2,0%.

Cuadro 29. Modelo de valoración

	2015e	2016e	2017e	Residual
EBIT	33,9	40,1	47,3	48,3
Tasa Impositiva	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
NOPAT	23,7	28,1	33,1	33,8
Amortización + Depreciación	5,4	5,9	6,1	7,0
Capex	-26,7	-7,0	-7,0	-7,0
Inversión en Circulante	-10,1	-8,1	-9,3	-1,0
FCF	-7,7	18,9	22,9	32,8
FCF Descontados	-7,7	17,1	18,8	283,8
Valor Empresa (Mn€)	312,0			
Deuda neta (Mn€)	-50,8			
Valor RRPP + minoritarios (Mn€)	261,3			
Ajuste Minoritarios	-52,3			
Crédito fiscal	6,7			
Valor RRPP(Mn€)	215,7			
Nº de acciones (Mn)	230,8			
Precio objetivo (€)	0,93			

Fuente: Análisis ACF

En un mercado en que las primas de riesgo se están normalizando, hemos creído conveniente adjuntar una tabla de sensibilidad a Ke y g para ver cómo podría variar el precio objetivo en base a distintos escenarios.

Cuadro 30. Tabla de sensibilidad a Ke y G.

g/Ke	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
3,0%	1,21	1,12	1,04	0,97	0,91
2,5%	1,14	1,06	0,99	0,92	0,86
2,0%	1,07	1,00	0,93	0,87	0,82
1,5%	1,01	0,95	0,89	0,83	0,79
1,0%	0,96	0,90	0,85	0,80	0,75

Fuente: Análisis ACF

Cuadro 31. Comparables de mercado

	PER14e	PER15e	VE/EBITDA14e	VE/EBITDA15e
Ezentis (JCF)	48,9	11,3	8,5	3,7
Quanta Services	17,7	15,1	9,2	7,2
EMCOR Group	16,7	14,5	n.a.	n.a.
Dycom Industries	25,6	17,8	n.a.	n.a.
MYR Group	16,1	14,6	n.a.	n.a.
MasTec	16,5	12,2	7,5	6,8
Promedio (ex EZE)	18,5	14,8	8,4	7,0
EZE (ACF)	19,5	12,4	10,8	4,7

Fuente: FactSet y Análisis ACF

(*) VE/EBITDA= (Capitalización Bursátil +Deuda neta)/EBITDA.

Principales magnitudes

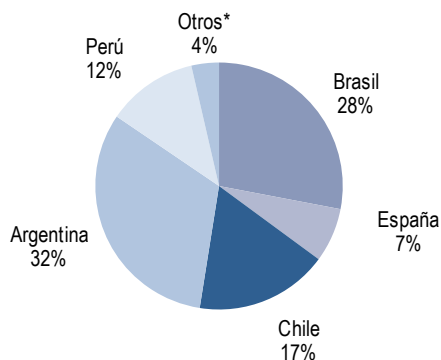
(Mn€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Ventas	190,7	191,1	145,7	226,7	425,6	478,5
% inc.	n.a.	0,2	-23,8	55,6	87,7	12,4
Coste de las mercancías vendidas	-83,6	-64,8	-46,4	-51,6	-96,5	-108,1
Margen bruto	107,1	126,3	99,2	175,0	329,0	370,4
Costes de explotación	-97,4	-113,2	-94,8	-156,6	-289,5	-324,2
EBITDA	9,7	13,0	4,4	18,4	39,5	46,2
% inc.	n.a.	34,7	-66,2	318,8	114,4	17,0
Amortización del inmovilizado	-3,2	-4,0	-11,8	-4,5	-5,4	-5,9
EBIT	6,5	9,0	-7,4	13,9	34,1	40,3
% inc.	n.a.	39,2	n.a.	n.a.	144,7	18,1
Resultado financiero	-13,8	-8,7	-9,0	-5,9	-6,4	-5,3
Puesta en equivalencia	0,0	-16,5	-15,5	0,0	0,0	0,0
Otros resultados	-31,0	-0,9	-6,5	5,0	0,0	0,0
Beneficio antes de impuestos	-38,3	-17,1	-38,4	13,0	27,8	34,9
Impuesto de sociedades	-1,3	-1,2	-2,1	-2,3	-8,3	-10,4
Minoritarios	-0,7	-1,2	-0,5	-3,2	-5,8	-7,3
Beneficio neto atribuible	-40,4	-19,4	-40,9	7,5	13,7	17,2
% inc.	n.a.	-51,8	110,2	n.a.	83,7	25,7
BPA (€)	-0,55	-0,22	-0,34	0,04	0,06	0,07
% inc.	n.a.	-59,7	52,4	n.a.	56,5	25,7
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	-37,2	-15,4	-29,1	11,9	19,1	23,1
% inc.	n.a.	-58,5	88,6	n.a.	59,8	21,3
Variaciones de NOF	18,8	-5,2	-4,6	-32,4	-10,1	-8,1
Capex	28,2	-4,4	-15,4	-47,6	-26,7	-7,0
Cash flow libre	9,9	-25,1	-49,1	-68,0	-17,7	8,0
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones de deuda	43,2	-31,6	-52,3	-63,2	-31,4	-8,2
Balance						
Activo fijo neto	40,8	51,2	53,7	96,8	118,2	119,3
Inmovilizado financiero	63,4	42,4	32,9	32,9	32,9	32,9
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-18,8	-13,6	-9,0	23,4	33,4	41,5
Otros activos/(pasivos) neto	-44,4	-58,5	-64,5	-77,4	-109,0	-117,4
Capital empleado	40,9	21,5	13,1	75,7	75,5	76,3
Recursos propios	5,1	-9,0	-13,8	43,9	57,4	74,5
Minoritarios	2,5	3,7	3,4	3,4	3,4	3,4
Deuda financiera neta	33,3	26,8	23,5	28,4	14,7	-1,6
Márgenes (%)						
Margen bruto/Ventas	56,2	66,1	68,1	77,2	77,3	77,4
EBITDA/Ventas	5,1	6,8	3,0	8,1	9,3	9,7
EBIT/Ventas	3,4	4,7	-5,1	6,2	8,0	8,4
Ventas/Capital empleado	466,1	888,7	1.109,7	299,5	563,7	627,5
EBITDA/Capital empleado	23,6	60,6	33,5	24,3	52,3	60,6
ROCE	15,8	41,8	-56,6	18,4	45,2	52,8
ROE	-789,1	216,2	295,9	17,0	23,8	23,1
Endeudamiento (x)						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0,8	1,2	1,8	0,4	0,2	0,0
Deuda financiera neta/EBITDA	3,4	2,1	5,4	1,5	0,4	0,0
EBIT/Resultado financiero	0,5	1,0	-0,8	2,3	5,4	7,5
Nº empleados	4.777	4.179	4.245	4.330	4.416	4.505

Fuente: Compañía y Análisis ACF

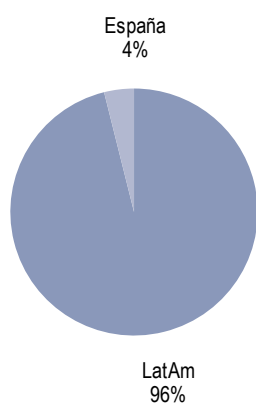
Evolución ratios bursátiles

(€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
BPA (€)	-0,55	-0,22	-0,34	0,04	0,06	0,07
% inc.	n.a.	-59,7	52,4	n.a.	56,5	25,7
CFPA (€)	-0,51	-0,18	-0,24	0,06	0,08	0,10
% inc.	n.a.	-65,3	36,8	n.a.	36,1	21,3
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VC/acción (€)	0,07	-0,10	-0,10	0,19	0,25	0,32
% inc.	n.a.	n.a.	-1,5	n.a.	30,7	29,6
ROE (%)	-789,1	216,2	295,9	17,0	23,8	23,1
Precio (€)						
Máximo	4,3	2,0	2,0	1,8	-	-
Mínimo	1,2	1,0	1,6	0,4	-	-
Último	0,9	0,5	1,4	0,7	0,7	0,7
Nº de acciones (Mn)						
Media anual	73,2	87,4	120,6	196,6	230,8	230,8
Fin ejercicio	73,3	88,9	138,5	230,8	230,8	230,8
Capitalización bursátil (Mn€)						
Media anual	66,4	47,6	168,3	145,1	170,4	170,4
Fin ejercicio	66,5	48,4	193,3	170,4	170,4	170,4
PER (x)						
Máximo	-	-	-	47,5	-	-
Mínimo	-	-	-	11,9	-	-
Último	-	-	-	19,5	12,4	9,9
Relativo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/CF (x)						
Máximo	-	-	-	29,7	-	-
Mínimo	-	-	-	7,4	-	-
Último	-	-	-	12,2	8,9	7,4
Relativo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rent. Dividendo (%)						
Máxima	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Mínima	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-
Última	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Relativo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/VC (x)						
Máximo	61,6	-	-	9,5	-	-
Mínimo	17,8	-	-	2,4	-	-
Último	13,0	-	-	3,9	3,0	2,3
Relativo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Volatilidad						
10 d.	69,1	18,4	71,7	68,1	-	-
30 d.	75,9	47,5	69,4	64,3	-	-
60 d.	62,4	42,0	59,5	56,9	-	-
90 d.	57,7	40,4	60,0	54,7	-	-
180 d.	50,0	40,7	53,7	49,7	-	-
200 d.	49,6	42,5	53,0	55,8	-	-
360 d.	44,1	55,9	47,8	53,3	-	-

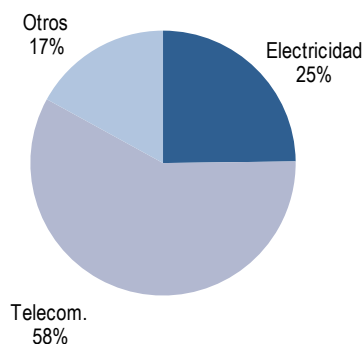
Fuente: Compañía y Análisis ACF

Desglose de ventas por áreas geográficas 2013P


Fuente: Ezentis

Desglose del EBITDA 2013P


Fuente: Ezentis

Desglose de ventas por división 2013P


Fuente: Ezentis

Principales accionistas

Manuel García-Durán: 14,4%
 Merchbank: 3,0%
 PREMATT: 3,0%
 Autocartera: 0,9%

Fuente: CNMV y Análisis ACF

Magnitudes por acción

	BPA (€)	DPA (€)	VC/acción (€)
2000	n.a.	0,00	n.a.
2001	n.a.	0,00	n.a.
2002	n.a.	0,00	n.a.
2003	n.a.	0,00	n.a.
2004	n.a.	0,00	n.a.
2005	n.a.	0,00	n.a.
2006	n.a.	0,00	n.a.
2007	n.a.	0,00	n.a.
2008	n.a.	0,00	n.a.
2009	n.a.	0,00	n.a.
2010	n.a.	0,00	n.a.
2011	-0,55	0,00	0,07
2012	-0,22	0,00	-0,10
2013e	-0,34	0,00	-0,10

Fuente: Compañía y Análisis ACF

Información de la empresa
Dirección:

Prim, 19
 28004 Madrid
 España

Página web: www.ezentis.es
Presidente: Manuel García-Durán

Consejero Delegado: Fernando González

Director de Relaciones con Inversores: Roberto Cuens

(Tel.: +34 913 604 118)

Fuente: Ezentis y Análisis ACF

CERTIFICACION DE ANALISTAS

Los siguientes analistas certifican por la presente que las opiniones que se expresan en este informe de análisis reflejan fielmente sus opiniones personales: César Sánchez-Grande

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por ACF e, indirectamente, los resultados del Grupo Ahorro Corporación, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

La entidad responsable de la elaboración de este documento, así como de los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, es Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A. (en adelante "ACF") filial del Grupo Ahorro Corporación sometida a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en su Registro oficial con el número 24.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación tiene/n una titularidad directa o indirecta de una participación igual o superior al 1% del capital social emitido de la/s entidad/es emisora/s y que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

La entidad/es emisora/s que es/son objeto de análisis poseen una participación igual o superior al 5% del capital social de ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación: No aplicable.

En los últimos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación ha/n participado como asegurador y/o colocador en ofertas públicas de valores y ha percibido, por tanto, remuneraciones basadas en ello, de la/s siguiente/s Compañía/s, que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

Otros intereses financieros de ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación a destacar: No aplicable.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación tiene suscritos contratos de liquidez con la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

En los últimos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación ha/n recibido compensación por la prestación de servicios de banca de inversiones de la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe, no habiendo implicado en ningún caso revelación de información comercial confidencial alguna: No aplicable.

En los próximos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación esperan recibir o intentarán obtener compensación por la prestación de servicios de banca de inversiones de la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

El Grupo Ahorro Corporación tiene establecidos procedimientos de actuación internos, medidas de control y normas de conducta para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad de forma que se garantice que cada una de éstas tomas de manera autónoma sus decisiones y, asimismo, se eviten conflictos de interés, tales como barreras de información, independencia del Departamento de Análisis, tratamiento de información privilegiada de acuerdo con lo establecido en el art. 83.1 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1333/2005, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado y elaboración de recomendaciones,

SISTEMA DE RECOMENDACIONES

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg y Factset.

Los precios objetivo y recomendaciones se establecen de acuerdo a la evolución esperada hasta el final del año natural. A partir del mes de septiembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja. Las recomendaciones son absolutas y fundadas. Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Comprar, potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Vender, Potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Mantener, Potencial de revalorización cercano a cero en el horizonte definido (final de año corriente o posterior). En el caso de las compañías pertenecientes al universo de Micro Caps, las recomendaciones se reducen a dos: Comprar, potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Vender, Potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior).

A fecha actual, sobre el total universo de compañías en cobertura por parte de ACF, hay un 45,5% de recomendaciones de Comprar, un 45,5% de recomendaciones de Mantener y un 36,4% de recomendaciones de Vender. Asimismo, sobre el universo de compañías a los que ACF presta servicios de banca de inversiones, hay un 0% de recomendaciones de Comprar, un 0% de recomendaciones de Mantener y un 0% de recomendaciones de Vender.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, se facilita sólo a efectos informativos sin constituir asesoramiento en materia de inversión, por lo que en ningún momento se puede entender que constituye una recomendación personalizada al inversor que acceda al presente documento.

Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente informe constituyen la opinión técnica personal del analista en la fecha de su emisión, y pueden ser modificadas sin previo aviso. El acierto por parte del analista en recomendaciones pasadas no garantiza el éxito de las futuras.

Bajo ninguna circunstancia deberá entenderse que el presente informe constituye una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos. Cualquier decisión de compra o venta por parte del receptor sobre valores emitidos por la/s Compañía/s objeto de este informe de análisis, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto correspondiente a dichos valores registrado en la CNMV –disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras de los citados valores–.

El inversor que acceda al presente documento deberá tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros. Cualquier decisión de inversión sobre los mismos deberá adoptarse de acuerdo al propio criterio del inversor y/o de los asesores que éste considere oportunos.

ACF o las Entidades del Grupo Ahorro Corporación no asume(n) responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de ACF u otra entidad del Grupo Ahorro Corporación pueden proporcionar opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento

Ninguna parte del presente documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio, (ii) difundida o redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de ACF.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, Reino Unido y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley

ACF International, Inc. miembro de FINRA / SIPC distribuye este documento en Estados Unidos y, por tanto, acepta toda la responsabilidad sobre su contenido. Cualquier inversor de Estados Unidos que desee realizar transacciones en el/los valores objeto del presente informe sólo podrá hacerlo contactando con un representante de ACF International, Inc. y nunca a través de alguna de las compañías afiliadas en el extranjero, incluyendo la encargada de la elaboración del análisis, Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.

Paseo de la Castellana, 89
28046 MADRID
☎ 915 869 450
Fax 915 971 995 y 915 558 175
acanalisis@ahorro.com

Av da. Diagonal, 640, 1ºD
08017 BARCELONA
☎ 933 662 400
Fax 933 662 401

For U. S. Investors:
ACF International Inc.
MEMBER: FINRA / SIPC
(A wholly owned subsidiary of
Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.)

50 Congress Street, Suite 6
BOSTON, MA 02109
☎ 617 523-3295
Fax 617 523-3463
