

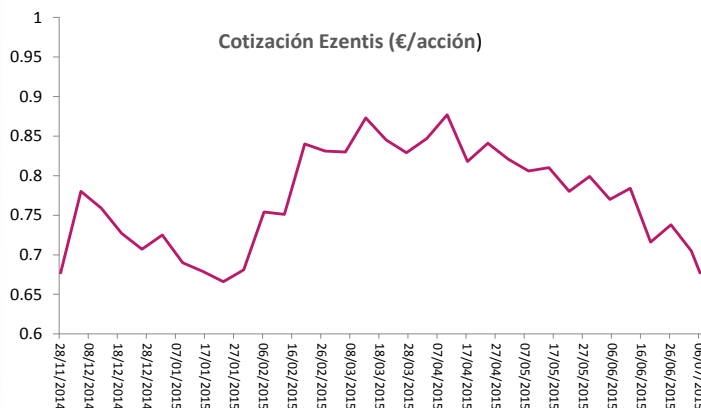
## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

10 de julio de 2015

Cuenta de Resultados (Miles €)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e
INCN	145.457	248.321	336.088	534.599	631.986
Variación (%)	-20,1%	70,7%	35,3%	59,1%	18,2%
Otros ingresos de explotación	3.364	8.976	7.091	10.051	8.534
<b>Total ingresos</b>	<b>148.821</b>	<b>257.297</b>	<b>343.180</b>	<b>544.651</b>	<b>640.521</b>
Gastos de explotación	-148.494	-243.237	-312.555	-492.726	-575.667
<b>EBITDA</b>	<b>327</b>	<b>14.060</b>	<b>30.625</b>	<b>51.925</b>	<b>64.853</b>
Variación (%)	-96,9%	4199,7%	117,8%	69,6%	24,9%
Margen (%)	0,2%	5,5%	8,9%	9,5%	10,1%
Amortizaciones	-4.391	-7.369	-6.466	-10.382	-12.906
Variación provisiones	-3.360	169	-5.361	-11.144	-8.765
<b>EBIT</b>	<b>-7.424</b>	<b>6.860</b>	<b>18.798</b>	<b>30.399</b>	<b>43.183</b>
Variación (%)	-182,6%	-192,4%	174,0%	61,7%	42,1%
Margen (%)	-5,0%	2,7%	5,5%	5,6%	6,7%
Ingresos financieros	1.095	1.196	336	175	924
Gastos financieros netos	-8.333	-12.622	-15.479	-19.839	-20.029
Otros resultados financieros	-1.715	-1.043	0	0	0
Participaciones asociadas (p.e.)	-15.479	13	0	0	0
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>-31.856</b>	<b>-5.596</b>	<b>3.656</b>	<b>10.735</b>	<b>24.078</b>
Impuestos	-2.057	-678	0	0	-4.912
<b>Resultado neto total</b>	<b>-33.913</b>	<b>-6.274</b>	<b>3.656</b>	<b>10.735</b>	<b>19.166</b>
Variación (%)	95,2%	-81,5%	-158,3%	193,6%	78,5%
Margen (%)	-22,8%	-2,4%	1,1%	2,0%	3,0%
Socios minoritarios	-476	-943	-164	-206	-255
Extraordinarios	-6.498	-139	0	0	0
<b>Resultado neto atribuible</b>	<b>-40.887</b>	<b>-7.356</b>	<b>3.492</b>	<b>10.529</b>	<b>18.911</b>

Balance de Situación (Miles €)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e
<b>Activo no corriente</b>	<b>88.727</b>	<b>107.189</b>	<b>161.362</b>	<b>163.102</b>	<b>195.434</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>72.817</b>	<b>97.144</b>	<b>122.596</b>	<b>231.930</b>	<b>255.186</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>161.544</b>	<b>204.333</b>	<b>283.958</b>	<b>395.032</b>	<b>450.621</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>-13.817</b>	<b>33.168</b>	<b>36.660</b>	<b>47.189</b>	<b>66.100</b>
<b>Minoritarios</b>	<b>1.801</b>	<b>3.275</b>	<b>3.439</b>	<b>3.645</b>	<b>3.900</b>
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>76.529</b>	<b>73.994</b>	<b>156.641</b>	<b>208.891</b>	<b>222.541</b>
Deuda financiera	38.504	36.755	114.630	155.431	162.502
Provisiones	33.803	31.609	36.970	48.114	56.879
Otros pasivos a largo plazo	4.222	5.630	5.041	5.346	3.160
<b>Pasivo corriente</b>	<b>97.031</b>	<b>93.896</b>	<b>87.218</b>	<b>135.307</b>	<b>158.079</b>
Deuda financiera	33.560	30.201	6.033	7.324	8.553
Acreedores comerciales	54.894	59.531	76.496	120.592	140.892
Otros pasivos corrientes	8.577	4.164	4.688	7.391	8.635
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>161.544</b>	<b>204.333</b>	<b>283.958</b>	<b>395.032</b>	<b>450.621</b>

\* Fuente: Ezentis, Intermoney Valores



\*Fuente: Intermoney Valores, Bloomberg

### Mejora operativa y de rentabilidad: en la buena dirección

Desde que el pasado ejercicio 2014 Ezentis realizase una ampliación de capital por importe de 50,4 Mn€, la compañía ha solventado su delicada situación patrimonial (pasando a tener fondos propios positivos), prácticamente ha duplicado su cifra de negocio, ha ampliado sustancialmente su resultado bruto de explotación (multiplicando 43 veces el Ebitda en relación al obtenido en 2013) y ha conseguido reducir sus pérdidas en un 81%. Todo esto en tan sólo un ejercicio contable.

El cumplimiento de buena parte de sus objetivos se ha logrado a través de diversas acciones: desinversiones en activos no estratégicos; vocación de control en sus adquisiciones y compras de participaciones minoritarias en sociedades existentes; racionalización de la estructura de costes; aplicación política contable prudente de reconocimiento de contingencias; reestructuración del endeudamiento y giro en la dirección corporativa, plasmada en el Plan Estratégico 2014-2017, con planteamientos ambiciosos pero cargados de visión y racionalidad.

### Política financiera: palanca de crecimiento y flexibilidad

La firma de inversión Highbridge Principal Strategies (Grupo JPMorgan) ha concedido 126 Mn€ de financiación a Ezentis por un plazo de 5 años, **sin implicar cambios en la actual estructura accionarial**, con la que **financiar su crecimiento orgánico e inorgánico**. Adicionalmente permite la reestructuración de todas sus deudas (lo cual es positivo, dado el elevado coste implícito de sus fuentes de financiación actuales) **evitando tensiones adicionales de financiación/refinanciación en el medio plazo**, y supone un **voto de confianza** hacia la gestión de la compañía por parte de una entidad de referencia

**Perspectivas de futuro:** esperamos crecimiento inorgánico de valor a través de operaciones de M&A (i.e entrada en México y consolidación en plazas en las que ya está presente), así como un importante crecimiento endógeno derivado del significativo déficit de mantenimiento de infraestructuras de transporte, de telecomunicaciones y de *utilities* (electricidad, agua, etc.) en Latam., con la tracción que ello conlleva sobre la actividad de Ezentis. TACC de ingresos 2014-2024e: 17,5%.

**Valoración:** Hemos efectuado una valoración de la compañía empleando la metodología de *discounted cash flow* (DCF), proyectando los EE.FF. a lo largo de 10 años y extrapolando desde ese instante una tasa de crecimiento anual perpetua del 4,04%. Asumimos una **tasa de descuento (WACC) variante y con referencia CAPM (ke) ad hoc para cada mercado de Latam.**, lo que implica que cada año la tasa empleada va modificándose en función de la estructura financiera estimada resultante de la compañía. Con esas premisas, nuestra recomendación es **COMPRAR; precio objetivo de 1,52€/acción**.

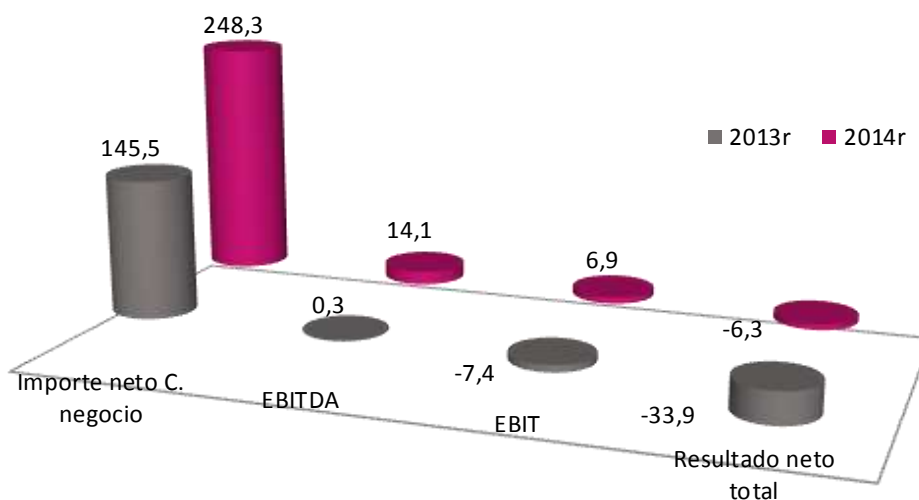
Consideramos la compañía una **historia de crecimiento y alto potencial**, que ha de ser **aprovechada tomando posiciones a precios actuales**.

## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

### Buscando valor al cumplimiento

Desde que el pasado ejercicio 2014 Ezentis realizase una ampliación de capital por importe de 50,4 Mn€ (a 0,70€/acción), son muchos los pasos que la compañía ha dado en aras al cumplimiento de sus objetivos, plasmados en el Plan Estratégico (PE) 2014-2017.<sup>1</sup>

En el momento previo a la ampliación de capital (con las cifras de cierre de 2013), Ezentis era una compañía muy diferente a la que es hoy en día. A cierre de 2014, la compañía ha solventado su situación patrimonial (pasando a tener fondos propios positivos), prácticamente ha duplicado su cifra de negocio, ha ampliado sustancialmente su resultado bruto de explotación (multiplicando 43 veces el Ebitda en relación al obtenido en 2013) y ha conseguido reducir sus pérdidas en un 81%. Todo ello en tan sólo un ejercicio contable.



\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

¿Cómo ha sido posible lograr este giro tan favorable en un periodo de doce meses?

### Compromiso y desempeño

El actual equipo directivo asumió hace algunos años el reto de hacerse con una empresa decadente y con infinidad de problemas históricos heredados, con el propósito de: (i) sanearla, (ii) modernizarla / profesionalizarla, (iii) transformarla, (iv) dirigirla hacia la senda del crecimiento y la rentabilidad, y (v) recuperar la confianza perdida del mercado. Actualmente la compañía ha conseguido dar cumplimiento a buena parte de sus objetivos a través de varias acciones:

#### 1 Desinversiones en activos no estratégicos

Se han llevado a cabo numerosas enajenaciones de todos aquellos negocios considerados *non core* (p.e. venta de Amper, Vértice, Avanzit Technologies Marruecos, Ezentis energía SL, negocio de infraestructuras en España (Sedesa), etc.).

#### 2 Vocación de gestión y control

En el ejercicio 2011 el 78% del resultado neto obtenido por la compañía era atribuible a los socios minoritarios, es decir, no redundaba en último término sobre la propia Ezentis (a pesar de ser negocios que consolidaban globalmente desde un punto de vista contable). Esta situación ha variado con la política implementada en los últimos años de adquisición del total del capital de compañías en su estrategia de crecimiento inorgánico (p.e. adquisición del 100% de Network Test en 2014 y

<sup>1</sup> Ingresos 2017e (PE) 656,3 Mn€; Ebitda 2017e (PE) 66,6 Mn€.

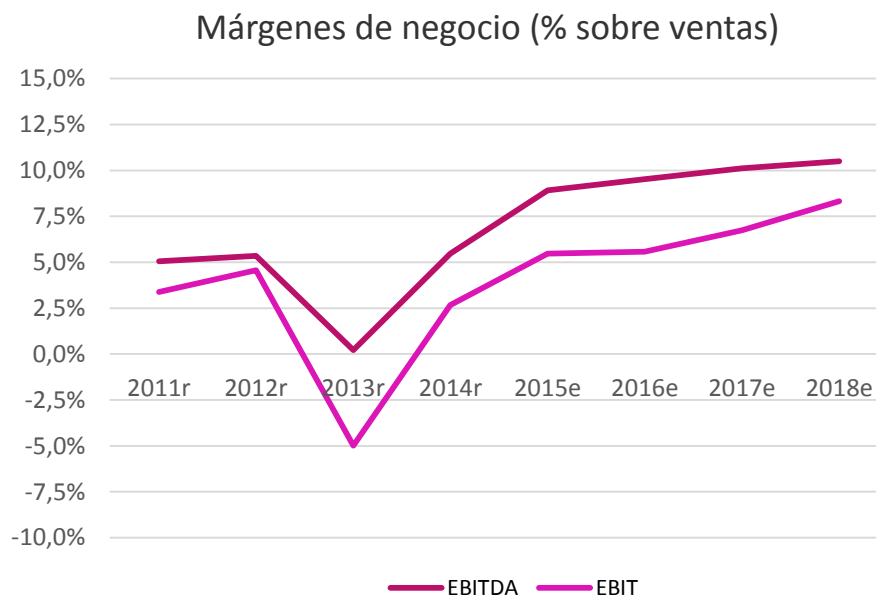
## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

del 100% de Ability Brasil en 2015), así como con la determinación por comprar las participaciones minoritarias de sus socios en negocios bajo su control (ejemplo de ello es la adquisición del 45% de Seicom el pasado 26 de Junio y la adquisición de los minoritarios de RDTC en Chile durante el pasado ejercicio).

En la actualidad, la brasileña SUL es la única sociedad en la que Ezentis no controla el 100% (su participación es del 96%) y de hecho en el año 2014, tan sólo un 12,8% del resultado neto del Grupo era atribuible a socios minoritarios (contribución que en los años venideros es previsible que se reduzca aún más).

### 3 Racionalización de su estructura de costes

En los últimos años, Ezentis ha redimensionado sus sociedades, efectuando ajustes de personal y cierre de delegaciones. Asimismo ha efectuado una reorganización societaria del *holding* internacional, con la finalidad de simplificar y de dotar de mayor eficiencia a su estructura, potenciando la capacidad de rentabilidad a largo plazo. De este modo, los márgenes operativos de la compañía no sólo no han empeorado de forma inmediata, pese a estos esfuerzos de consolidación y reestructuración llevados a cabo -unido a los costes extraordinarios de arranque en algunas actividades-, sino que incluso han experimentado una sensible mejoría en términos anuales (i.e. margen Ebitda del 5,5% en 2014 vs 5,1% en 2011), que es previsible que continúe acentuándose en los próximos años.



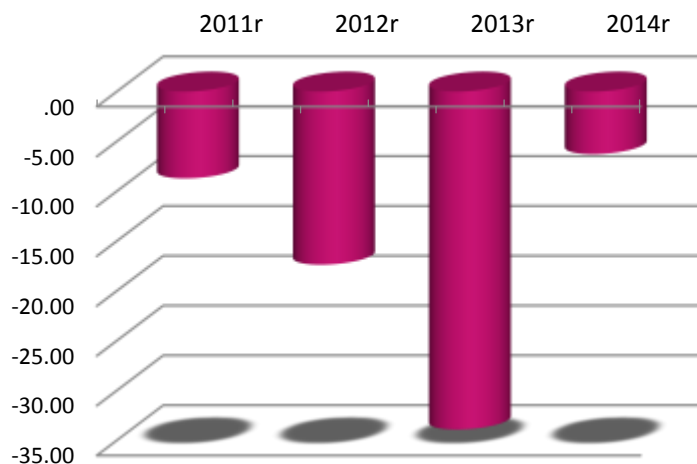
\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

### 4 Política de prudencia contable

La compañía ha evidenciado un saludable conservadurismo financiero al provisionar muchas contingencias negativas eventuales -pendientes de resolución y de que se materialicen sus efectos- (p.e. 100% potenciales pérdidas de Vértice, provisiones efectuadas por realización de EREs, conflictos judiciales en Argentina, Chile, Brasil y Perú, etc.). A cierre de 2014, Ezentis mantiene provisiones en su Balance de Situación por importe de 31,6 Mn€, básicamente imputables al riesgo de procedimientos judiciales y reclamaciones en curso.

Es cierto que las cuestiones anteriores -desinversiones, control de costes y dotación de provisiones- han implicado cuantiosas pérdidas no recurrentes para Ezentis en los ejercicios pasados, pero es precisamente ese necesario saneamiento el que sitúa a la compañía en una posición más sólida para alcanzar su Plan Estratégico. En cualquier caso, es indudable que las pérdidas se han ido mitigando considerablemente, como puede apreciarse a continuación.

**Evolución del Resultado Neto**



\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

**5 Disminución y reestructuración del endeudamiento.**

Con el objetivo de optimizar sus fuentes de financiación, en el año 2014 la compañía ha **reestructurado el 48,7% de su deuda bancaria** (Banco Santander), mejorando el calendario de vencimientos y normalizando parte de la estructura de su Balance, al asociar buena parte de sus pasivos a los mercados en los que genera sus flujos de caja. Adicionalmente, **en el presente ejercicio 2015, determinados acontecimientos han supuesto un cambio sustancial en la estructura de financiación de la compañía**, que la sitúan en una situación de mayor solvencia que en el pasado, y con mayores posibilidades de dar cumplimiento a su Plan Estratégico, como pasará a describirse más adelante.

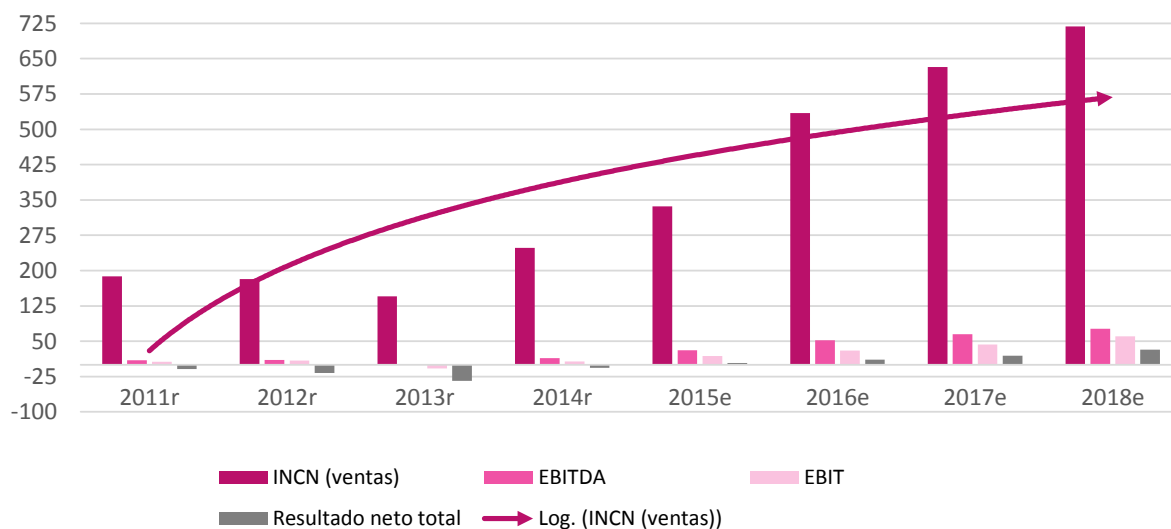
**6 Estrategia corporativa**

Se ha llevado a cabo un **giro de 180 grados en la dirección del negocio**, dotándolo de un **Plan Estratégico ambicioso**, pero **cargado de racionalidad y visión a largo plazo**, con crecimientos esperados de doble dígito a nivel orgánico -gracias al fuerte crecimiento de las ventas estimado en Latinoamérica y a la evolución prevista de la actividad de servicios industriales-, y con adquisiciones de compañías -crecimiento inorgánico- *a priori* generadoras de valor, todo ello acompañado del compromiso del equipo directivo y gestor, propietario y accionista de la compañía (con una participación sindicada del 15,3% a cierre de 2014).

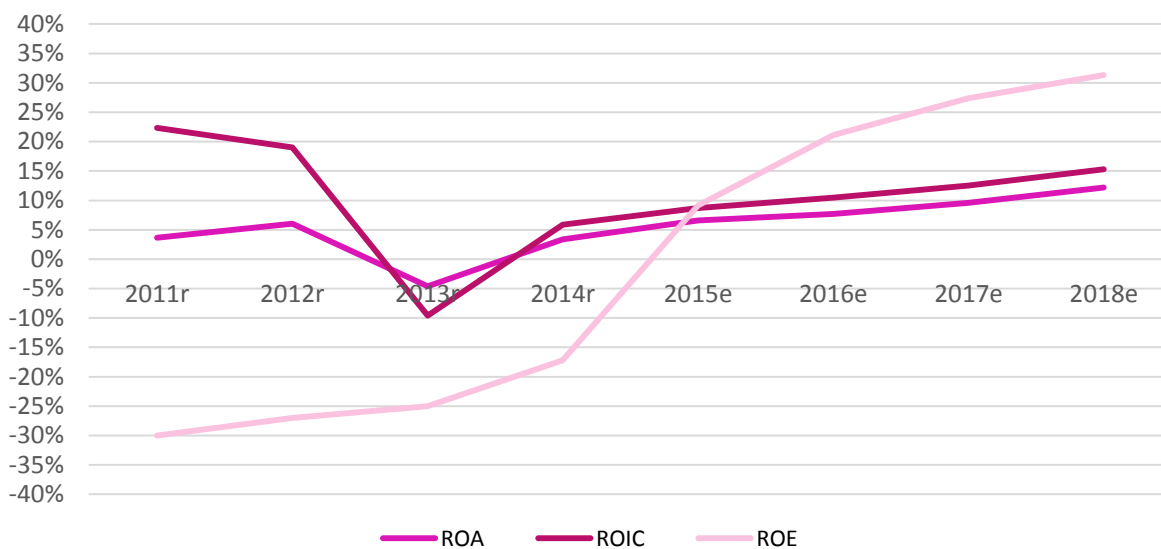
En resumen, la compañía ha conseguido a base de **esfuerzo, seriedad y determinación, avanzar hacia un camino de crecimiento sólido y consolidar la transformación absoluta del negocio**, que se aprecia tanto en la evolución de sus magnitudes contables, como en términos de rentabilidad, con mejoras constantes y sostenidas en el tiempo.

## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

Evolución del negocio (M€)



Rentabilidad



\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

### Reestructuración de la estructura de capital (política de financiación): Recompensa al trabajo bien hecho

El notable esfuerzo de reestructuración llevado a cabo por la compañía ha tenido su reflejo en la obtención de financiación por importe de 126 Mn€, lo que equivale a casi el 80% de la actual capitalización bursátil de la compañía.

La firma de inversión Highbridge Principal Strategies (del Grupo JPMorgan) se comprometió, a principios del mes de junio de 2015, a otorgar financiación a Ezentis por un plazo de 5 años, con sujeción al cumplimiento de ciertas condiciones, pero **sin implicar en ningún caso cambios en la actual estructura accionarial**, evitando cualquier tipo de dilución y/o transferencia potencial del control y de la propiedad de la compañía.

En virtud de este acuerdo, Highbridge concederá a Ezentis un préstamo por importe de 68,8 Mn€, que se destinará a la capitalización/eliminación de las líneas de *factoring*, que está penalizando severamente los costes financieros de la compañía y suponiendo un elevado esfuerzo financiero para Ezentis, así como a la extensión de los vencimientos de la deuda actual de la mayor parte de las sociedades del Grupo. Esto supone una optimización adicional de su estructura de capital. El coste anual del préstamo se sitúa en torno al 9,0% (Euribor + 800 pbs.), pudiendo incrementarse según *covenants* hasta el 10,3%. Es importante señalar que esta vía de financiación permitirá una **significativa reducción de los costes por el endeudamiento** (el coste anual efectivo de su financiación actual es sustancialmente superior, de alrededor del 18% en 2014) y un **aumento de la flexibilidad financiera** de Ezentis, que se hará notar especialmente a partir del año 2016.

Los 57,2 Mn€ restantes se destinarán a financiar determinadas adquisiciones inorgánicas e inversiones, en el marco del crecimiento previsto en su Plan Estratégico 2014-2017.

A nivel **cuantitativo**, teniendo en cuenta que a cierre de 2014 Ezentis ostentaba una deuda bruta total de 66,9 Mn€ (deuda neta de 50 Mn€), los recursos captados permiten a la compañía no sólo la refinanciación a cinco años de toda su deuda actual, **sino garantizar la inexistencia de tensiones adicionales de financiación/refinanciación en el medio plazo**.

A nivel **cuantitativo**, la entrada de Highbridge (JPMorgan) como acreedor de la compañía es una **garantía de la calidad** del negocio de Ezentis. No hay que olvidar que para la concesión de dicho préstamo, Highbridge ha llevado a cabo un exhaustivo proceso de *due diligence*, que debería **reforzar la confianza del mercado en la compañía y en la capacidad para lograr el cumplimiento de los objetivos establecidos**. Por otro lado, esta transacción aleja los miedos de los inversores a una posible ampliación de capital adicional, algo con lo que se ha especulado mucho en los últimos meses y que había mantenido penalizada la cotización del valor.

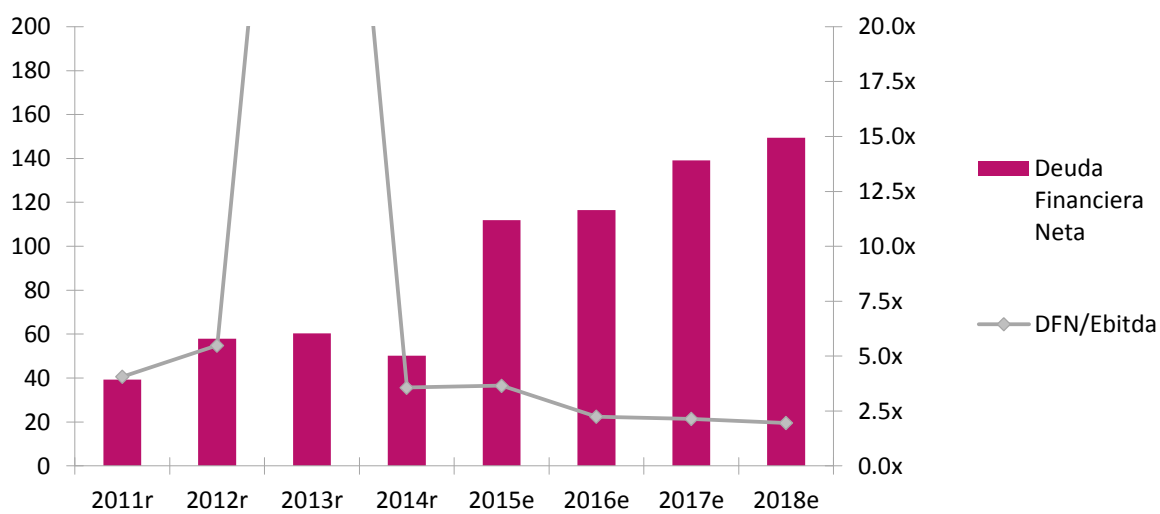
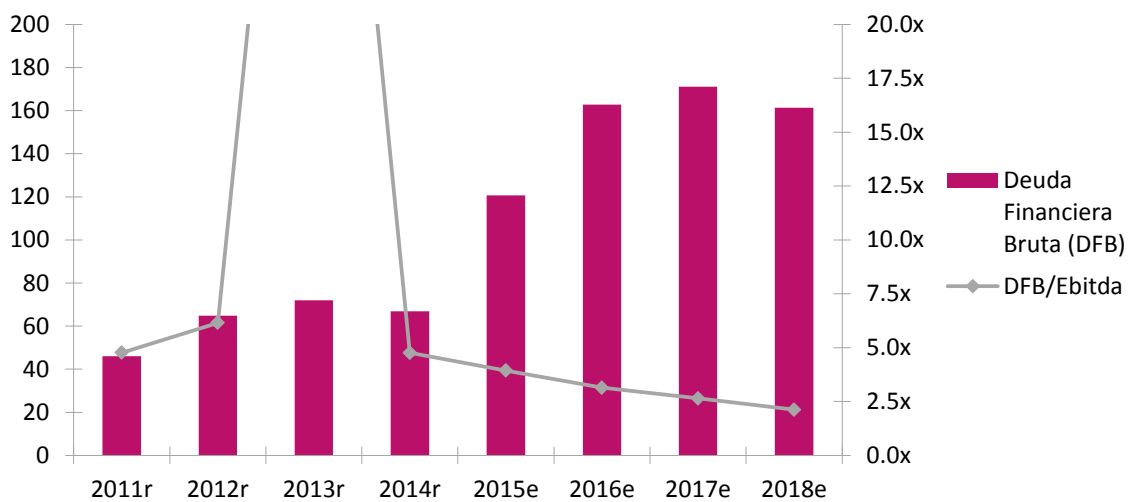
Es indudable que el acuerdo con Highbridge aumenta sustancialmente el endeudamiento de la compañía en términos absolutos. Teniendo en cuenta el Plan Estratégico de Ezentis y la etapa en la que se encuentra (es una empresa de fuerte crecimiento), consideramos que **la compañía no debería tener reservas a apelar al endeudamiento siempre y cuando los recursos con terceros sean eficazmente empleados en la inversión en activos que produzcan un rendimiento suficiente** (i.e. mayor al coste de la deuda) **y en la diversificación de sus fuentes de financiación**, permitiendo anular aquellas líneas que pudieran llegar a ahogar a la compañía (p.e. *factoring*), por su elevado coste y reducido plazo de vencimiento, o riesgo de renovación/refinanciación.

El aumento de la deuda bruta y neta de la compañía, en el caso de Ezentis y en el contexto de su Plan Estratégico, sirve para crear valor (vía adquisición de compañías con una importante contribución a nivel operativo y en sus mercados estratégicos), lo cual implicará a futuro una disminución del endeudamiento en términos relativos, es decir, medido en términos de ratios de deuda bruta / Ebitda y deuda neta / Ebitda del Grupo, así como una reducción del coste medio de sus fuentes de financiación, como se aprecia a continuación.

Miles €	2011r	2012r	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Deuda financiera bruta	46.104	64.893	72.064	66.956	120.664	162.755	171.055	167.218	187.550	200.573
Efectivo y equivalentes	6.842	7.030	11.771	16.821	8.769	46.209	31.950	17.846	21.241	24.577
Deuda financiera neta	39.262	57.863	60.293	50.135	111.895	116.546	139.105	149.371	166.309	175.996
DFB / Ebitda	4,8 x	6,2 x	220,4 x	4,8 x	3,9 x	3,1 x	2,6 x	2,2 x	2,0 x	1,7 x
DFN / Ebitda	4,1 x	5,5 x	184,4 x	3,6 x	3,7 x	2,2 x	2,1 x	2,0 x	1,7 x	1,5 x
Apalancamiento financiero	85,8%	108,9%	120,0%	64,8%	75,1%	76,2%	71,0%	62,1%	58,7%	54,5%
Gastos financieros brutos	10.750	8.039	8.333	12.622	15.479	19.839	20.029	18.605	16.690	17.712
Coste medio de la deuda (kd)	-	14,5%	12,2%	18,2%	16,5%	14,0%	12,0%	11,0%	9,4%	9,1%

\* Fuente: Ezentis, InterMoney Valores

## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)



\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

### Perspectivas de futuro; el tamaño como valor fundamental

El tamaño del negocio es un elemento crítico para Ezentis, que ha basado gran parte de su Plan Estratégico en un considerable crecimiento exógeno. Para lograr sus objetivos, la compañía necesita seguir creciendo, y en ese sentido Ezentis parecer estar siguiendo el camino adecuado -tanto en términos orgánicos como inorgánicos- para conseguir ser líder en Latinoamérica en servicios de operación y mantenimiento de infraestructuras de telecomunicaciones, energía y *utilities*.

#### 🔗 Punto de partida: Socio imprescindible en Latinoamérica; Ezentis como jugador de primer nivel en el sector

La compañía tiene una serie de ventajas competitivas en los sectores y mercados en los que opera, entre los que cabe la pena destacar:

❶ Pese a ser una empresa con raíces españolas, su **posicionamiento local** en Latinoamérica y las excelentes relaciones que mantiene, tanto con los clientes locales, como con las grandes corporaciones europeas presentes en la región, posicionan a Ezentis como un jugador de primer nivel en el mercado latinoamericano. La compañía atesora un *know how* de más de 25 años en la gestión de infraestructuras de la "última milla" en el continente, región de la que proceden el 93% de sus ingresos, con una contrastada experiencia en contratos de gran dimensión (y mayor complejidad).

❷ Los países en los que Ezentis desarrolla su negocio se caracterizan por ser **mercados muy atomizados por lo que se refiere a su actividad / competencia**, donde existen infinidad de proveedores locales de pequeño tamaño. El **enfoque de operador multi-regional** de Ezentis (presente en 9 países de Latinoamérica) y su tamaño (con más de 7.000 empleados y en torno a 120 localizaciones de trabajo) le otorgan unas **ventajas comparativas sustanciales** en términos de economías de escala, rapidez y flexibilidad. Ello le permite ofrecer a sus cliente soluciones en cualquier región, con una **notable capacidad de reacción / movilización**, con **elevados estándares de calidad y satisfacción**, que le han llevado a convertirse en **socio estratégico de sus clientes** y no sólo en un mero proveedor de servicios.

Es precisamente su característica de proveedor global lo que le confiere una ventaja competitiva muy significativa, generadora de rendimientos crecientes para la compañía (p.e. herramientas comunes de gestión y control para las diferentes regiones y tipologías de negocio, generación de sinergias entre las distintas líneas de actividad, etc.). Este es el enfoque hacia el que está tendiendo la industria, y de hecho la utilización de socios mantenedores multi-regionales, en detrimento de la -hasta ahora- frecuente diseminación de proveedores locales de pequeño tamaño, se ha constituido en el nuevo modelo para compañías tan significativas como Telefónica desde el año 2012. Esta transición también se está produciendo en grandes corporaciones como Iberdrola, Enel, Cemig o Gas Natural, entre otros.

❸ Ezentis también aporta a sus clientes un **importante componente de innovación**. Es propietaria de *Mosaic*, un sistema de información geográfico con tecnología propia, que aporta soluciones y servicios tecnológicos a través de una completa, flexible y potente herramienta para la consulta, visualización, edición, análisis y control de los procesos de operación de los sectores en los que está presente.

Ezentis es, en definitiva, una compañía que ofrece a sus clientes un **modelo de asociación holístico, integrado y funcional**, con **implantación local pero con estándares europeos de calidad**, que aporta flexibilidad y rapidez en los servicios que presta. Este es el motivo último por el que está consolidando una base de negocio diversificada y de primer nivel, contando con clientes de referencia como Telefónica (supuso en 2014 en torno al 49% de los ingresos totales del Grupo), Claro, Coelba, Entel, Edelnor, Edesur, Gas Natural Fenosa, Endesa, Aena, Hidrandina, Celpe, Cablevisión y American Tower Corporation.



### Evolución esperada del negocio: sólidas oportunidades de crecimiento

América Latina presenta un importante déficit de infraestructuras de transporte, de telecomunicaciones y de *utilities* (electricidad, agua, etc.), de modo que la dotación existente no es suficiente para atender a la demanda actual y futura de estas economías (con crecimientos esperados del PIB real en el largo plazo y de la población sustancialmente mayores a los de las economías desarrolladas). Debido a insuficiencia de las infraestructuras actuales, Latinoamérica requiere de ingentes inversiones para poder alcanzar su potencial de crecimiento económico y desarrollo en el futuro, siendo por tanto una región que continuará ejecutando elevadas cantidades de nuevas infraestructuras, lo que conllevará un necesario aumento de las actividades de operación y mantenimiento de las mismas, especialmente en los ámbitos señalados.

Adicionalmente, debe advertirse que si bien la inversión en el despliegue de infraestructuras (“Capex”) puede tener cierta naturaleza cíclica (aunque creciente a largo plazo), las actividades de operación y mantenimiento que realiza Ezentis son impulsadas por el “Opex” y, por lo tanto, en cierta medida están menos condicionadas por la evolución del PIB de esas regiones. Más aún, en cierta medida la demanda de estos servicios, una vez dispuestas las infraestructuras, reviste unas pautas que presentan menor elasticidad-renta que otros sectores económicos.

#### Oportunidades por sectores

**Electricidad** (supone en la actualidad en torno al 25%-30% de las ventas de la compañía y mantendrá su peso en el *mix* de ingresos de cara a 2017)

El desarrollo del *Smart Grid* (redes inteligentes) en Latinoamérica será el factor clave que impulse una mayor demanda de servicios de mantenimiento y operación para la compañía. En concreto, según el Banco Mundial se espera que la inversión en infraestructuras impulse el consumo de electricidad per cápita en Latinoamérica en más de un 39% en 2020 (frente a los niveles registrados en 2010).

Por ejemplo, por lo que se refiere a Brasil (39% de los ingresos totales de Ezentis), existe un mercado eléctrico de más de 150 millones de consumidores (lo que suponen en torno al 50% de todos los consumidores potenciales de los seis grandes países de Latinoamérica -Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú-).

**Telecomunicaciones** (supone en torno al 50%-55% de las ventas actuales de la compañía y supondrá en torno al 55% de las estimadas en 2017).

Brasil supone aproximadamente el 40% del mercado de Telecomunicaciones de Latinoamérica y es uno de los mayores del mundo (cuarto en el ranking en líneas fijas y quinto en móvil), con todavía gran potencial de crecimiento vegetativo.

En la actualidad, hay prevista una enorme inversión en infraestructuras de telecomunicaciones móviles en América Latina, con especial énfasis en la expansión de redes de telefonía de cuarta generación, las conocidas como 4G. Según ABI Research<sup>2</sup>, el 40% del total de las inversiones en telecomunicaciones móviles en América Latina en los próximos cinco años se destinarán a la expansión de esas redes de telefonía, con crecimientos de los accesos de banda ancha móvil y fija a una tasa de dos dígitos en los próximos diez años. Con el fin de incrementar la penetración móvil en América Latina, se esperan elevados crecimientos en las inversiones en infraestructuras<sup>3</sup> y empresas como Telefónica, Avantel y TIM ya han empezado a consolidar las redes 4G de la región mediante importantes inversiones.

**Resto (gas, agua, etc.).** Supone en torno al 19% de las ventas de la compañía en el momento actualmente y se espera que mantenga su peso en el *mix* de cara a 2017, beneficiándose de los aumentos esperados en el consumo de gas y del aumento de los servicios de mantenimiento de las redes de abastecimiento y saneamiento.

<sup>2</sup> Abi Research es una compañía de servicios de análisis y consultoría especializada en la conectividad global y la tecnología emergente.

<sup>3</sup> Según datos de The Economist Intelligence Unit 2015, el crecimiento esperado 2010-2018 será del 39% en móvil y en más de un 100% en banda ancha fija

### ¿En que se traducirá ese crecimiento potencial para Ezentis?

#### ↳ Crecimiento orgánico

El crecimiento orgánico de Ezentis ha sido notable desde el cierre del año 2012. Su cartera de obra ha aumentado a una TACC 2012-2014 del +68%. A cierre de 2014, la cartera de obra de la compañía totalizaba 423 Mn€, lo cual equivale a 1,6x ventas de los últimos 12 meses, aportando visibilidad a los resultados futuros de Ezentis (no hay que olvidar que la cartera de obra nutre los ingresos de la compañía, y es precisamente la entidad de la misma, la que la impulsado parcialmente el positivo ritmo de crecimiento de ingresos reportado en los últimos tiempos).

Los contratos adjudicados en 2013 y 2014, así como las perspectivas de negocio (i.e. crecimiento del mercado) descritas en el epígrafe anterior, nos hacen confiar en que la compañía seguirá manteniendo un sustancial ritmo de crecimiento orgánico de sus negocios (estimamos TACC 2014-2024e de ingresos de explotación endógenos de +13,6%).

De cara al futuro más inmediato, no hay que olvidar que la integración de Telefónica con GVT, sitúa a Telefónica Brasil como el operador integrado líder del mercado brasileño, tanto por número de clientes como por ingresos. Telefónica Brasil alcanza cobertura nacional y parte como "líder absoluto" en el segmento móvil y ultra banda ancha fija (con un 30,73% de cuota de clientes), al tiempo que fortalece su posicionamiento en TV de pago (Vivo –compañía adquirida por la empresa española en 2012- cuenta con la mayor red nacional móvil 3G y 4G mientras GVT aporta una extensa red de fibra óptica).

Se espera que la cuota de mercado de Telefónica en el sector de la TV de pago alcance el 7%, duplicando la actual. En este sentido, consideramos que la compra de GVT es una excelente oportunidad para Ezentis de continuar consolidando su franquicia en América Latina y especialmente en Brasil (de donde proceden el 36% de los ingresos totales del Grupo). La posición de liderazgo de Telefónica en el país potencia de manera inducida un importante negocio para Ezentis, que podrá continuar ampliando sus operaciones en Brasil, impulsando de este modo también el crecimiento orgánico de la compañía.

#### ↳ Crecimiento inorgánico

Hace apenas unas semanas, Ezentis adquirió (con parte de los fondos obtenidos por el préstamo de Highbridge) el 100% de la empresa brasileña Ability Tecnología e Serviços S.A, una compañía dedicada a la prestación de servicios de mantenimiento y operación de redes fijas de telecomunicaciones con especial foco en Sao Paulo y uno de los principales proveedores de servicios de operación y mantenimiento de redes de Brasil.

El precio de la adquisición se sitúa en 55,4 Mn€ en tres pagos: uno a la firma de la transacción por importe de 30,1 Mn€ en caja, un segundo pago en acciones de Ezentis por importe de en torno a 7 Mn€ (25 Mn BRL antes del 31/3/2016) y un tercer pago el 30/09/2019 de en torno a 18,3 Mn€ en caja (65 millones de BRL).

Ability cuenta con una facturación de 90,8 Mn€ y un resultado de explotación de 8,6 Mn€ a cierre de 2014. En todo caso, en el momento del cierre de la adquisición, el EBITDA de los últimos doce meses de Ability deberá alcanzar al menos la cifra de 10,1 Mn€ y su ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda un valor inferior a 1,0x veces.

La compra se ha realizado a múltiplos de 5,5x Ebitda a cierre de la transacción (6,5x si consideramos el Ebitda a cierre de 2014), ratios en la parte baja de las transacciones efectuadas en el sector en los mercados donde opera la compañía (en torno a 6-7x). La adquisición de Ability, permitirá reforzar la presencia de Ezentis en todas sus áreas de negocio en Brasil (especialmente en actividades de red fija, precisamente el segmento de negocio donde menos presencia tiene Ezentis, ya que su actividad en el país se focaliza en electricidad y servicio de telecomunicaciones sin cable).

Esperamos en los próximos ejercicios compras adicionales, con vocación de control, que continúen aumentando el valor de Ezentis en países donde ya está presente y aproximando el cumplimiento de los objetivos de su Plan Estratégico 2014-2017. Al margen de adquisiciones puntuales en los países donde la compañía presta su actividad, consideramos que la compañía deberá analizar el modo de estar presente en México (único de los grandes mercados latinoamericanos donde no opera), con el fin de consolidar su presencia en los seis grandes mercados de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, Perú, Argentina y el propio México).

## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

Estimamos que las compras inorgánicas (incluyendo la recién adquirida Ability) aporten en torno a 175 Mn€ de facturación anual incremental al Grupo (adicionalmente a la facturación orgánica lograda) para finales de 2017 (PE), alrededor de 400 Mn€ en 2020 y en torno a 500 Mn€ al final del periodo previsional 2024).

La desagregación del importe neto de la cifra de negocios (INCN) que estimamos, en función de su naturaleza endógena o exógena de los ingresos, se recoge en la siguiente tabla:

Miles €	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Ingresos orgánicos	257.297	313.088	403.469	455.005	504.728	555.559	606.409
Ingresos inorgánicos (M&A)	0	23.000	131.131	176.981	213.914	303.620	392.604
<b>Total INCN</b>	<b>257.297</b>	<b>336.088</b>	<b>534.599</b>	<b>631.986</b>	<b>718.642</b>	<b>859.179</b>	<b>999.013</b>
% ingresos orgánicos	100,0%	93,2%	75,5%	72,0%	70,2%	64,7%	60,7%
% ingresos inorgánicos	0,0%	6,8%	24,5%	28,0%	29,8%	35,3%	39,3%
Capex inorgánico (precio adq.)	0	56.323	10.379	5.296	16.210	22.049	0

\* Fuente: InterMoney Valores, Ezentis

De este modo y considerando los crecimientos referidos, nuestras estimaciones de Cuenta de Resultados de la compañía son las siguientes:

Cuenta de Resultados (Miles €)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
INCN	145.457	248.321	336.088	534.599	631.986	718.642	859.179	999.013
Variación (%)	-20,1%	70,7%	35,3%	59,1%	18,2%	13,7%	19,6%	16,3%
Otros ingresos de explotación	3.364	8.976	7.091	10.051	8.534	9.178	11.873	13.065
<b>Total ingresos</b>	<b>148.821</b>	<b>257.297</b>	<b>343.180</b>	<b>544.651</b>	<b>640.521</b>	<b>727.821</b>	<b>871.052</b>	<b>1.012.078</b>
Gastos de explotación	-148.494	-243.237	-312.555	-492.726	-575.667	-651.396	-775.314	-897.070
<b>EBITDA</b>	<b>327</b>	<b>14.060</b>	<b>30.625</b>	<b>51.925</b>	<b>64.853</b>	<b>76.424</b>	<b>95.739</b>	<b>115.008</b>
Variación (%)	-96,9%	4199,7%	117,8%	69,6%	24,9%	17,8%	25,3%	20,1%
Margen (%)	0,2%	5,5%	8,9%	9,5%	10,1%	10,5%	11,0%	11,4%
Amortizaciones	-4.391	-7.369	-6.466	-10.382	-12.906	-15.277	-17.924	-21.048
Variación provisiones	-3.360	169	-5.361	-11.144	-8.765	-613	-2.651	202
<b>EBIT</b>	<b>-7.424</b>	<b>6.860</b>	<b>18.798</b>	<b>30.399</b>	<b>43.183</b>	<b>60.534</b>	<b>75.163</b>	<b>94.162</b>
Variación (%)	-182,6%	-192,4%	174,0%	61,7%	42,1%	40,2%	24,2%	25,3%
Margen (%)	-5,0%	2,7%	5,5%	5,6%	6,7%	8,3%	8,6%	9,3%
Ingresos financieros	1.095	1.196	336	175	924	639	357	425
Gastos financieros netos	-8.333	-12.622	-15.479	-19.839	-20.029	-18.605	-16.690	-17.712
Otros resultados financieros	-1.715	-1.043	0	0	0	0	0	0
Participaciones asociadas (p.e.)	-15.479	13	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>-31.856</b>	<b>-5.596</b>	<b>3.656</b>	<b>10.735</b>	<b>24.078</b>	<b>42.568</b>	<b>58.830</b>	<b>76.876</b>
Impuestos	-2.057	-678	0	0	-4.912	-10.642	-14.707	-19.219
<b>Resultado neto total</b>	<b>-33.913</b>	<b>-6.274</b>	<b>3.656</b>	<b>10.735</b>	<b>19.166</b>	<b>31.926</b>	<b>44.122</b>	<b>57.657</b>
Variación (%)	95,2%	-81,5%	-158,3%	193,6%	78,5%	66,6%	38,2%	30,7%
Margen (%)	-22,8%	-2,4%	1,1%	2,0%	3,0%	4,4%	5,1%	5,7%
Socios minoritarios	-476	-943	-164	-206	-255	-312	-379	-459
Extraordinarios	-6.498	-139	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado neto atribuible</b>	<b>-40.887</b>	<b>-7.356</b>	<b>3.492</b>	<b>10.529</b>	<b>18.911</b>	<b>31.614</b>	<b>43.743</b>	<b>57.198</b>

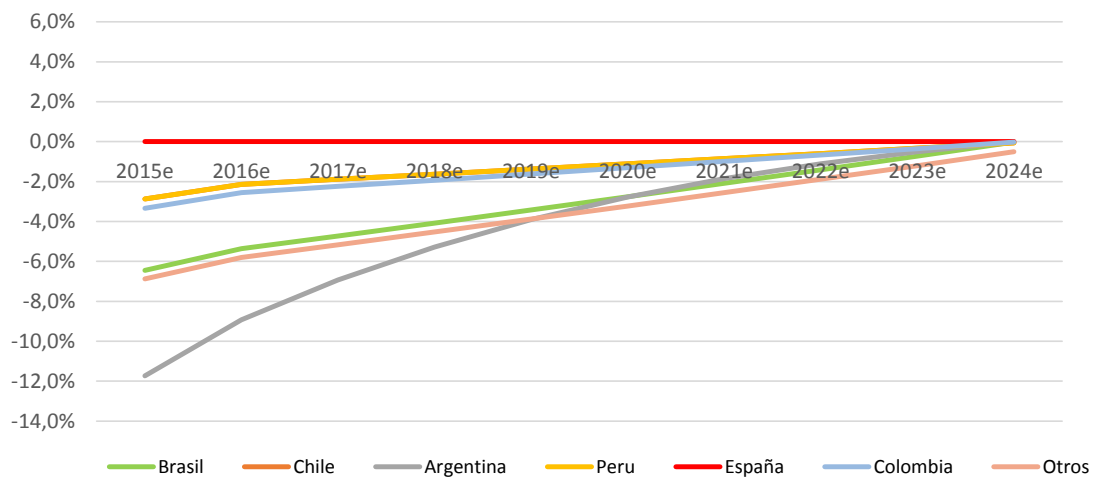
## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

### Valoración

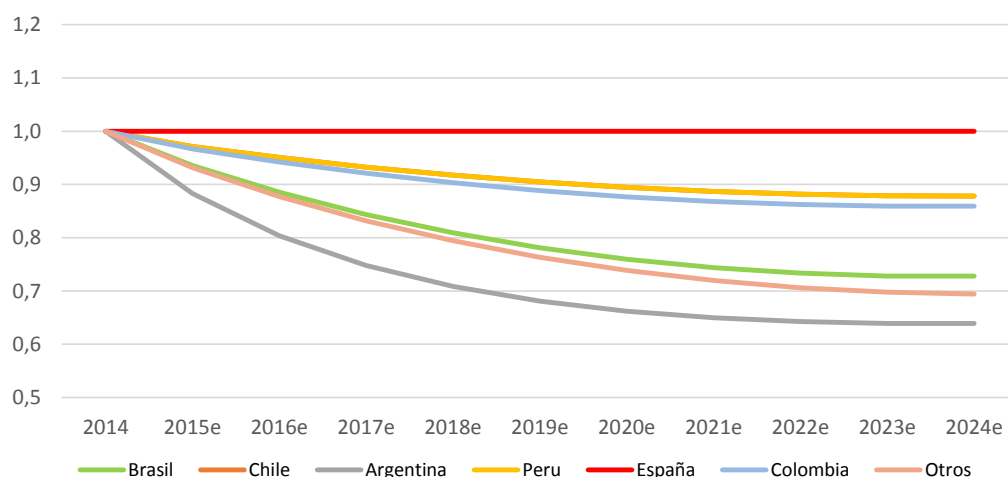
Hemos efectuado una valoración de la compañía empleando la metodología de *discounted cash flow* (DCF), estimando un período previsual de 10 años y extrapolando una tasa de crecimiento anual perpetua del 4,04% a partir de ese momento (equivalente a un crecimiento nominal -o factor precios- por "IPC" del 2% más un crecimiento real -o factor volumen- por "PIB real" del 2%).

En nuestro modelo, asumimos una evolución de los tipos de cambio de las monedas de los países en los que Ezentis opera levemente desfavorable, de forma consistente con la teoría de la "Paridad del Poder Compra relativa" (PPC) característica de los mercados de capitales. Consideramos que dada la tipología de los países en los que la compañía opera (Latinoamérica supone un 93% de la facturación de Ezentis), con fuertes diferenciales de inflación frente a España / UE (considerados en las proyecciones), ésta es la única forma consistente de transformar las magnitudes obtenidas en origen, en estados financieros y flujos de caja expresados en Euros<sup>4</sup>.

Depreciación natural anual de las monedas locales respecto al € según PPC



Evolución del valor de las diferentes divisas en Euros -base 100-



\*Fuente: Intermoney Valores

<sup>4</sup> Según la teoría de PPC, existe una relación entre los diferenciales de inflación entre los países y las variaciones en los tipos de cambio entre sus monedas, de tal manera que las diferencias esperadas de inflación reflejan las variaciones esperadas en el tipo de cambio. Se ha supuesto que dichos diferenciales de inflación convergen gradualmente con el de España (Euros) durante el horizonte de proyección de 10 años.

## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

Las cifras resultantes denominadas en Euros en la Cuenta de Resultados, difieren ligeramente de las del Plan Estratégico de la compañía (ya que dicho plan tan sólo recoge variaciones del tipo de cambio en Argentina -depreciación del -73% acumulada en 2017 vs cierre de 2013-, dejando constante el tipo de cambio en el resto de países en el período de proyección). En cualquier caso, nuestras estimaciones suponen el cumplimiento del 100% del Plan Estratégico (2017) de Ezentis si expresáramos las proyecciones bajo las consideraciones de Ezentis en relación a la evolución de los tipos de cambio de las diferentes divisas. Dicho de otra manera, estaríamos replicando (en términos de ingresos y de Ebitda) exactamente las previsiones de la compañía hasta 2017 si denomináramos las proyecciones en la mezcla de monedas locales.

Asimismo asumimos un esfuerzo anual en Capex (orgánico e inorgánico) consistente con el volumen de negocio proyectado, y una política de circulante igualmente acorde con la misma, con cierta tendencia a la mejoría en el largo plazo (en términos de días de cobro, días de pago y rotación de existencias).

Mantenemos un ratio de apalancamiento financiero equilibrado y sostenible en el largo plazo, que permita la continuidad del plan de crecimiento, sin comprometer la situación financiera patrimonial y la viabilidad crediticia de la compañía. Asumimos un elevado nivel de gastos financieros este ejercicio 2015, acorde a la tipología de países donde la compañía opera. Si bien a partir del año 2016, el desapalancamiento natural de Ezentis (en términos relativos), así como algunas de las actuaciones en materia de política de financiación descritas y que están siendo implementadas por la compañía, deberían implicar un descenso natural en los gastos financieros, o al menos del esfuerzo financiero asumido aunque no lo haga necesariamente en importe absoluto.

VALORACIÓN EZENTIS (€ miles)		
<b>ENTERPRISE VALUE</b>	<b>408.427</b>	<b>Método valoración: DCF</b>
<b>Ajustes</b>	<b>-50.517</b>	
Deuda Financiera	-66.956	Balance 2014
Provisiones	-31.609	100% Balance 2014
Efectivo y equivalentes (caja)	16.821	Balance 2014
Inversiones fin. y otros	40.132	100% Balance 2014
Minoritarios	-3.275	1,0x BV 2014
Otros pasivos LP	-5.630	100% Balance 2014
<b>EQUITY VALUE</b>	<b>357.910</b>	
WACC promedio	@12,44%	
Tasa crecimiento perpetuo "g"	4,04%	
Número de acciones	235.104.963	
<b>PRECIO OBJETIVO / ACCIÓN</b>	<b>1,52 EUR</b>	

\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

Asumimos una **tasa de descuento (WACC) variante**, lo que implica que cada año (nuestro periodo previsional abarca 10 ejercicios) la tasa de descuento va modificándose en función de la estructura financiera estimada resultante de la compañía. El coste de la deuda (kd) es el considerado para Ezentis, mientras que el coste del *equity* (ke) se obtiene para cada geografía aplicando la metodología de *Capital Asset Pricing Model* y ponderando el resultado por la contribución del Ebitda de cada mercado al total del Grupo. El WACC promedio del periodo previsional (10 años) es del 12,39% (decreciente anualmente desde el máximo observado de 2014), teniendo en cuenta que son tasas habituales de descuento en las regiones donde la compañía está presente, y que comportan riesgos sustancialmente más elevados que los mercados occidentales o tradicionales, además de tener otras referencias macroeconómicas y *benchmarks* de mercado.

Con estas premisas, el precio objetivo se situaría en **1,52€/acción (un +123,7% superior a la cotización de cierre del 08 de julio de 2015, situada en 0,679 €/acción)**. Consideramos la compañía una historia de crecimiento y alto potencial, que creemos ha de ser aprovechada tomando posiciones a precios actuales, recomendando por tanto **COMPRAR**.

## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

### Análisis de sensibilidad

Se ha llevado un análisis de sensibilidad de doble entrada al Equity Value de Ezentis, considerando la tasa de crecimiento perpetuo "g" (flujo de caja extrapolado *ad infinitum*) y a la tasa de descuento WACC anual empleada.

Sensibilidad Equity Value Ezentis (€ miles)					
g / WACC	@10,44%	@11,44%	@12,44%	@13,44%	@14,44%
2,04%	344.483	304.352	268.222	235.667	206.306
3,04%	391.220	346.693	306.615	270.508	237.953
4,04%	452.683	402.375	<b>357.910</b>	316.329	279.571
5,04%	536.154	477.995	425.672	378.556	378.556

Sensibilidad Equity Value Ezentis (€ / acción)					
g / WACC	@10,44%	@11,44%	@12,44%	@13,44%	@14,44%
2,0%	1,47	1,29	1,14	1,00	0,88
3,0%	1,66	1,47	1,30	1,15	1,01
4,0%	1,93	1,71	<b>1,52</b>	1,35	1,19
5,0%	2,28	2,03	1,81	1,61	1,61

### ¿Y cuál es la situación en términos de mercado?

La compañía cotiza actualmente un 35% por debajo del precio medio del año 2011 (cuando la actual dirección tomó las riendas de la compañía), lo cual es, desde un punto de vista fundamental y racional, algo injustificable, de acuerdo al *track record* que ha tenido Ezentis los últimos ejercicios.



€/acción	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Precio medio cotización</b>	2,04	1,08	0,59	0,76	0,93

\* Fuente: Bloomberg, Intermoney Valores

## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

También es interesante poner de manifiesto que los precios actuales de cotización suponen un 30% de descuento frente a los niveles de cotización en los que se situaba Ezentis antes de la ampliación de capital efectuada el pasado ejercicio (cotización en torno a 1,0 €/acción). La opinión de Intermoney Valores es que no es concebible que la compañía continúe cotizando a estos precios, teniendo en cuenta que:

- a) ha duplicado su Cuenta de Resultados en apenas 12 meses
- b) ha iniciado un período de tracción hacia mayores ingresos y márgenes que se acentuara a lo largo de los próximos ejercicios
- c) ha realizado un ímprobo esfuerzo de reestructuración interna y saneamiento societario en los últimos años
- d) ha conseguido captar financiación con una entidad de máxima solvencia, que le permite avanzar en el cumplimiento de su Plan Estratégico y
- e) continua demostrando su compromiso por conseguir los objetivos marcados

Nuestra opinión es que la compañía está cotizando a precios que no ponen en valor ni lo realizado hasta la fecha, ni los objetivos futuros, por lo que consideramos la actual cotización (0,679 €/acción a fecha 08.07.2015) un suelo y una notable oportunidad de compra, con un atractivo potencial alcista (del 124% vs precio de cierre de esa misma fecha).

La clave ahora no se encuentra en determinar si Ezentis cumplirá o no estrictamente su Plan Estratégico. A nuestro modo de ver, es un error pensar en la compañía como algo finito, que terminará en 2017 o valorar las bondades de la compañía en función de los objetivos marcados para ese ejercicio (i.e. horizonte del Plan Estratégico). Desde nuestro punto de vista, e independientemente de que la compañía anticipase la consecución de sus objetivos o pudiera necesitar algún ejercicio adicional para conseguir los mismos, Ezentis es una apuesta seria y de futuro, que hay que considerar mucho más allá del ejercicio 2017. Para la empresa sería determinante la entrada potencial de un inversor financiero estratégico (no gestor) que reforzara la estructura de capital y confiriese la tracción definitiva a la empresa, incluso más allá de 2017. Por trabajo, esfuerzo y resultados ha demostrado ser merecedora de ello.

Si la empresa continua desempeñando su actividad del modo en que lo ha realizado en los últimos ejercicios, consolidando su franquicia en Latinoamérica, sin descuidar el mix de negocios (Telecom, Electricidad, *Utilities*), adaptándose a lo que supone ser una empresa global con riesgos igualmente globales, consolidando sus ventajas competitivas y las barreras naturales de entrada en su actividad frente a la competencia, capitalizando las economías de escala inherentes a su estrategia de crecimiento, no sería descabellado pensar en una compañía con niveles de facturación en torno a 1.200 Mn € en 10 años y niveles de Ebitda de alrededor de 175 Mn€, con generación de flujo de caja operativo, orgánico y recurrente del orden de 90-100 Mn€ por año.

En cualquier caso, haciendo una valoración de mercado muy simplista de la compañía, a partir de su Plan Estratégico, sus niveles actuales de deuda y los múltiplos habituales en el sector en los países donde la compañía opera (media EV/Ebitda de 6-7x para compañías consolidadas en el sector), la valoración de la compañía debería situarse en torno a los 1,41-1,70 €/acción.

Múltiplo EV/Ebitda medio	5,0x	5,5x	6,0x	6,5x	7,0x
Ebitda 2017e	66.600				
EV Ezentis	333.000	366.300	399.600	432.900	466.200
Deuda neta	-66.956				
Eq Value	266.044	299.344	332.644	365.944	399.244
N. acciones	235.104.963				
<b>Precio €/acción</b>	<b>1,13</b>	<b>1,27</b>	<b>1,41</b>	<b>1,56</b>	<b>1,70</b>

\* Fuente: Intermoney Valores

Si siguiendo con este análisis, podemos ver que la cotización actual no es representativa siquiera de los múltiplos del sector. La cotización actual (0,70€/acción) supondría un múltiplo de 3,5x EV/Ebitda 2017e, un 46% por debajo del múltiplo al que Ezentis adquirió Ability (6,5x EV/Ebitda).

### Conclusión

Ezentis es un proyecto atractivo, en el que hay que estar invertido, tanto desde un punto de vista fundamental, como por el plan de negocio subyacente y la credibilidad en la capacidad de desempeño. Sin embargo, el mercado parece no estar teniendo en cuenta por el momento el esfuerzo de reestructuración y la profunda transformación desempeñada por la compañía en los últimos ejercicios. Es cierto que aún ha de consolidar su negocio y optimizar su política financiera, pero ha demostrado ser una compañía comprometida con su propio modelo de negocio, que está dando los pasos adecuados, basándose en criterios de visión, adaptabilidad y racionalidad.

**Recomendamos COMPRAR, precio objetivo 1,52 €/acción.**



## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

### Anexo I: Estados financieros

Cuenta de Resultados (Miles €)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
INCN	145.457	248.321	336.088	534.599	631.986	718.642	859.179	999.013
Variación (%)	-20,1%	70,7%	35,3%	59,1%	18,2%	13,7%	19,6%	16,3%
Otros ingresos de explotación	3.364	8.976	7.091	10.051	8.534	9.178	11.873	13.065
<b>Total ingresos</b>	<b>148.821</b>	<b>257.297</b>	<b>343.180</b>	<b>544.651</b>	<b>640.521</b>	<b>727.821</b>	<b>871.052</b>	<b>1.012.078</b>
Gastos de explotación	-148.494	-243.237	-312.555	-492.726	-575.667	-651.396	-775.314	-897.070
<b>EBITDA</b>	<b>327</b>	<b>14.060</b>	<b>30.625</b>	<b>51.925</b>	<b>64.853</b>	<b>76.424</b>	<b>95.739</b>	<b>115.008</b>
Variación (%)	-96,9%	4199,7%	117,8%	69,6%	24,9%	17,8%	25,3%	20,1%
Margen (%)	0,2%	5,5%	8,9%	9,5%	10,1%	10,5%	11,0%	11,4%
Amortizaciones	-4.391	-7.369	-6.466	-10.382	-12.906	-15.277	-17.924	-21.048
Variación provisiones	-3.360	169	-5.361	-11.144	-8.765	-613	-2.651	202
<b>EBIT</b>	<b>-7.424</b>	<b>6.860</b>	<b>18.798</b>	<b>30.399</b>	<b>43.183</b>	<b>60.534</b>	<b>75.163</b>	<b>94.162</b>
Variación (%)	-182,6%	-192,4%	174,0%	61,7%	42,1%	40,2%	24,2%	25,3%
Margen (%)	-5,0%	2,7%	5,5%	5,6%	6,7%	8,3%	8,6%	9,3%
Ingresos financieros	1.095	1.196	336	175	924	639	357	425
Gastos financieros netos	-8.333	-12.622	-15.479	-19.839	-20.029	-18.605	-16.690	-17.712
Otros resultados financieros	-1.715	-1.043	0	0	0	0	0	0
Participaciones asociadas (p.e.)	-15.479	13	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>-31.856</b>	<b>-5.596</b>	<b>3.656</b>	<b>10.735</b>	<b>24.078</b>	<b>42.568</b>	<b>58.830</b>	<b>76.876</b>
Impuestos	-2.057	-678	0	0	-4.912	-10.642	-14.707	-19.219
<b>Resultado neto total</b>	<b>-33.913</b>	<b>-6.274</b>	<b>3.656</b>	<b>10.735</b>	<b>19.166</b>	<b>31.926</b>	<b>44.122</b>	<b>57.657</b>
Variación (%)	95,2%	-81,5%	-158,3%	193,6%	78,5%	66,6%	38,2%	30,7%
Margen (%)	-22,8%	-2,4%	1,1%	2,0%	3,0%	4,4%	5,1%	5,7%
Socios minoritarios	-476	-943	-164	-206	-255	-312	-379	-459
Extraordinarios	-6.498	-139	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado neto atribuible</b>	<b>-40.887</b>	<b>-7.356</b>	<b>3.492</b>	<b>10.529</b>	<b>18.911</b>	<b>31.614</b>	<b>43.743</b>	<b>57.198</b>

Balance de Situación (Miles €)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Activo no corriente</b>	<b>88.727</b>	<b>107.189</b>	<b>161.362</b>	<b>163.102</b>	<b>195.434</b>	<b>224.241</b>	<b>259.102</b>	<b>290.332</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>72.817</b>	<b>97.144</b>	<b>122.596</b>	<b>231.930</b>	<b>255.186</b>	<b>271.592</b>	<b>321.797</b>	<b>370.799</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>161.544</b>	<b>204.333</b>	<b>283.958</b>	<b>395.032</b>	<b>450.621</b>	<b>495.833</b>	<b>580.900</b>	<b>661.131</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>-13.817</b>	<b>33.168</b>	<b>36.660</b>	<b>47.189</b>	<b>66.100</b>	<b>97.714</b>	<b>127.232</b>	<b>162.557</b>
<b>Minoritarios</b>	<b>1.801</b>	<b>3.275</b>	<b>3.439</b>	<b>3.645</b>	<b>3.900</b>	<b>4.212</b>	<b>4.591</b>	<b>5.050</b>
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>76.529</b>	<b>73.994</b>	<b>156.641</b>	<b>208.891</b>	<b>222.541</b>	<b>216.348</b>	<b>238.315</b>	<b>250.485</b>
Deuda financiera	38.504	36.755	114.630	155.431	162.502	158.857	178.173	190.545
Provisiones	33.803	31.609	36.970	48.114	56.879	57.491	60.143	59.941
Otros pasivos a largo plazo	4.222	5.630	5.041	5.346	3.160	0	0	0
<b>Pasivo corriente</b>	<b>97.031</b>	<b>93.896</b>	<b>87.218</b>	<b>135.307</b>	<b>158.079</b>	<b>177.558</b>	<b>210.761</b>	<b>243.038</b>
Deuda financiera	33.560	30.201	6.033	7.324	8.553	8.361	9.378	10.029
Acreedores comerciales	54.894	59.531	76.496	120.592	140.892	159.426	189.754	219.553
Otros pasivos corrientes	8.577	4.164	4.688	7.391	8.635	9.771	11.630	13.456
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>161.544</b>	<b>204.333</b>	<b>283.958</b>	<b>395.032</b>	<b>450.621</b>	<b>495.833</b>	<b>580.900</b>	<b>661.131</b>

\* Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

## El Valor del Cumplimiento (1,52€/acción)

Ratios y múltiplos implícitos	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Inversión neta productiva en balance / INCN	0,38x	0,28x	0,38x	0,30x	0,29x	0,29x	0,28x	0,27x
% Capex inorgánico (M&A) / total Capex	-	-	90%	26%	14%	38%	44%	0%
DFB / Ebitda	220,4x	4,8x	3,9x	3,1x	2,6x	2,2x	2,0x	1,7x
DFN / Ebitda	184,4x	3,6x	3,7x	2,2x	2,1x	2,0x	1,7x	1,5x
Deuda / recursos financieros permanentes	120,0%	64,8%	75,1%	76,2%	71,0%	62,1%	58,7%	54,5%
EV / Ventas	2,7x	1,6x	1,2x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,4x
EV / Ebitda	-	29,0x	13,3x	7,9x	6,3x	5,3x	4,3x	3,6x
PER	-10,6x	-57,0x	97,9x	33,3x	18,7x	11,2x	8,1x	6,2x
BPA	-0,14€	-0,03€	0,02€	0,05€	0,08€	0,14€	0,19€	0,25€
Dividendo por acción	0,00€	0,00€	0,00€	0,00€	0,00€	0,00€	0,06€	0,09€

Índices de rentabilidad	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
ROA (Ebit / Total Activo)	-4,6%	3,4%	6,6%	7,7%	9,6%	12,2%	12,9%	14,2%
ROIC (Nopat / Inversión neta)	-9,6%	5,9%	8,7%	10,5%	12,5%	15,3%	16,4%	18,2%
ROE (Resultado neto / FPP+Minoritarios)	-	-17,2%	9,1%	21,1%	27,4%	31,3%	33,5%	34,4%

Estado de Flujos de Caja (Miles €)	2013r	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Resultado neto total	-39.509	-13.602	3.656	10.735	19.166	31.926	44.122	57.657
Resultado financiero neto devengado	25.264	13.066	15.142	19.664	19.104	17.966	16.333	17.287
<b>NOPAT</b>	<b>-14.245</b>	<b>-536</b>	<b>18.798</b>	<b>30.399</b>	<b>38.271</b>	<b>49.892</b>	<b>60.456</b>	<b>74.943</b>
Otros ajustes	4.801	-378	0	0	0	0	0	0
Amortizaciones	4.391	7.369	6.466	10.382	12.906	15.277	17.924	21.048
Provisiones	6.462	-679	5.361	11.144	8.765	613	2.651	-202
Capex (orgánico y M&A de control -cons. global-)	-9.611	-22.510	-62.659	-40.384	-37.945	-42.351	-49.975	-49.481
Inversión en circulante (NOF)	-6.695	-15.299	-16.015	-25.096	-15.972	-10.838	-14.624	-14.041
<b>CAPITAL CASH FLOW</b>	<b>-14.897</b>	<b>-32.033</b>	<b>-48.049</b>	<b>-13.555</b>	<b>6.025</b>	<b>12.593</b>	<b>16.433</b>	<b>32.268</b>
Resultado financiero neto pagado	-7.600	-11.239	-15.142	-19.664	-19.104	-17.966	-16.333	-17.287
Var. neta endeudamiento	-5.865	-3.827	53.708	42.092	8.300	-3.837	20.333	13.023
Var. neta otros activos/pasivos financieros	1.390	-1.030	1.431	28.568	-9.480	-4.893	-2.811	-2.797
<b>EQUITY CASH FLOW</b>	<b>-26.972</b>	<b>-48.129</b>	<b>-8.052</b>	<b>37.440</b>	<b>-14.259</b>	<b>-14.103</b>	<b>17.621</b>	<b>25.207</b>
Variación de instrumentos de patrimonio	31.713	53.179	0	0	0	0	0	0
Dividendos	0	0	0	0	0	0	-14.226	-21.872
<b>Variación neta de la caja del año</b>	<b>4.741</b>	<b>5.050</b>	<b>-8.052</b>	<b>37.440</b>	<b>-14.259</b>	<b>-14.103</b>	<b>3.395</b>	<b>3.336</b>
Caja inicial (saldo efectivo y equivalentes)	7.030	11.771	16.821	8.769	46.209	31.950	17.846	21.241
<b>Caja final (saldo efectivo y equivalentes)</b>	<b>11.771</b>	<b>16.821</b>	<b>8.769</b>	<b>46.209</b>	<b>31.950</b>	<b>17.846</b>	<b>21.241</b>	<b>24.577</b>

\* Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

**RANKING DE RECOMENDACIONES DE IM VALORES SV**

Cualquier compañía analizada por Intermoney Valores SV, recibirá uno de las siguientes recomendaciones, que representan tan solo la visión personal de Intermoney Valores SV respecto a una acción en concreto, desde un punto de vista estrictamente fundamental.

**COMPRAR:** se espera que el valor tenga un mejor comportamiento relativo que su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe superior al 10%-15%.

**MANTENER:** se espera que el valor tenga un comportamiento relativo similar al de su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe entre el 5%-10%.

**REDUCIR:** se espera que el valor tenga un peor comportamiento relativo que su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe inferior al 5%.

Estos porcentajes son estimativos y orientativos y la recomendación puede oscilar, no ajustándose estrictamente a estos porcentajes, en función de elementos coyunturales y de tipología de sectores y valores, en función del criterio del analista.

El presente informe refleja la opinión leal e imparcial de Intermoney Valores SV con los destinatarios de la misma y recoge datos que consideramos fiables. Sin embargo, el hecho de que existan múltiples factores y variables de tipo económico, financiero, jurídico, político que afectan a la misma, que son por su propia naturaleza incontrolables e impredecibles y que el informe se elabora a partir de datos suministrados por fuentes sobre las que Intermoney Valores SV no siempre tiene control y cuya verificación no siempre es posible, hace que Intermoney Valores SV no garantice la corrección de la información. En consecuencia Intermoney Valores SV no asume responsabilidad alguna por los daños y perjuicios derivados de errores y/o incorrecciones o de la inexactitud en la información y opiniones suministradas. Los destinatarios tomarán la información recibida por Intermoney Valores SV como una opinión más con las limitaciones que le afectan.

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstas no han sido tomadas en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Los destinatarios aceptan el hecho de que la información suministrada por Intermoney Valores SV no implica en ningún caso recomendación de compra o venta de instrumentos financieros o de cualquier otra operación financiera, por lo que Intermoney Valores SV en ningún caso podrá ser objeto de reclamaciones por pérdida, daño, coste o gasto alguno derivado del uso de la información.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Intermoney Valores SV. El destinatario será el único responsable de las consecuencias que se pudieran derivar de tales acciones, así como la salvaguarda de la información suministrada, debiendo tomar las medidas de seguridad apropiadas para la protección contra el acceso o difusión no autorizados.

El presente informe ha sido emitido conforme a la Legislación Española y, por lo tanto, su uso, alcance e interpretación deberán someterse a dicha Legislación.

Información adicional: Intermoney Valores SV SA. T: 914 32 64 00. F: 914 32 64 52. Príncipe de Vergara, 131. 28002 Madrid.

Intermoney Valores es una entidad inscrita en el Registro Oficial de Sociedades y Agencias de Valores y Sociedades Gestoras de Cartera de la CNMV. Nº de registro oficial: 169.

© Intermoney Valores SV.

**INTERMONEY VALORES SV**

Director General: Javier de la Parte

---

**DEPARTAMENTO DE TRADING Y VENTAS INSTITUCIONALES RENTA VARIABLE**

**+34 91 432 64 35**

Director: Eduardo Moreno (emoreno@grupocimd.com)

Ainhoa Pérez (aperez@grupocimd.com)

Carmen Martín (carmenm@grupocimd.com)

Javier Soto (jsoto@grupocimd.com)

Maite Franco (mfranco@grupocimd.com)

Juan Pérez (jperez@grupocimd.com)

Enrique Aparicio (eparicio@grupocid.com)

Juan San José (jsanjose@grupocimd.com)

Pedro Guinea (pguinea@grupocimd.com)

Javier López Medina (jlopez@grupocimd.com)

Rubén Sánchez (rsanchez@grupocimd.com)

Jaime Nicolas (jnicolas@grupocimd.com)

David López (dlopez@grupocimd.com)

---

**DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS**

**+34 91 790 62 80**

Directora: Esther Martín Figueroa (emartin@grupocimd.com)

Álvaro Navarro (anavarro@grupocimd.com)

Antonio Pausa (apausa@grupocimd.com)

Elena Fernández (elenafernandez@grupocimd.com)

Virginia Pérez (vperez@grupocimd.com)

---