

Ezentis ha publicado resultados de los 9M2015. Las cifras han sido superiores a nuestras estimaciones y las del consenso:

	9M14	9M15	%	IMV
Ingresos	175,76	228,50	30%	208,9
Ebitda	6,75	16,40	143%	16
Margen %	3,8%	7,2%		7,7%
Ebit	1,88	8,82	370%	6,4
Margen %	1,1%	3,9%	262%	3,1%
B. neto	-8,42	-2,20	-	-0,89

\* Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

#### Como hecho positivo destacamos:

- la **buena evolución de la parte alta de la cuenta de resultados** tras el crecimiento orgánico contratado en 3T14 y 1S15. Los ingresos han aumentado un 30% con especial énfasis en España (donde los ingresos han sido de 21,2 Mn€, aumentando un +59,5%), como consecuencia de la consolidación del Grupo Network Test.
- Especialmente reseñable la recuperación del **margen Ebitda (de 333 pb), hasta 7,2%** debido a la implementación de medidas de eficiencia y productividad.
- La **cartera de la compañía** asciende a **455,7 Mn €**, aumentando esta magnitud un 8% y suponiendo 1,5 años de ventas de los últimos doce meses. La compañía espera, acorde a su política comercial, contratación adicional en los próximos meses
- El **beneficio neto** de la compañía mejoró ostensiblemente hasta en un 70%, con pérdidas de 2,2Mn € vs pérdidas de casi 8Mn € en 9M14. Esta magnitud se ha visto muy afectada por el tipo de cambio, que tuvo un impacto negativo de 3,1Mn €. Sin embargo, se ha producido una mejora del peso sobre ventas de los **gastos financieros, que han disminuido en 50pb vs 9M14**.
- Es importante señalar que la compañía adelantó **que las ventas de los últimos doce meses alcanzan los 310 Mn €, con un margen Ebitda que ya se sitúa en el 8,03% (margen objetivo del Plan Estratégico a 2017)**.

**Conclusión:** Los resultados muestran que la compañía sigue avanzando en las líneas maestras de su Plan Estratégico 2015-2017 con aumentos de ingresos y rentabilidades, conseguidas gracias a la diversificación tanto geográfica como por clientes, en una apuesta decidida por telecomunicaciones y electricidad en operación y mantenimiento de la red de infraestructuras básicas. El crecimiento orgánico parece estar siendo lo suficientemente saludable como para poder postponer/relegar a un segundo plano el crecimiento inorgánico, sin comprometer el Plan Estratégico y manteniendo un delivery muy positivo, creciente y sostenible.

#### Más importante que la publicación de resultados ha sido el comunicado efectuado por la compañía en relación a la compra de Ability.

El pasado 8 de Junio, Ezentis anunció la adquisición del 100% de la empresa brasileña **Ability Tecnología e Serviços** por 55,4 Mn €, empresa dedicada a la prestación de servicios de mantenimiento y operación de redes fijas de telecomunicaciones con especial foco en Sao Paulo. Ability obtuvo una facturación de 90,8 Mn € y un Resultado de explotación de 8,6 Mn € a cierre de 2014, con un ratio de 0,5 veces deuda financiera/Ebitda.

Ezentis especificó que, en todo caso, en el momento en el que se cerrase la adquisición, Ability debería alcanzar un Ebitda anual (últimos doce meses) de al menos 1,01 Mn €, con un ratio de deuda financiera sobre Ebitda inferior a 1 veces.

Tras realizar la pertinente due dilligence la compañía ha determinado que en los últimos meses, los parámetros de rentabilidad de Ability han disminuido hasta hacer la compra inviable (en términos de rentabilidad esperada para Ezentis). Es importante señalar que la ruptura del acuerdo no supone ningún tipo de penalización económica para Ezentis. El importe destinado a dicha adquisición permanecerá en el Balance de la compañía, a la espera de alguna transacción de carácter inorgánico que genere valor para el Grupo.

**Valoración:** consideramos **positivo** que la compañía haya decidido suspender la compra de Ability por dos motivos:

- 1) La compra incrementaba sustancialmente la **exposición de la compañía a Brasil** (pasaba del 31% al 48% de los ingresos totales). Desde el anuncio de la adquisición, el flujo de noticias procedentes del país ha sido muy negativo. Brasil presenta un contexto macroeconómico adverso que ha culminado con la entrada oficial del país en recesión el pasado mes de agosto, lo cual ha implicado adicionalmente una devaluación de su divisa. El dólar americano ha llegado a cotizar la temida barrera de los cuatro reales brasileños en septiembre, algo que solo sucedió fugazmente en 2002. Esta evolución es un reflejo de la crisis política y económica que atraviesa el país.

Desde el inicio del año, la moneda americana ya acumula un alza de casi un 50% con respecto a la moneda brasileña y algo similar ha ocurrido con el tipo de cambio del real contra el euro. La cotización de Ezentis no ha sido ajena a esta evolución. El mercado ha penalizado la exposición a Brasil de la compañía, cuya cotización acumula desde junio de 2014 un descenso del 25%, sin que haya habido ninguna noticia negativa a nivel fundamental que lo justifique. La caída del precio de la compañía ha ido –especialmente desde el anuncio de la adquisición de Ability- de la mano de la devaluación de la moneda brasileña, como se aprecia a continuación.

**Evolución del tipo de cambio real/euro y cotización de Ezentis**



\*Fuente: Bloomberg

La minoración del peso relativo de Brasil en el consolidado de Ezentis, restará volatilidad a la cuenta de resultados del Grupo, algo que debería reconocerse de modo positivo.

- b) El desistimiento de la compra por motivos de rentabilidad, es una muestra más del **compromiso de Ezentis de generar un crecimiento rentable**. El crecimiento inorgánico no está, en ningún caso, orientado a una ganancia de volumen de negocio o de cuota de mercado, sino a la búsqueda de creación de valor para la compañía y en consecuencia para el accionista.

Sí hay que reconocer, que el desistimiento en la operación podría suscitar incertidumbres en la comunidad inversora de cara al cumplimiento efectivo de su Plan Estratégico. En este sentido, es importante señalar que Ezentis está reportando un crecimiento orgánico muy superior al inicialmente previsto.

De hecho, en su Plan Estratégico, el crecimiento propiamente endógeno de la compañía se estimaba en torno al 50,4% de los ingresos totales esperados a final de 2017. Teniendo en cuenta que los ingresos proyectados ascienden a 656 Mn € a finales de 2017 (sin contar impacto de tipo de cambio en los países donde opera la compañía -a excepción de Argentina-), el crecimiento orgánico supondría un importe cercano a los 330 Mn € a finales de dicho ejercicio. La realidad es que la compañía acumula ventas de los últimos doce meses por importe de aproximadamente 310 Mn €, de los cuales en torno al 94% son atribuibles al crecimiento orgánico, cumpliendo a fecha de hoy ya con el **94% del importe** previsto para 2017 **en términos orgánicos. Ezentis ha reiterado los objetivos de su Plan Estratégico para 2017.**

En definitiva, buenos resultados cuyas cifras se verán probablemente ignoradas por la decisión de desistir de la compra de Ability, noticia mas importante en términos cualitativos. Nuestra recomendación sobre el valor es **COMPRAR**, valoración 1,52€/acción, si bien procedemos a revisar nuestro precio objetivo, con el fin de eliminar Ability de nuestras proyecciones.

**Los catalizadores** de la cotización -lo que resta de año- serán probablemente **la obtención de beneficio neto positivo** (lo cual dependerá fundamentalmente de la evolución del tipo de cambio) **y el crecimiento inorgánico**, a través de alguna adquisición que apuntale la confianza del mercado en el cumplimiento de los objetivos de su P. E 2015-2017.

Como riesgos, destacamos principalmente la evolución de los tipos de cambio de los países en los que opera (Brasil, Chile y Perú).

### 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 (juanperez@grupocimd.com)  
Enrique Aparicio (eparicio@grupocimd.com)  
Jaime Nicolás (jnicolas@grupocimd.com)  
Juan San José (jsanjose@grupocimd.com)  
Pedro Guinea (pguinea@grupocimd.com)  
Javier López Medina (jlopez@grupocimd.com)  
Rubén Sánchez (rsanchez@grupocimd.com)

---

**DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS**  
**+34 91 432 64 61**

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)