

EZENTIS ha realizado un desayuno en nuestras oficinas en el que se han reafirmado los objetivos del Plan Estratégico 2014-2017.

#### Destacamos:

#### 1 Crecimiento y rentabilidad: Buen performance a nivel operativo

En relación a la evolución de este ejercicio 2015:

- a) La compañía publicará cifras positivas con unos ingresos que se situarán en torno a los 300-310 Mn € (recogiendo los frutos del crecimiento orgánico de los ejercicios 2013 y 2014) y un Ebitda que rondará los 25 Mn €.
- b) **Posible adelanto del cumplimiento del objetivo de márgenes operativos del P. Estratégico a 2016**  
La compañía ha cerrado 2015 con márgenes Ebitda superiores al 8% (vs 5,5% en 2014), lo cual supone una mejora de 250pb. Ezentis ha afirmado que muy probablemente consiga llegar a márgenes operativos del 10% en el año 2016 adelantándose un año al cumplimiento de sus objetivos (recordamos que el margen Ebitda objetivo planteado en su Plan Estratégico era del 10% en el año 2017). La compañía ha señalado que ya en algunas geografías (como Chile, o Perú) se están superando a fecha actual los márgenes objetivo del 10%. Consideraríamos positiva la consecución de estos márgenes antes de lo previsto, en tanto que aumentaría la confianza del mercado en el cumplimiento de sus objetivos a 2017. Vemos factible que sea así, siempre y cuando no se produzcan sobresaltos adicionales en los países en los que la compañía está presente.
- c) La **cartera de este 2015 se situará en niveles de record histórico**, en torno a **450-500 Mn €** apoyada por una saludable contratación este ejercicio (aproximadamente de 400 Mn €). Esta cartera supone 1,5x-1,6x años de ventas, lo cual es un indicador de visibilidad en el corto plazo de la compañía.
- d) La compañía ha conseguido aumentar su base de clientes (consiguiendo contratos con compañías tan relevantes como Neoenergía Iberdrola, TIM etc). Con ello, el peso de Telefónica (su mejor cliente) respecto a los ingresos totales se ha reducido hasta un 45%/50% a cierre de 2015 frente al 60-65% que ostentaba en 2013. En cualquier caso, es importante comentar que el peso de Telefónica es elevado en tanto que el mercado de las Telecomunicaciones en Latinoamérica si bien es muy elevado en el tamaño y volumen de sus negocios, está muy poco atomizado (es decir, tiene muy pocos *players* u operadores principales del negocio, por lo que el peso relativo de cada uno de ellos en las empresas con las que trabajan, es importante).

#### 2 De cara al outlook para 2016, Ezentis espera:

- a) Tener una contratación similar a la de 2015 (en torno a 400 Mn €)
- b) Hay que indicar que en este ejercicio 2016 se producirá la renovación de contratos en Chile, Perú y Argentina (hasta ahora la tasa de renovación de contratos de la compañía ha sido cercana al 100%)
- c) La compañía tiene licitaciones comerciales (crecimiento orgánico) pendientes por importe en torno a 500 Mn €.
- d) La compañía continua analizando operaciones de crecimiento inorgánico (ya sea a través de adquisiciones de compañías, *joint ventures* etc) en los países donde está presente, así como en México (cuya entrada está prevista para 2017). En las potenciales compras, se tendrá en cuenta el cumplimiento de los ratios de apalancamiento de 1 ó 2 x para las compañías adquiridas y previsiblemente se realizarán siguiendo el esquema habitual de compras de Ezentis (pago parcial en efectivo; pago parcial en acciones de Ezentis y una última parte variable vinculada al cumplimiento de determinados parámetros).

#### 3 Evolución del cumplimiento del Plan Estratégico:

Los objetivos del Plan Estratégico de Ezentis se están cumpliendo en el momento actual al **99% en moneda local**, tanto a nivel de ingresos como de Ebitda, si bien es cierto que hay una elevada distorsión al trasladar a euros consolidados esas cifras en divisa local. Recordamos que el Plan Estratégico 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).

De hecho, aplicando tipos de cambio actuales a las cifras esperadas en moneda local en las restantes divisas, los ingresos de la compañía a finales de 2017 (asumiendo que los tipos de cambio se mantengan constantes a cierre de 2017), ascenderían a 533 Mn € (vs 656 Mn € que se calcularon con las cotizaciones de las divisas existentes en el momento de la realización del Plan estratégico)<sup>1</sup>.

Es importante indicar que 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 en moneda local 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 a cierre de 2015 ingresos por importe de unos 300-310 Mn €, de los cuales en torno al 94% son atribuibles al crecimiento orgánico, cumpliendo a fecha de hoy por tanto ya con el **94% del importe de crecimiento orgánico** previsto para 2017.

En cualquier caso, en nuestra opinión, la clave para invertir en Ezentis no se encuentra en determinar si 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 anticipe la consecución de sus objetivos o pueda necesitar algún ejercicio adicional para conseguir los mismos, creemos que Ezentis es una apuesta de futuro que hay que considerar mucho más allá del ejercicio 2017.

#### 4 Situación actual de mercado

La compañía no aprecia un aumento en la presión de precios en las regiones en las que opera. Si bien siempre hay cierta competencia y cierta presión de precios, es cierto que los mismos están vinculados a la calidad del servicio (o al menos mantienen un cierto equilibrio con la calidad). La mejor prueba de ello es la mejora sostenida de márgenes que está publicando la compañía.

En cuanto a los competidores, sí es cierto que hay un actor muy activo con un modelo similar al suyo haciéndoles competencia en Chile, Perú y Colombia. Se trata de CAM (empresa chilena perteneciente al grupo peruano Graña y Montero)

La compañía no ve un proceso de consolidación entre empresas medianas y grandes, si bien siguen apreciando un proceso de concentración en empresas pequeñas y/o familiares, que son precisamente el objetivo potencial de adquisición para Ezentis.

En relación al proceso de consolidación en Brasil (fusión TEF -GVT), no ha supuesto cambios significantes para el Grupo Ezentis, dado que la parte más afectada o que ha sufrido cierto retraso en algunas decisiones, ha sido la parte de telefónica fija, mientras que Ezentis está más focalizada en telefonía móvil. Esta transacción sitúa a Telefónica Brasil como el operador integrado líder del mercado brasileño, tanto por número de clientes, con más de 105 millones de accesos tras la integración, como por ingresos, lo cual puede traducirse a futuro, en nuestra opinión, en un mayor número de contratos para Ezentis.

Al margen de procesos de consolidación, lo relevante de cara a determinar impactos en el negocio de la compañía es determinar los posibles recortes en los planes de inversiones de las operadoras de telecomunicaciones, electricidad, etc. Es importante señalar que Telefónica ha decidido mantener sus inversiones.

#### 5 Optimización financiera

Tras la ampliación de capital efectuada a cabo en el año 2014 y la obtención de fondos por parte de Highbridge en 2015 (hasta 126 Mn €), la compañía ha fortalecido su balance a través de una reestructuración de su deuda y una mejora de la gestión de su capital circulante.

En relación al préstamo de Highbridge y el destino de dicho importe, la compañía ha comentado que:

<sup>1</sup> Como ejemplo, en el momento de la elaboración del Plan estratégico, el tipo de cambio euro/real brasileño se situaba en torno a 3, mientras que en el momento actual esa cotización es de 4,4. Sucede lo mismo con el resto de países latinoamericanos en los que la compañía está presente, lo cual implica una minoración del consolidado en euros a nivel de P&G que no debe ser interpretado como una minoración de los objetivos del Plan Estratégico/profit warning (calculado a tipo de cambio constante en todas las regiones salvo Argentina).

- a) Se dispusieron en Julio de 2015 66 Mn € destinados a la reestructuración de la deuda, el desarrollo de negocio (incremento de participación en alguna de sus filiales) y a la mejora de la financiación de circulante de éstas, así como a establecer determinadas coberturas de divisas de los flujos de efectivo de la matriz (nocial en torno a 30 Mn €).
- b) 35 Mn € que iban destinados a la compra de Ability quedan cancelados, por lo que la línea de crédito total asciende a unos 95 Mn € (en lugar de los 126 Mn € iniciales)
- c) Quedan por disponer alrededor de 25 Mn € que se utilizarán para financiar el crecimiento previsiblemente inorgánico de la compañía. El plazo de disposición de dicho importe es Julio de 2017.

#### ⑥ Cotización. Riesgo de over- hang

En relación a la participación del ex presidente de la compañía D. Manuel García Durán (en torno al 4%), la compañía no dispone de notificación alguna en relación a la intención del señor García Durán de vender su participación. Ezentis confía que, en caso de querer enajenar la misma, se buscaría un inversor para proceder a la transmisión del paquete accionario sin dañar la cotización del valor, como ya se ha hecho en otras ocasiones. En cualquier caso, es un riesgo adicional a tener en cuenta.

#### Conclusión

En nuestra opinión 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 relegar a un segundo plano el crecimiento inorgánico, sin comprometer el Plan Estratégico y manteniendo un delivery muy positivo, creciente y sostenible con aumentos muy significativos de márgenes operativos.

**Los catalizadores** de la cotización en 2016 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) y el riesgo de over-hang comentado anteriormente.

Estamos revisando nuestra valoración (anterior 1,52€/acción) para eliminar Ability e introducir el impacto de los tipos de cambio, así como el mayor crecimiento orgánico reportado. Seguimos recomendando **COMPRAR** el valor, dada la infravaloración fundamental de la compañía, si bien admitimos que la cotización está reflejando factores (no propiamente vinculados al negocio de la compañía) que están distorsionando su percepción por parte del mercado.

### 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)