

Ezentis

Resultados 1S16: mejores de lo esperado. Rebajamos a mantener

César Sánchez-Grande

csgbergon@ahorro.com

EZE.MC/ EZE SM

 Precio actual (27/07/16): **0,60€**
 Precio objetivo (12/16): **0,55€**

 Recomendación **MANTENER**

► Margen EBITDA +9,3%

Ezentis ha presentado los resultados del 1S16 que han estado por encima de nuestras estimaciones. Resultados 1S16: Ventas: 136,3Mn€ (-12,3%), vs. 137,1Mn€ ACFE; **EBITDA:** 14,8Mn€ (+29,5%), vs. 13,0Mn€ ACFE; **Margen EBITDA:** 10,9% vs. 9,5% ACFE; **Bº neto:** 0,7Mn€ (n.a.), vs. -4,1Mn€ ACFE.

Resultados 2T16: Ventas: 71,6Mn€ (-11,3%), vs. 72,5Mn€ ACFE; **EBITDA:** 8,8Mn€ (+23,1%), vs. 7,0Mn€ ACFE; **Margen EBITDA:** 12,3% vs. 9,7% ACFE; **Bº neto:** 3,8Mn€ (n.a.), vs. -1,0Mn€ ACFE.

► De los resultados destacamos:

1) Las ventas retroceden un -12,3%, provocado por la depreciación de las principales divisas latinoamericanas, en especial del real brasileño y del peso argentino. Eliminando este impacto las ventas crecen un +9,7%. **En Latinoamérica caen las ventas un -14,4%**, aunque a divisa constante aumentan un +9,7%, reflejando un sólido crecimiento orgánico. A divisa corriente, destacamos el fuerte crecimiento de Colombia (+44,4%) y el buen comportamiento del Brasil que muestra sólo una caída de las ventas del -4,3% a pesar de la fuerte depreciación del real. El resto de mercados presentan un comportamiento negativo, especialmente en Perú -30,5%, Caribe -24,9% y Argentina -23,1%. **España crece a un +2,4%.** **2) Valoramos muy positivamente la mejora del EBITDA del +29,5%** (25,5% eliminando un impacto extraordinario de un contrato en particular), a pesar del impacto negativo de las divisas. Eliminando este impacto el EBITDA crece un +60,5%. Esta buena evolución pone de manifiesto el éxito de la política de contención de costes de la compañía, así como la buena selección y ejecución de los contratos en cartera. Prueba de ello, el margen EBITDA se sitúa en el 10,9% vs. el 7,3% de 1S15. Cabe destacar que en el 2T16, el margen se sitúa en el 12,3% vs. el 9,3% del 1T16. Por mercados, en el semestre el margen en España es del 8,2%, mientras que en Latinoamérica se eleva hasta el 11,1%. **3) La compañía vuelve a beneficio neto positivo de 0,7Mn€ en el semestre**, gracias principalmente a un extraordinario positivo por la venta de un inmueble en Argentina (1,9Mn€). **4) La deuda neta crece ligeramente hasta los 82,6Mn€** vs. los 80,5Mn€ de 1T16 y 78,4Mn€ de cierre de 2015, como consecuencia del capex asociado al inicio de los nuevos contratos. **5) La contratación en el trimestre se sitúa en 188,2Mn€**, dejando la cartera de pedido en 509,5Mn€ (514,3Mn€ a 1T16 y 539,6Mn€ de cierre de 2015). Cabe destacar que la cartera de pedidos comparada con la de cierre de 2015 refleja un impacto negativo por divisa de 82Mn€. El ratio cartera de pedidos sobre ventas 2016e se sitúa en 1,8x (1,5x a 1T16).

► Perspectivas 2016

Información trimestral

(Mn€)	2T16			1S16		
	Real	ACFe	% inc.	Real	ACFe	% inc.
Ventas	71,6	72,5	-11,3	136,3	137,2	-12,4
EBITDA	8,8	7,0	23,1	14,8	13,0	29,5
Margen EBITDA (%)	12,3	9,7	38,8	10,9	9,5	47,8
EBIT	6,4	4,6	41,0	10,0	8,2	57,5
Margen EBIT (%)	8,9	6,3	59,0	7,3	6,0	79,7
Beneficio neto atribuible	3,8	-1,0	-717,6	0,7	-4,1	-233,5
Margen neto (%)	5,3	-1,4	-796,1	0,5	-3,0	-252,4

Fuente: Compañía y Análisis ACF

Ezentis mantiene el guidance dado a mediados junio de cara a 2016 (incluye impacto divisa y adquisiciones) que se resumen en: **Ventas:** 312Mn€; **EBITDA:** 35Mn€ (31,1Mn€ACFe); **Bºneto:** 2,0Mn€ (ACFe 2,0Mn€) y **Cartera de pedidos:** 550-650Mn€ (ACFe 600Mn€).

Consideramos que 2016 será un ejercicio en el que Ezentis se centrará: **1)** crecimiento orgánico garantizado por la cartera de pedidos, **2)** elevada visibilidad de nueva contratación en el 2S16 (100Mn€ ACFe), **3)** renovaciones de contratos en 2S16 (150/250Mn€ ACFe), **4)** confirmación de los márgenes (9,8% ACFe vs. 11,0% Ezentis), **5)** sólida cartera de pedidos para 2017 (600Mn€ ACFe), **6)** crecimiento inorgánico en el 2S16 (no incluido en estimaciones), y **7)** niveles de endeudamiento razonables y disipación de riesgos (circulante, deuda con administraciones públicas y Vertice 360).

► **Ajustes de estimaciones**

Hemos ajustado ligeramente nuestras estimaciones a un escenario de divisas más acorde con el actual (ver cambios en tabla 1).

► **Valoración y recomendación**

Dada la fuerte revalorización experimentada por el valor, superior al 100% desde los mínimos de febrero, y que sitúan la cotización del valor ligeramente por encima de nuestras estimaciones, rebajamos nuestra recomendación a MANTENER desde COMPRAR. Por otro lado, hemos ajustado ligeramente **nuestro precio objetivo a 0,55€/acción** (vs. 0,56€/acción anterior).

Cambio de estimaciones (Mn€)

	2016e	2017e	2018e	2019e
Ventas Antiguas	346,3	389,8	414,3	439,0
Ventas Nuevas	317,1	358,7	381,3	403,4
Var.	-8,4%	-8,0%	-8,0%	-8,1%
Ebitda Antiguo	32,7	38,3	40,9	43,3
Ebitda Nuevo	31,1	36,6	39,1	41,5
Var.	-4,9%	-4,4%	-4,3%	-4,1%
Ebit Antiguo	23,7	28,9	31,3	33,4
Ebit Nuevo	22,1	27,3	29,5	31,6
Var.	-6,8%	-5,8%	-5,7%	-5,4%
Bº Atrib. Antiguo	3,9	9,2	12,0	14,9
Bº Atrib. Nuevo	2,0	7,9	10,6	13,6
Var.	-47,4%	-14,2%	-11,3%	-8,9%
Precio antiguo(€)	0,56			
Precio objetivo nuevo (€)	0,55			
Var.	-1,8%			

Fuente: ACF análisis

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 54,3% de recomendaciones de Comprar, un 34,3% de recomendaciones de Mantener y un 11,4% de recomendaciones de Vender. Asimismo, sobre el universo de compañías a los que ACF presta servicios de banca de inversiones, hay un 50,0% de recomendaciones de Comprar, un 50,0% de recomendaciones de Mantener y un 0,0% 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

Passeig de Gràcia, 74.
08008 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
