

Resultados 9M2016

04 de noviembre de 2016

► **EZENTIS. Resultados sin sorpresas**

Miles €	2015	9M15	9M16	9M %
Ventas	303.564	228.535	214.600	-6,1%
Ebitda	24.380	16.364	22.720	38,8%
Margen Ebitda	8,0%	7,2%	10,6%	47,9%
Amortizaciones y provisiones	-8.222	-6.021	-5.528	-8,2%
Amortización PPA	-1.947	-1.520	-1.369	-9,9%
Ebit	14.211	8.823	15.823	79,3%
Margen Ebit	4,7%	3,9%	7,4%	
Rtdos financieros	-19.857	-13.693	-14.218	3,8%
Var instrum. Financ	-2.105	2.208	-668	
Rtdos extraordinarios	-2.440	1.660	1.314	-20,8%
BAI	-10.191	-1.003	2.251	-324,4%
Minoritarios	446	-41	100	-343,9%
Discontinuas	0	-73		
Impuestos	-1.143	-1.143	-1.144	0,1%
B. neto	-10.888	-2.260	1.206	-153,4%

Esther Martín Figueroa

emartin@grupocimd.com

91 4326461

* Fuente: Intermoney Valores

Ezentis ha presentado resultados 9M16 sin sorpresas

⇒ Los ingresos retroceden un 6,1%, afectados por el comportamiento de las divisas, con crecimiento del 12,6% en moneda constante.

La contratación ha caído un 8% vs 9M15 cerrando en 250,9 Mn €. La bajada en contratación ha hecho que, pese a que la compañía ha incrementado su cartera de obra en relación a 9M15 (actualmente asciende a 517,6 Mn €; 13,6% superior a la del 9M15), esta magnitud continúe siendo un 4% inferior a la de cierre de 2015. En cualquier caso, el último trimestre del año es el más fuerte para la compañía, que espera renovaciones de contratos por un importe aproximado de 60-100Mn €. Esperamos que el buen comportamiento del último trimestre permita al Grupo Ezentis cumplir su objetivo de cartera de 550-560Mn € a final de año.

⇒ El incremento del 39% en Ebitda (70% en moneda constante), han permitido la obtención de un margen de explotación del 10,6%. El aumento del Ebitda (y también del Ebit) se deben en gran medida a los planes de eficiencia y de gestión de costes de la compañía. Preferiríamos que los incrementos de margen proviniesen del crecimiento de la facturación (verdadero crecimiento orgánico recurrente), más que por medidas de eficiencia que son obviamente finitas, pero no obstante, es importante señalar el buen hacer de Ezentis en términos de contención de costes y obtención de rentabilidad.

Si bien el margen Ebitda es saludable, se observa una tendencia intertrimestral decreciente.

	4T15	1T16	2T16	3T16	3T vs 2T%	TENDENCIA TRIMESTRAL 2016
Ventas	75.029	64.743	71.601	78.256	9,3%	
Ebitda	8.016	6.017	8.780	7.923	-9,8%	
Margen Ebitda	10,7%	9,3%	12,3%	10,1%	-17,4%	
Ebit	5.388	3.611	6.358	5.854	-7,9%	
B. neto	-8.628	-3.069	3.786	489	-87,1%	

* Fuente: Intermoney Valores

El margen Ebitda del 2T16 ascendió a 12,3% y el de los primeros 6M del año se situó en 10,9%. Este 3T16 sin embargo, el margen se sitúa en el 10,1%, habiéndose erosionado el margen en términos intertrimestrales 213pb. La caída del Ebitda se sitúa cercana al 10% en el 3T16, pese a que los ingresos han crecido por encima del 9%. Según Ezentis, los costes asociados a determinadas operaciones inorgánicas -no activados aún- han lastrado el Ebitda y justifican la merma en márgenes, tendencia que se podrá revertir en los siguientes trimestres. Recordamos que el margen Ebitda objetivo de la compañía en moneda corriente para el conjunto del año 2016 asciende al 11,2%.

⇒ El beneficio neto ha ascendido a 1,2 Mn €. Se ha visto apoyado por resultados extraordinarios, consecuencia de la venta de un activo no estratégico en Argentina (resultado neto positivo de 1,9 Mn €). Excluyendo ese impacto, el resultado neto recurrente de la compañía habría sido cercano a cero. Es importante señalar en cualquier caso, que el Grupo Ezentis parece haber dejado atrás las recurrentes pérdidas que llevaba presentando en los últimos ejercicios. Creemos que el mercado valorará este punto de manera positiva apoyando la cotización.

⇒ Ezentis continua, por otro lado, aumentando su endeudamiento¹. La deuda bruta total de la compañía asciende a 101,7 Mn € un 7% superior a la de cierre de 2015 y un 10% superior a la de 9M15. Los gastos financieros siguen siendo muy elevados (en torno al 90% del Ebit). De hecho, Ezentis continua generando un rendimiento efectivo orgánico (free cash flow) procedente de sus actividades, muy por debajo del coste de financiación (el free cash flow asciende a 5,1Mn € vs su coste financiero de 14 Mn €).

Mn €	9M2015	2015	1T16	1S16	9M16	TENDENCIA
Cartera	455,7	539,6	514,3	509,5	517,4	
Deuda bruta	92.585,0	95.311,0	94.466,0	97.170,0	101.652,0	
Deuda neta	74.764,0	84.388,0	84.536,0	88.564,0	94.314,0	
Gastos financieros operativos	-13.693,0	-16.557,0	-4.307,0	-9.066,0	-14.218,0	

* Fuente: Intermoney Valores

¹ La compañía asume como caja y equivalentes de efectivo tanto su saldo de caja a corto plazo, como una reserva a largo plazo por importe de 6 Mn €. Dada su consideración de largo plazo y aplicando estrictamente criterios NIC, dicha reserva no debería incluirse, en nuestra opinión, en la partida de equivalentes de efectivo. Es por ello, que tanto a nivel endeudamiento como en términos de flujo de caja, nuestros cálculos no incluyen ese importe. Es importante señalar que en las cuentas anuales auditadas de 2015 la compañía NO incluye tal reserva como equivalente de efectivo, reforzando nuestra interpretación de que no debe ser tomado como tal.



En definitiva, la compañía sigue apelando al endeudamiento para cubrir el déficit generado por sus operaciones. Ezentis necesita aumentar su volumen de facturación y elevar de manera sustancial sus márgenes, de modo que el ROIC de la compañía deje de ser inferior al coste de sus pasivos. Creemos que esta tendencia estructural de la compañía, debe revertirse en el medio plazo y confiamos en que sea así una vez que se complete el crecimiento inorgánico del Grupo.

⇒ Las cifras, no obstante, nos suscitan ciertas dudas en relación al cumplimiento del Plan Estratégico para este 2016.

Los objetivos de la compañía a cierre de 2016 y las cifras reportadas a cierre 9M16 son:

Miles €	9M16 corriente	GUIDANCE 2016 corriente
Ventas	214.600	312.000
Ebitda	22.720	35.000
Margen Ebitda	10,6%	11,2%
Ebit	15.823	25.000
B neto	1.206	2.000

* Fuente: Intermoney Valores

En negrita señalamos las cifras que se deberían reportar el último trimestre del año (junto al crecimiento del 4T vs3T) para cumplir con dichos objetivos:

	1T16	2T16	3T16	EZE 4Te	crecimiento
Ventas	64.743	71.601	78.256	97,400	24,5%
Ebitda	6.017	8.780	7.923	12,300	55,2%
Margen Ebitda	9,3%	12,3%	10,1%	12,6%	180pb
Ebit	3.611	6.358	5.854	9,180	56,8%
B. neto	-3.069	3.786	489	800	63,6%

* Fuente: Intermoney Valores

Si bien no es imposible, consideramos que el cumplimiento de los objetivos para este 2016 requiere de una extraordinaria fortaleza en el 4T16, y que nos parece, cuanto menos exigente (teniendo en cuenta solo el crecimiento orgánico del Grupo). En cualquier caso, no nos preocuparía en exceso que hubiese divergencias con respecto a los objetivos, si bien esto podría producir una reacción negativa en la cotización, que en nada cambia nuestra opinión fundamental y valoración a largo plazo de Ezentis. Lo verdaderamente relevante es que creemos que la compañía tiene un negocio con potencial desde un punto de vista fundamental, pero es indispensable aumentar los niveles de facturación y sobre todo su rentabilidad para no destruir valor (esta rentabilidad ha de ser necesariamente superior al coste de financiación implícito del Grupo - que según la propia compañía se sitúa en torno al 16%-).

Como catalizadores a corto plazo, la compañía parece estar ultimando alguna adquisición que apoye su generación de resultados y el cumplimiento de su Plan Estratégico.

Mantenemos nuestro precio objetivo en 0,85€/acción y dejamos invariable nuestra recomendación de **MANTENER a la espera de alguna adquisición que revierta los efectos anteriormente señalados. Nos interesa la definición del papel de Cox Energy/Riquelme en el seno de la compañía que por ahora continua siendo una incógnita.**



INTERMONEY VALORES SV | GRUPO CIMD

Director General: Javier de la Parte

DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS +34 91 432 64 61

Head: Esther Martín Figueroa

Alejandro Refojo

Álvaro Navarro

Antonio Pausa

Elena Fernández

Virginia Pérez

Sector construcción-Socimi- Industriales

Papeleras – Industriales

Sector eléctrico – Utilities

Alimentación – Industriales – Hoteles

Aerolíneas – Farma

Media – Telecoms – Industriales

emartin@grupocimd.com

arefojo@grupocimd.com

anavarro@grupocimd.com

apausa@grupocimd.com

elenafernandez@grupocimd.com

vperez@grupocimd.com

DEPARTAMENTO DE TRADING Y VENTAS INSTITUCIONALES RENTA VARIABLE +34 91 432 64 35

Head: Eduardo Moreno

Ainhoa Pérez

Carmen Martín

Enrique Aparicio

Jaime Nicolás

Javier López Medina

Javier Soto

Juan Pérez

Juan San José

Maite Franco

Pedro Guinea

Rubén Sánchez

emoreno@grupocimd.com

aperez@grupocimd.com

carmenm@grupocimd.com

eaparicio@grupocimd.com

jnicolas@grupocimd.com

jlopez@grupocimd.com

jsoto@grupocimd.com

juanperez@grupocimd.com

jsanjose@grupocimd.com

mfranco@grupocimd.com

pguinea@grupocimd.com

rsanchez@grupocimd.com



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) redistribuido o (3) citado, 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.

