



Ezentis

Cambio radical

Cambio radical

Ezentis ha sufrido una importante transformación en los últimos ejercicios que hay que destacar y analizar para otorgar el valor que le corresponde a la compañía actualmente. Este cambio, como podremos ver a continuación, se ha refrendado en una mejora conjunta de las principales cifras de la compañía: ventas, EBITDA, márgenes, endeudamiento, contratación y cartera de pedidos.

Estimaciones garantizadas por la cartera de pedidos

La **fuerte contratación** de la compañía en los últimos años, ha permitido al Grupo Ezentis finalizar el ejercicio 2016 con una **cartera de pedidos de 848,4Mn€** y un ratio sobre ventas de 2,8x. Esta cifra unida a la juventud de esta cartera (79% contratos ganados en 2016) **aseguran buena parte de los resultados futuros**, reduciendo también la volatilidad de los mismos. En nuestro informe nos centramos en el crecimiento orgánico para justificar la valoración del grupo, por lo que **no incluimos ninguna compra en nuestras estimaciones.**

Cuenta de resultados: fuertes crecimientos esperados

A nivel consolidado estimamos un crecimiento orgánico de las ventas en el periodo 2016-2020e a una TACC del +11,5% hasta alcanzar los 475,2Mn€ en 2020e, gracias principalmente a la cartera de pedidos y a un buen comportamiento esperado en Latinoamérica. **En términos de EBITDA preveo un crecimiento del +14,7%**, superior al estimado en ventas, hasta registrar 54,1Mn€ en 2017e, justificado por la política de mejora de eficiencia y por la reestructuración realizada en los últimos ejercicios. Este hecho provocará un **aumento del margen EBITDA hasta el 11,4%** vs. el 10,2% de 2016.

Balance: importante reducción del endeudamiento

La **fuerte generación de caja esperada para el periodo 2017e/2020e** (19Mn€ en media), **permitirá a la compañía reducir de forma significativa el endeudamiento neto del grupo** (sin incluir ninguna operación corporativa) hasta los 15,8Mn€ en 2020e vs. los 95,7Mn€ de 2016.

Catalizador: reestructuración de la deuda

Estimamos que Ezentis podría reducir el coste medio actual de la deuda al menos hasta la mitad, impulsando de forma considerable tanto el beneficio neto como el flujo de caja libre del grupo.

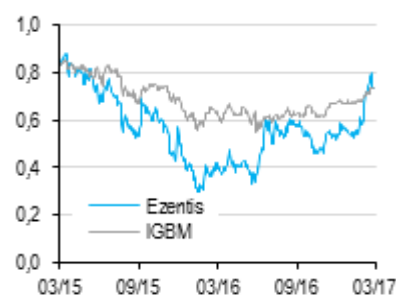
Valoración

Tomando como referencia este escenario, establecemos un precio objetivo 2017e de 0,93€/acción (vs. 0,59€/acción anterior) **y mantenemos nuestra recomendación de COMPRAR apoyada en:** 1- fuerte crecimiento de la cuenta de resultados, 2- confirmación de los márgenes, 3- sólida cartera de pedidos que asegura gran parte de los resultados futuros además de reducir su volatilidad y 4- reducción esperada del endeudamiento.

César Sánchez-Grande
csgbergon@ahorro.com

Comprar

Precio actual (29-mar-17)	0,73€
Precio objetivo	0,93€
Potencial	26,9%
Cambio en BPA	23,5%



Comport. (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	22,2	36,5	74,9
Relativo	12,6	25,2	57,3

EZE.MC / EZE SM	
Capitalización (Mn€)	172,7
Nº acciones (Mn)	235,7
Free Float (%)	88,0
Vol. día (Mn€)	0,9
Max.Min 12 meses (€)	0,82 / 0,328
Revalorización YTD	41,0%

	2016	2017e	2018e
Ventas	307	412	427
EBITDA	31,2	43,8	47,0
EBIT	21,3	33,6	36,5
Bº neto atribuible	0,9	8,9	12,8
BPA (€)	0,00	0,04	0,05
BPA consenso		0,02	0,04
Deuda neta	93,2	85,1	68,3
FCF	-6,3	13,5	16,6
DPA (€)	0,00	0,00	0,00

	2016	2017e	2018e
PER (x)	136,2	19,4	13,5
VE/EBITDA	6,9	5,9	5,1
Rentab. divdo. (%)	0,0	0,0	0,0
FCF Yield (%)	-5,1	7,8	9,6
D.net./EBITDA	3,0	1,9	1,5
ROCE	19,2	30,2	34,0

Índice

1. Positiva transformación de la compañía	3
1.1. Fuerte mejora de la cuenta de resultados	3
1.2. Ratios de endeudamiento más controlados	4
1.3. Excelente contratación	4
1.4. Buena evolución de todos los mercados	5
2. Refinanciación de la deuda: Principal catalizador del grupo	6
3. Estimaciones: garantizadas por la cartera de pedidos	8
3.1. Crecimiento orgánico	8
3.2. Crecimiento inorgánico	15
4. Valoración	17

1. Positiva transformación de la compañía

Ezentis ha sufrido una importante transformación en los últimos ejercicios que hay que destacar y analizar para otorgar el valor que le corresponde a la compañía actualmente. Este cambio, como podremos ver a continuación, se ha refrendado en una mejora conjunta de las principales cifras de la compañía: ventas, EBITDA, márgenes, ratios de endeudamiento, contratación y cartera de pedidos. La respuesta a este cambio reside en una más que positiva gestión por parte del equipo directivo que ha apostado en los últimos años por centrarse más en el crecimiento orgánico del grupo, consolidando las numerosas compras realizadas en ejercicios anteriores, sin olvidar determinadas operaciones inorgánicas muy ventajosas como es el caso de Tecnet en Chile.

Cambio radical de la compañía gracias a una buena gestión que se ha traducido ...

En conclusión, esta acertada estrategia **nos permite encontrarnos con una Ezentis mucho más completa que en 2013**. Como podremos ver a continuación, Ezentis ha sufrido un cambio radical en todos los aspectos en los últimos ejercicios. De este modo, no consideramos justificado que la compañía siga siendo percibida como de elevado riesgo teniendo en cuenta su situación actual.

1.1. Fuerte mejora de la cuenta de resultados

Como podemos ver en el cuadro 1, la mejora de las principales líneas de la cuenta de resultados del Grupo Ezentis es más que evidente, siendo especialmente destacable en los dos últimos ejercicios. En este sentido, **las ventas del grupo han experimentado un crecimiento a una TACC del 28,3%** en el periodo 2013/2016, a pesar de la desfavorable evolución de las divisas latinoamericanos durante 2016. Cabe destacar que este crecimiento ha permitido al grupo aumentar la base clientes, reduciendo el peso en ventas de su principal cliente (Telefónica) desde alrededor del 60% en 2014 al 30% actual. La acertada estrategia de la compañía basada en la optimización de los costes y la maximización de las sinergias, ha permitido que este positivo comportamiento de las ventas se traduzca en un crecimiento muy superior del **EBITDA en el mismo periodo a una TACC del 92,2%** y, por tanto, en un sólido **incremento de los márgenes del grupo desde el 3,0% de 2013 al 10,2% de 2016**. En términos de **beneficio neto, 2016 ha sido el primer ejercicio en el que la compañía ha logrado situar esta cifra en números negros**, que estimamos, como veremos posteriormente, crezca de forma significativa en 2017.

... en un importante incremento de la cuenta de resultados y en ...

1. Evolución de las principales partidas de la cuenta de resultados 2013/2016 (Mn€)

Fuente: Ezentis y ACF análisis

	2013	2014	2015	2016	TACC
Ventas	145,5	248,3	295,5	307,4	28,3%
% Crec.		70,7%	19,0%	4,0%	
EBITDA	4,4	15,2	24,4	31,2	92,2%
% Crec.		245,8%	60,3%	28,1%	
Margin	3,0%	6,1%	8,3%	10,2%	
Beneficio neto	-40,9	-7,4	-10,9	0,9	n.a.
% Crec.		n.a.	n.a.	n.a.	

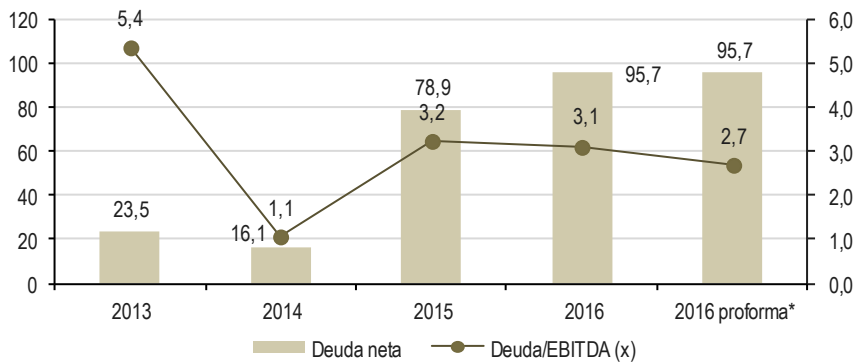
1.2. Ratios de endeudamiento más controlados

En los últimos 4 años la deuda neta de Ezentis se ha elevado considerablemente desde los 23,5Mn€ hasta los 95,7Mn€ de cierre de 2016. Este incremento ha venido de la mano del crecimiento tanto orgánico como inorgánico (8 operaciones en el periodo) de la compañía. Sin embargo, aunque pueda parecer negativo en un principio, **este incremento ha sido inferior a la evolución operativa de la compañía, mejorando claramente los ratios de endeudamiento.** De este modo, la compañía ha **reducido el ratio deuda neta / EBITDA desde las 5,4x de 2013 hasta las 3,1x de 2016** (2,7x si incluimos el EBITDA a año completo de Tecnet).

... una mejora de la situación financiera, gracias a ...

2. Evolución de la deuda neta 2013/2016 (Mn€)

Fuente: Ezentis y ACF análisis



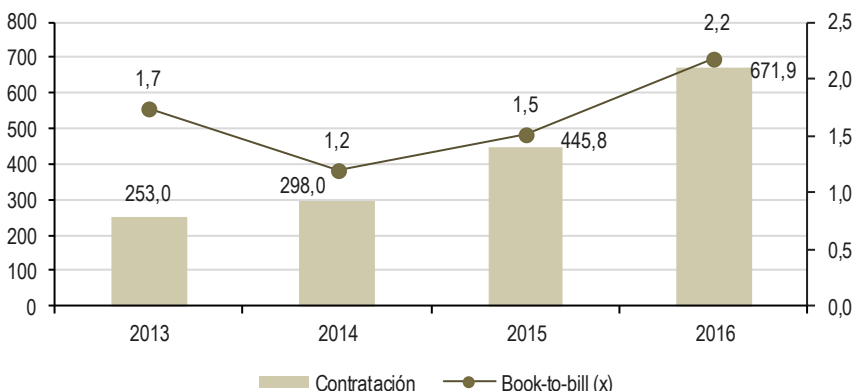
1.3. Excelente contratación

La mejora de las principales líneas de la cuenta de resultados tiene su sustento en la fuerte contratación de la compañía en los últimos ejercicios. En este sentido, la buena ejecución de los contratos por parte de Ezentis ha permitido a la compañía convertirse en un referente del sector en Latinoamérica. Cabe destacar **la contratación de 2016 que se situó en 671,9Mn€, lo que implica un ratio book-to-bill de 2,2x**, la cifra más alta obtenida por la compañía en los últimos años. En esta cifra está incluida la contratación procedente de la compra de Tecnet que asciende a 122,1Mn€. Eliminando este importe la contratación de Ezentis se elevó hasta los 549,8Mn€.

... una sólida contratación.

3. Evolución de la contratación 2013/2016 (Mn€)

Fuente: Ezentis y ACF análisis



1.4. Buena evolución de todos los mercados

Esta buena evolución del grupo no se ha registrado principalmente en un país, sino que **todos los mercados en los que está presente Ezentis han mostrado una buena evolución en términos de cuenta de resultados**. En este entorno, destacamos positivamente la mejora registrada en el margen EBITDA en todos los países, mostrando el éxito de la estrategia de control de costes y de maximización de las economías de escala llevada a cabo por la compañía.

... un buen comportamiento de todos los mercados en donde están presentes, y en ...

4. Evolución de ventas y EBITDA por país 2013/2016 (Mn€)

Fuente: Ezentis y ACF análisis

	2013	2014	2015	2016	TACC
Brasil					
Ventas	56,6	77,5	96,4	121,2	28,9%
% Crec.		36,9%	24,3%	25,8%	
EBITDA	3,4	5,9	7,3	11,1	47,9%
% Crec.		74,1%	23,0%	51,0%	
Margen	6,0%	7,7%	7,6%	9,1%	
Chile					
Ventas	35,2	43,7	56,4	64,1	22,1%
% Crec.		24,1%	28,9%	13,8%	
EBITDA	4,6	4,3	5,6	10,7	32,4%
% Crec.		-6,4%	30,5%	90,0%	
Margen	13,1%	9,9%	10,0%	16,7%	
Perú					
Ventas	24,2	32,9	37,8	31,0	8,6%
% Crec.		36,2%	14,9%	-18,0%	
EBITDA	1,5	3,1	4,3	4,8	45,6%
% Crec.		103,9%	37,2%	10,3%	
Margen	6,4%	9,6%	11,4%	15,4%	
Colombia					
Ventas		1,9	4,6	8,4	109,8%
% Crec.			141,1%	82,5%	
EBITDA		0,2	0,4	0,4	36,6%
% Crec.			94,8%	-4,2%	
Margen		12,0%	9,7%	5,1%	
Caribe					
Ventas	4,7	8,6	6,9	6,0	8,4%
% Crec.		83,9%	-20,3%	-13,1%	
EBITDA	0,3	1,2	0,7	2,2	85,0%
% Crec.		242,9%	-38,8%	201,9%	
Margen	7,4%	13,7%	10,5%	36,6%	
Argentina					
Ventas	65,0	71,8	75,7	56,3	-4,7%
% Crec.		10,4%	5,5%	-25,6%	
EBITDA	4,9	6,2	4,7	6,9	11,5%
% Crec.		25,3%	-23,8%	45,2%	
Margen	7,6%	8,6%	6,2%	12,2%	
España					
Ventas	14,9	20,3	25,6	28,8	24,6%
% Crec.		36,5%	25,8%	12,6%	
EBITDA	-1,0	1,0	2,3	3,7	n.a.
% Crec.		-201,8%	129,0%	60,3%	
Margen	-6,6%	4,9%	8,9%	12,7%	
Otros					
Ventas	2,7	0,5	0,3	0,6	-41,1%
% Crec.		-80,7%	-49,1%	108,3%	
EBITDA	0,0	-6,8	-1,1	-7,2	n.a.
% Crec.			-84,2%	578,9%	
Margen	0,0%	-1290,8%	-400,4%	-1305,1%	

2. Refinanciación de la deuda: Principal catalizador del grupo

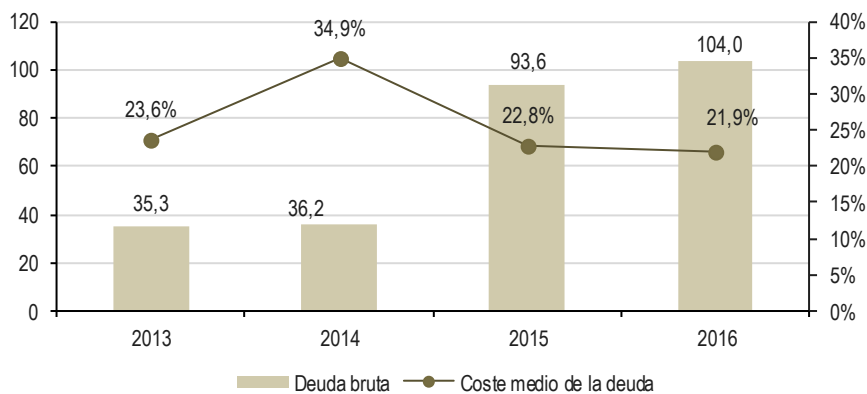
Desde nuestro punto de vista una **refinanciación de las condiciones de la deuda de Ezentis se postula como el principal catalizador de la compañía de cara a 2017.**

Como hemos podido ver anteriormente, dentro del exitoso proceso de transformación sufrido por la compañía en el periodo 2013-2016, Ezentis ha conseguido reducir el ratio de deuda neta sobre EBITDA de 5.4x en 2013 a 2,7x en 2016 proforma (incluye Tecnet a año completo). Sin embargo, estimamos que el coste medio de la deuda no se ha visto minorado en la misma proporción (21,9% en 2016 vs. 23,6% en 2013), reflejando la mejora estructural de la compañía.

Coste medio de la deuda que no corresponde a la realidad actual de la compañía

5. Deuda bruta vs. coste medio 2013/2016 (Mn€)

Fuente: Ezentis y ACF análisis



Este elevado coste de la deuda es fruto de la situación en la que se encontraba Ezentis hace 4 años, en la que todo eran promesas de reestructuración y de crecimiento, pero sin ninguna realidad. Esa imperiosa necesidad para poder financiar tanto el crecimiento orgánico como inorgánico ha llevado a la compañía a tener una estructura de capital no eficiente que desglosamos a grosso modo en:

- Financiación a largo plazo:** préstamos firmado con Highbridge Principal Capital en 2015 por un importe máximo de 96Mn€, de los que estimamos han consumido entre 85/90Mn€, a un coste de alrededor del 9/10% y vencimiento 2020.
- Financiación de circulante:** Leasing y factoring en Brasil y Argentina a tipos de entre el 30/40%.

En conclusión, estimamos que la transformación experimentada por Ezentis debería permitir a la compañía una reestructuración de su deuda con una notable bajada del coste medio de la deuda, así como la obtención de un alargamiento de los vencimientos. Bajo este escenario, estimamos que la compañía podría llegar a reducir, sin mayores complicaciones, el coste medio actual de la deuda al menos hasta la mitad, impulsando de forma considerable tanto el beneficio neto como el flujo de caja libre del grupo. Estimamos que este proceso sea posible gracias a:

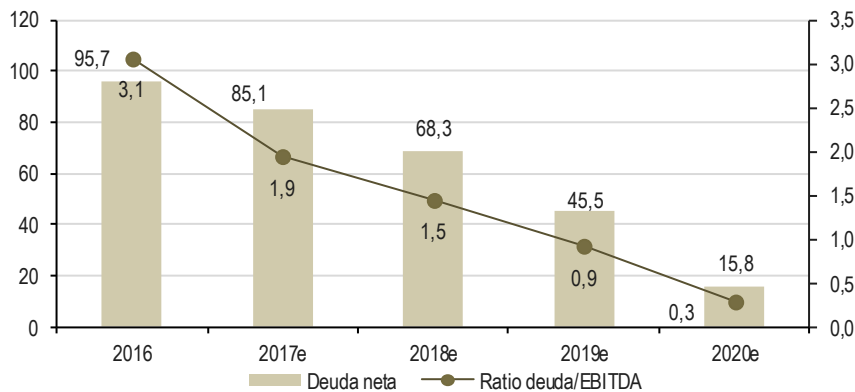
Consideramos muy factible una refinanciación de la deuda a unos tipos considerablemente inferiores

1. Generación de caja prevista de 19Mn€ en media en el periodo 2017e/2020e.
2. Ratio de cartera de pedidos sobre ventas de 2,8x 2016 que otorga estabilidad a los resultados futuros.
3. Reducción del ratio deuda neta / EBITDA 2016 de 2,7x (incluyendo Tecnet) vs. 5,4x en 2013.

Adicionalmente, y bajo ese escenario, estimamos una **fuerte reducción del endeudamiento neto en los próximos ejercicios**. Debemos señalar que en nuestras estimaciones no hemos incluido ninguna adquisición, circunstancia que estimamos se produzca a lo largo de este ejercicio. Sin embargo, la dificultad a la hora de hacer este tipo de estimaciones, nos llevan a incluir, como hemos comentado anteriormente, única y exclusivamente el aspecto orgánico del grupo.

6. Evolución de la deuda neta (Mn€)

Fuente: ACF análisis



3. Estimaciones: garantizadas por la cartera de pedidos

A la hora de realizar nuestras estimaciones de Ezentis debemos analizar por separado tanto el crecimiento orgánico como inorgánico. Desde Ahorro Corporación, estimamos que es muy complicado hacer estimaciones de crecimiento inorgánico por lo **que preferimos centrarnos en el crecimiento orgánico para justificar la valoración del grupo, por lo que no incluimos ninguna compra en nuestras estimaciones.**

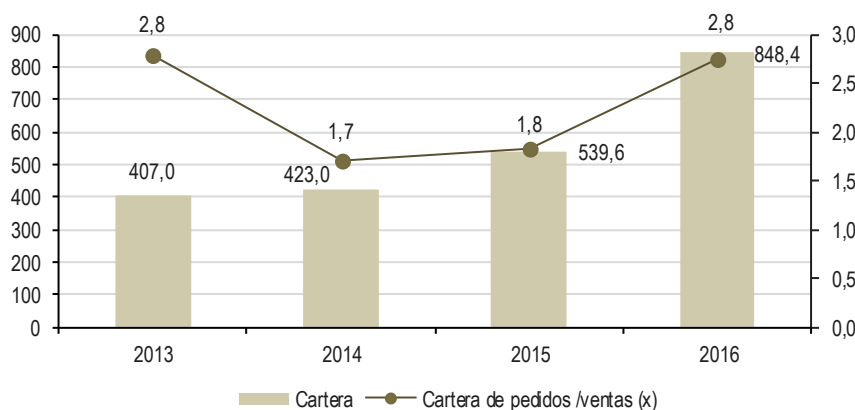
3.1. Crecimiento orgánico

Como hemos podido ver en el apartado anterior, Ezentis ha sufrido una importante transformación en los últimos ejercicios que no hubiera podido ser sin una **fuerte mejora tanto de la contratación como de la cartera de pedidos. Esta circunstancia es tanto una causa como una consecuencia**, ya que por un lado ha permitido el crecimiento de la cuenta de resultados, pero también gracias a la transformación experimentada por la compañía, Ezentis ha podido optar a determinados contratos que unos años antes estaban fuera de su ámbito de actuación.

La elevada cartera de pedidos asegura los resultados futuros

7. Evolución de la cartera de pedidos 2013/2016 (Mn€)

Fuente: Ezentis y ACF análisis



La fuerte contratación de la compañía en los últimos años, ha permitido al Grupo Ezentis finalizar el **ejercicio 2016 con una cartera de pedidos de 848,4Mn€**. Como podemos ver en el cuadro 7, la cartera de pedidos también ha experimentado una más que positiva evolución, situando el ratio sobre ventas que en 2,8x, claramente por encima de las 1,8x de 2015.

Adicionalmente, **destacamos positivamente la juventud de esta cartera de pedidos** si tenemos en cuenta que **en 2016 se han ganado contratos equivalentes al 79% de la cartera de fin de año** (sin excluir la parte de los contratos ganados y ejecutados en 2016). Ambos hechos nos aseguran buena parte de los resultados futuros del grupo, reduciendo también la volatilidad de los mismos.

8. Principales contratos ganados en 2016

Fuente: Ezentis

Fecha	País	Cliente	Sector	Importe (Mn€)	Años
25/02/2016	Brasil	Telefónica	Telecomunicaciones	7	2
03/03/2016	Perú	Edelnor	Electricidad	38	3
18/03/2016	Brasil	Light	Electricidad	23	3
23/05/2016	Chile	Chilectra	Electricidad	47	3
23/06/2016	Brasil	Claro/Embratel	Telecomunicaciones	22	2
05/07/2016	Argentina	Gas Natural	Gas	21	5
07/07/2016	Chile	CGE	Electricidad	32	6
18/08/2016	Brasil	TIM	Telecomunicaciones	41	3
12/02/2016	Chile	Telefónica	Telecomunicaciones	120	4
19/12/2016	Argentina	Edenor	Electricidad	5	1,7
21/12/2016	Perú	Telefónica	Telecomunicaciones	100	4
27/12/2016	Colombia	Codensa/Telefónica	Elect./Telecom	24	3/4

Estimamos que 2016 será un año difícil de repetir en términos de contratación (549,8Mn€ orgánico y 671,9Mn€ incluyendo Tecnet). En este sentido, ante la ausencia de renovaciones de contratos relevantes (excepto en Argentina con Telefónica), **prevedemos una contratación orgánica en 2017 más moderada de alrededor de 375Mn€** (no incluye contratación inorgánica). Para los **ejercicios 2018/2020e** estimamos un ratio de contratación sobre ventas anuales de 1,1x, **que permita seguir viendo crecimientos en la parte alta de la cuenta de resultados de la compañía.**

Estimaciones de contratación conservadoras para los próximos ejercicios, principalmente en 2017.

Estas estimaciones no las consideramos agresivas si tenemos en cuenta que nuestras previsiones anticipan un ratio de contratación sobre ventas anuales de **0,9x en 2017e** y de **1,1x para 2018e/2020e**, ratios muy por debajo de los obtenidos en el periodo 2013/2016, años muy afectados por la crisis económica. Durante este periodo este ratio se situó en media en 1,7x, con un máximo de 2,2x en 2016 y un mínimo de 1,2x en 2014. Además, señalamos que incluso nuestras estimaciones máximas de 1,1x se sitúan por debajo del mínimo obtenido de 1,2x en 2014.

En lo que llevamos de año la compañía ya ha ganado contratos por importe de **26,6Mn€**, un 7,1% de nuestro objetivo para 2017:

- Brasil:** contrato de energía con AES Electropaulo. **Fecha:** marzo 2017. **Importe:** 17,6Mn€. **Duración:** 3 años.
- Argentina:** contrato de energía con Edenor. **Fecha:** marzo 2017. **Importe:** 6,4Mn€. **Duración:** 2 años.
- Colombia:** contrato de telecomunicaciones con Nokia para Claro. **Fecha:** febrero 2017. **Importe:** 2,6Mn€. **Duración:** no disponible.

9. Estimaciones de contratación y cartera (Mn€)

Fuente: Ezentis

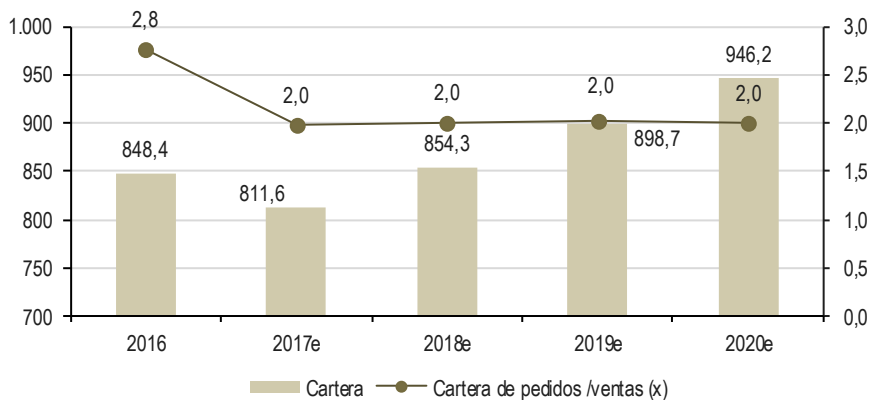
	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Contratación	671,9	375,0	469,8	488,8	522,7
Book-to-bill (x)	2,2	0,9	1,1	1,1	1,1
Cartera	848,4	811,6	854,3	898,7	946,2
% Crec.	57,2%	-4,3%	5,3%	5,2%	5,3%
Cartera de pedidos /ventas (x)	2,76	1,97	2,00	2,02	1,99
% Crec.	51,1%	-28,6%	1,5%	1,1%	-1,5%

En términos de **cartera de pedidos** destacamos:

1. **2016 cerró con un nuevo récord histórico de 848,9Mn€**, lo que implica un ratio sobre ventas 2016e de 2,8x.
2. Para los próximos ejercicios, **estimamos un mantenimiento de la cartera de pedidos en el rango de los 800/950Mn€**, gracias al buen momento del sector. Estas cifras implicarían un ratio sobre ventas promedio de 2,0x, ligeramente por debajo del promedio 2013/2016 de 2,3x.
3. **Como hemos comentado anteriormente el 79% de la cartera de pedidos ha sido contratada en el último año.** Este hecho, nos asegura los resultados y crecimientos para los próximos años.

10. Cartera de pedidos (Mn€)

Fuente: ACF análisis



Estimaciones por países

A la hora de realizar nuestras estimaciones, **hacemos un estudio del comportamiento futuro de la compañía en los países en los que ya está presente en la actualidad.**

Aspectos más destacados de nuestras estimaciones:

1. **Ventas:** estimamos que la compañía es capaz de replicar el comportamiento del país tanto en precios (IPC) como en crecimiento de su economía (PIB). Adicionalmente, estimamos que gracias a la posición de liderazgo de Ezentis en el sector, puede crecer por encima del PIB (% crecimiento adicional de la compañía). Finalmente ajustamos las ventas teniendo en cuenta la variación de las divisas en cada país.
2. **EBITDA:** prevemos una progresiva mejora del EBITDA en todos los mercados apoyado en la política de mejora de eficiencia que está llevando a cabo la compañía así como en las economías de escala.
3. **Brasil:** prevemos una progresiva mejora tanto de las ventas como el EBITDA para los próximos ejercicios sustentado en la cartera de pedidos y en una progresiva recuperación económica.

4. **Chile:** anticipamos un fuerte crecimiento en 2017e derivado de la consolidación de Tecnet a año completo. En términos de margen EBITDA también prevemos una mejora progresiva como consecuencia de un mayor apalancamiento operativo en este mercado.
5. **Perú:** estimamos un importante crecimiento en 2017e gracias a los contratos ganados en años anteriores. A nivel de márgenes esperamos un incremento asociado a una mayor presencia en el país.
6. **Colombia:** crecimiento importante en ventas con una mejora superior en términos de EBITDA ya que la consolidación en el país le permitirá mejorar la rentabilidad.
7. **Argentina:** nos mostramos más cautos en este mercado por la dificultad de realizar previsiones de tipos de cambio, IPC y PIB. Debemos estar pendientes de la posible renovación de un contrato relevante con Telefónica que podría mejorar nuestras estimaciones. En términos de márgenes anticipamos un comportamiento estable.
8. **España:** comportamiento estable tanto **en ventas como en márgenes.**

11. Estimaciones por país (Mn€)

Fuente: ACF análisis

Brasil	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	121,2	155,5	159,7	162,5	174,0
% Crec.	25,8%	28,2%	2,7%	1,8%	7,1%
EBITDA	11,1	14,5	16,0	16,6	18,3
% Crec.	51,0%	30,8%	10,5%	3,8%	10,2%
Margen	9,1%	9,3%	10,0%	10,2%	10,5%
Chile	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	64,1	114,5	118,9	125,5	132,8
% Crec.	13,8%	78,6%	3,8%	5,5%	5,8%
EBITDA	10,7	13,7	14,5	15,6	16,7
% Crec.	90,0%	28,4%	5,6%	7,3%	7,6%
Margen	16,7%	12,0%	12,2%	12,4%	12,6%
Perú	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	31,0	38,1	39,0	40,0	41,4
% Crec.	-18,0%	23,0%	2,2%	2,6%	3,4%
EBITDA	4,8	5,3	5,5	5,8	6,0
% Crec.	10,3%	12,2%	3,7%	4,1%	4,9%
Margen	15,4%	14,0%	14,2%	14,4%	14,6%
Colombia	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	8,4	11,2	12,3	12,3	13,4
% Crec.	82,5%	33,5%	9,6%	0,0%	9,0%
EBITDA	0,4	0,6	0,7	0,9	1,1
% Crec.	-4,2%	44,0%	19,6%	16,7%	24,6%
Margen	5,1%	5,5%	6,0%	7,0%	8,0%
Caribe	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	6,0	7,0	7,4	7,8	8,3
% Crec.	-13,1%	16,6%	6,2%	5,6%	6,8%
EBITDA	2,2	0,6	0,7	0,7	0,8
% Crec.	201,9%	-71,3%	12,1%	5,6%	6,8%
Margen	36,6%	9,0%	9,5%	9,5%	9,5%
Argentina	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	56,3	53,7	56,4	61,0	68,2
% Crec.	-25,6%	-4,7%	5,1%	8,2%	11,7%
EBITDA	6,9	6,5	6,9	7,4	8,3
% Crec.	45,2%	-4,7%	5,1%	8,2%	11,7%
Margen	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
España	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	28,8	31,2	32,8	34,5	36,3
% Crec.	12,6%	8,3%	5,0%	5,2%	5,3%
EBITDA	3,7	3,7	4,0	4,1	4,4
% Crec.	60,3%	2,3%	6,8%	3,5%	5,3%
Margen	12,7%	12,0%	12,2%	12,0%	12,0%
Otros	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
% Crec.	108,3%	13,0%	4,6%	4,0%	5,2%
EBITDA	-7,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
% Crec.	578,9%	-82,7%	4,6%	4,0%	5,2%
Margen	-1.305,1%	-200,0%	-200,0%	-200,0%	-200,0%

Para realizar las estimaciones comentadas anteriormente hemos partido de las siguientes hipótesis de partida:

- Tipos de cambio: utilizamos los tipos de cambio de consenso de Bloomberg en todas las divisas.** No utilizamos tipos constantes ya que debido a la fuerte apreciación de las divisas latinoamericanas en los últimos meses haría que nuestras estimaciones pudieran estar sesgadas al alza y ser excesivamente optimistas. Dicho esto, preferimos ser conservadores dado que estos tipos anticipan una depreciación de las divisas latinoamericanas en los próximos ejercicios. De esta forma, cualquier sorpresa que provenga de esta variable será más probable que sea positiva que negativa, reduciendo los riesgos exógenos de nuestras estimaciones.

12. Tipos de cambio 2016 -2020e

Fuente: Bloomberg

VS Euro	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Dólar	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
Argentina	16,3	17,5	21,7	25,2	27,4
Chile	748,8	710,2	744,7	792,3	834,2
Perú	3,7	3,6	3,8	4,1	4,5
Brasil	3,9	3,5	3,7	4,1	4,3
Jamaica	138,5	127,2	132,0	136,8	136,8
Panamá	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Marruecos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
México	20,7	22,3	23,1	23,3	25,6
Colombia	3.378,3	3.233,0	3.245,0	3.690,2	3.808,0

- PIB y de IPC:** tomamos como referencia las previsiones dadas por el Fondo Monetario Internacional.

13. Estimaciones de IPC y PIB

Fuente: FMI. * Estimación ACF análisis

	2017e	2018e	2019e	2020e
Brasil				
IPC	5,4%	4,8%	4,6%	4,5%
PIB	0,5%	1,5%	2,0%	2,0%
Chile				
IPC	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB	2,0%	2,7%	3,0%	3,2%
Perú				
IPC	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
PIB	4,1%	3,6%	3,5%	3,5%
Colombia				
IPC	4,1%	3,0%	3,1%	3,0%
PIB	2,7%	3,8%	4,3%	4,3%
Caribe *				
IPC	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%
PIB	2,0%	2,4%	2,7%	2,8%
Argentina				
IPC	23,2%	19,0%	15,0%	11,4%
PIB	2,7%	2,8%	2,9%	3,1%
España				
IPC	1,0%	1,1%	1,3%	1,5%
PIB	2,2%	1,9%	1,9%	1,8%

Grupo

Bajo este escenario, a nivel consolidado estimamos un crecimiento orgánico de las ventas en el periodo 2016-2020e a una TACC del +11,5% hasta alcanzar los 475,2Mn€ en 2020e, gracias principalmente a la cartera de pedidos y a un buen comportamiento esperado en Latinoamérica. En términos de EBITDA, prevemos un crecimiento del +14,7%, superior al estimado en ventas, hasta registrar 54,1Mn€ en 2017e, justificado por la política de mejora de eficiencia que está llevando a cabo la compañía y a la reestructuración realizada en los últimos ejercicios. Este hecho provocará una mejora del margen EBITDA hasta el 11,4% vs. el 10,2% de 2016.

Estimamos un crecimiento en ventas y EBITDA en el periodo 2016-2020e a una TACC del +11,5% y del +14,7%, respectivamente

14. Estimaciones Grupo Ezentis (Mn€)

Fuente: ACF análisis

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC
Ventas	307,4	411,8	427,1	444,3	475,2	11,5%
% Crec.	4,0%	34,0%	3,7%	4,0%	6,9%	
EBITDA	31,2	43,8	47,0	49,7	54,1	14,7%
% Crec.	28,1%	40,2%	7,3%	5,7%	8,9%	
Margen	10,2%	10,6%	11,0%	11,2%	11,4%	
Beneficio neto	0,9	8,9	12,8	17,5	24,5	128,3%
% Crec.	n.a.	888,2%	44,2%	36,8%	39,4%	

Como podemos ver en el cuadro 14, a partir de 2018 prevemos un crecimiento muy moderado de nuestras estimaciones. Este hecho se encuentra justificado por las previsiones de tipo de cambio que anticipan una depreciación de las principales divisas latinoamericanas. En cualquier caso y para poder observar el crecimiento orgánico de la compañía, en el cuadro 15 mostramos nuestras estimaciones a tipos constantes. **En conclusión:** vemos que dependiendo de los tipos de cambio que tomemos para realizar nuestras estimaciones, las previsiones de la compañía cambian notablemente. Con el objetivo de ser más conservadores hemos preferido tomar como referencia en nuestras previsiones tipos de cambio variables.

15. Estimaciones Grupo Ezentis a tipos constantes

Fuente: ACF análisis

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC
Ventas	307,4	411,8	460,3	524,9	592,6	17,8%
% Crec.	4,0%	34,0%	11,8%	14,1%	12,9%	
EBITDA	31,2	43,8	50,8	58,8	67,7	21,3%
% Crec.	28,1%	40,2%	15,9%	15,8%	15,0%	
Margen	10,2%	10,6%	11,0%	11,2%	11,4%	
Beneficio neto	0,9	8,9	15,3	23,4	33,6	147,3%
% Crec.	n.a.	888,2%	72,0%	53,1%	43,7%	

3.2. Crecimiento inorgánico

La estrategia de Ezentis en los últimos ejercicios se ha basado en liderar el cambio que está teniendo lugar dentro del sector de mantenimiento de infraestructuras en Latinoamérica. Anteriormente las operadoras de telecomunicaciones y energía contrataban pequeñas empresas locales intensivas en mano de obra, de poco valor añadido y bajo precio. Sin embargo, en la actualidad cada vez más están demandando **compañías con presencia multi-regional** que puedan realizarle los servicios de mantenimiento en aquellos países en los que están presentes, dando más prioridad a obtener la máxima calidad y satisfacción del cliente final que al precio de realización de estos servicios. Esto es lo que Ezentis ha estado desarrollando en los últimos ejercicios y quiere seguir haciendo en los próximos. Para poder hacerlo, **la compañía tiene que continuar liderando el proceso de consolidación en el sector para seguir aumentando su presencia en los principales países latinoamericanos** y, de esta forma, ofrecer cada vez más ese servicio multi-regional.

Ezentiis continuará con la consolidación del sector como vía de crecimiento

Bajo esta premisa, **la compañía continúa confiando en el crecimiento vía adquisiciones** como una de las principales formas tanto de reforzar su presencia en aquellos países en los que ya están presentes como de entrada en nuevos mercados. En este sentido, estimamos que la compañía sigue manteniendo su objetivo de continuar realizando adquisiciones en 2017 para reforzar sus negocios en Chile, Colombia, Perú, Brasil y España, no olvidando el objetivo de entrar en México. Desde Ahorro Corporación estimamos que es muy complicado hacer estimaciones de crecimiento inorgánico por lo **que preferimos centrarnos en el crecimiento orgánico para justificar la valoración del grupo, por lo que no incluimos ninguna compra en nuestras estimaciones.**

16. Principales contratos ganados en 2016

Fuente: Ezentis

Fecha	País	Compañía	Porcentaje	Importe (Mn€)*
ago-13	Brasil	SUL	60%	4,2
ago-13	Chile	Consorcio RDTC	45%	6,1
dic-13	Brasil	Seicom	55%	4,87
may-14	España, Perú, Colombia	Networkstest	100%	10,1
jun-14	Brasil	Suli	96%	n.a.
jun-15	Brasil	Seicom	45%	4,26
may-16	Chile	Ezentis Chile	5%	0,8
nov-16	Chile	Tecnet	100%	9

Compra de Tecnet

Ezentis comunicó el pasado mes de diciembre de 2016 la adquisición del 100% de la sociedad chilena Tecnet a CGE (una de las principales compañías energéticas de Chile propiedad de Gas Natural Fenosa) por un importe de 9Mn€. Tecnet está especializada en servicios para compañías de distribución eléctrica, con una cuota aproximada del 15%, operando en 11 regiones del país para 8 compañías de distribución eléctrica. La compañía cerró 2015 con unas ventas de 30Mn€, un EBITDA de 2,4Mn€, una cartera de pedidos 130Mn€ y sin endeudamiento. Tras esta operación, Chile pasó a ser el segundo mercado de Ezentis en Latinoamérica.

Desde Ahorro Corporación consideramos la compra como muy positiva por:

1. Refuerza su presencia en el sector energético, comprando una de las empresas líderes de este sector en Chile.
2. La compañía cuenta con una cartera de 130Mn€ que asegura los resultados de los próximos 4 años.
3. El precio de compra es de 3,8x VE/EBITDA 15, muy por debajo de los ratios actuales a los que cotizaba Ezentis en el momento de la compra (6,0x). En términos de ventas pagó 0,30x ventas vs. 0,34x que cotizaba Ezentis.
4. En términos de EBITDA esta compañía representa un 7,7% del EBITDA de Ezentis 2016.
5. Al no contar Tecnet con deuda, Ezentis redujo de su ratio deuda neta /EBITDA de 2016.

4. Valoración

A la hora de valorar Ezentis, utilizando el método de descuento de flujos de caja, hemos tenido en cuenta las siguientes hipótesis:

1. **Crecimiento orgánico:** Desde Ahorro Corporación, estimamos que es muy complicado hacer estimaciones de crecimiento inorgánico por lo **que preferimos centrarnos en el crecimiento orgánico para justificar la valoración del grupo, por lo que no incluimos ninguna compra en nuestras estimaciones.**
2. **Contratación:** como hemos comentado anteriormente prevemos una contratación orgánica más moderada en 2017e de alrededor de 375Mn€ (no incluye contratación inorgánica). Para los ejercicios 2018/2020e estimamos un ratio de contratación sobre ventas anuales de 1,1x, que permita seguir viendo crecimientos en la parte alta de la cuenta de resultados.
3. **Tipos de cambio:** utilizamos los tipos de cambio de consenso de Bloomberg en todas las divisas, más conservadores que los tipos actuales.
4. **Ventas:** estimamos un crecimiento orgánico de las ventas en el periodo 2016-2020e a una TACC del +11,5% hasta alcanzar los 475,2Mn€ en 2020e, gracias principalmente a la elevada cartera de pedidos y al buen comportamiento esperado en Latinoamérica.
5. **EBITDA:** prevemos un crecimiento del +14,7%, superior al estimado en ventas, hasta registrar 54,1Mn€ en 2017e, justificado por la política de mejora de eficiencia que está llevando a cabo la compañía y a la reestructuración realizada en los últimos ejercicios. Este hecho provocará una mejora del margen EBITDA hasta el 11,4% vs. el 10,2% de 2016.
6. **Endeudamiento:** anticipamos una importante reducción de la deuda neta gracias a la generación de caja del grupo (no incluimos ninguna operación corporativa).
7. **Costes de la deuda:** no incluimos la mejora esperada en el coste de la deuda con el objetivo de ser más conservadores y la dificultad de estimar un nuevo coste medio.
8. **Crédito fiscal:** valoramos el crédito fiscal de la compañía en 4,2Mn€ a valor actual.
9. **Vertice 360:** no incluimos un posible éxito de la reclamación a la Agencia Tributaria por responsabilidad de derivación tributaria en Vertice 360 por 7,7Mn€ (actualmente reclamado por la compañía y que espera recuperar este importe a lo largo de 2017).

En base a lo anterior, los cambios más relevantes en nuestras estimaciones son los siguientes:

1. **Fuerte mejora de las ventas** justificado en la inclusión de Tecnet en nuestras estimaciones y en una cartera de pedidos de cierre de 2016 por encima de nuestras anteriores previsiones.

2. Elevamos nuestras previsiones de EBITDA en un +19,7%, un +20,2%, un +19,8% un +14,7% en 2017e, 2018e, 2019e y 2020e, respectivamente, como consecuencia de un mayor margen EBITDA estimado para los próximos ejercicios así como por la inclusión de Tecnet.

17. Cambio de estimaciones (Mn€)

Fuente: ACF análisis

	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas Antiguas	358,7	381,3	403,4	459,9
Ventas Nuevas	411,8	427,1	444,3	475,2
% Var.	14,8%	12,0%	10,1%	3,3%
Ebitda Antiguo	36,6	39,1	41,5	47,2
Ebitda Nuevo	43,8	47,0	49,7	54,1
% Var.	19,7%	20,2%	19,8%	14,7%
Ebit Antiguo	27,3	29,5	31,6	37,0
Ebit Nuevo	33,6	36,5	38,9	43,0
% Var.	23,1%	23,7%	23,0%	16,1%
B° Atrib. Antiguo	7,2	9,2	11,9	18,2
B° Atrib. Nuevo	8,9	12,8	17,5	24,5
% Var.	23,5%	39,4%	47,5%	34,4%
Precio objetivo antiguo	0,59			
Precio objetivo nuevo	0,93			
% Var.	58,4%			

Las principales hipótesis de nuestro modelo de valoración son las siguientes:

1. Coste de los recursos propios: 13,0%.
2. Coste medio ponderado del capital: 8,6%.
3. Tasa de crecimiento perpetua: 2,0%.

18. Modelo de valoración

Fuente: ACF análisis

	2018e	2019e	2020e	Residual
EBIT	36,5	38,9	43,0	43,8
Tasa Impositiva	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
NOPAT	25,5	27,2	30,1	30,7
Amortización + Depreciación	10,5	10,8	11,2	11,2
Capex	-6,0	-6,0	-6,0	-11,2
Inversión en Circulante	-0,7	0,3	-0,3	-0,5
FCF	29,3	32,3	35,0	30,2
FCF Descontados	29,3	28,6	27,4	215,7
Valor Empresa (Mn€)	301,0			
Deuda neta (Mn€)	-85,1			
Valor RRPP + minoritarios (Mn€)	215,9			
Ajuste Minoritarios	0			
Crédito fiscal	4,2			
Valor RRPP (Mn€)	220,1			
Nº de acciones (Mn)	235,7			
Precio objetivo (€)	0,93			

Tomando como referencia este escenario, establecemos un precio objetivo 2017e de 0,93€/acción (vs. 0,59€/acción anterior) y mantenemos nuestra recomendación de COMPRAR apoyada en: 1- fuerte crecimiento de la cuenta de resultados, 2- confirmación de los márgenes, 3-

Recomendación de COMPRAR con potencial superior al 25%

sólida cartera de pedidos que asegura gran parte de los resultados futuros además de reducir su volatilidad y 4- reducción esperada del endeudamiento.

Adicionalmente, y como hemos comentado a lo largo del informe hemos realizado nuestras estimaciones utilizando los tipos de cambios estimados por Bloomberg así como no hemos incluido ninguna mejora del coste de la deuda, circunstancia que estimamos se producirá en 2017. **Si tuviéramos una rebaja del coste medio de la deuda hasta el 8%, nuestro precio objetivo se situaría en 1,0€/acción, y en 1,26€/acción realizando además nuestras estimaciones con tipos constantes.** Esta importante diferencia frente a nuestro precio objetivo de referencia de 0,93€/acción, es la justificación a realizar nuestras estimaciones sin tener en cuenta ambos aspectos.

La principal desventaja con la que cuenta Ezentis es el continuo ruido accionarial entorno a la compañía. En este sentido, la ausencia de un accionista de referencia da pie a que esta situación se siga alargando en el tiempo. En cualquier caso, estimamos que el cambio experimentado por la compañía en los últimos ejercicios, comentado a lo largo del informe, ayude a la entrada tanto de un socio de referencia como de inversores institucionales.

El accionariado de la compañía se encuentra compuesto de la siguiente forma:

1. **Eralan Inversiones**, con una participación del 5,218% es el mayor accionista individual.
2. **Guillermo Fernández Vidal**, con una participación del 2,984%, es el actual presidente del grupo.
3. **Manuel García-Durán**, antiguo presidente del Grupo Ezentis, tienen una participación en la compañía del 2,95%.

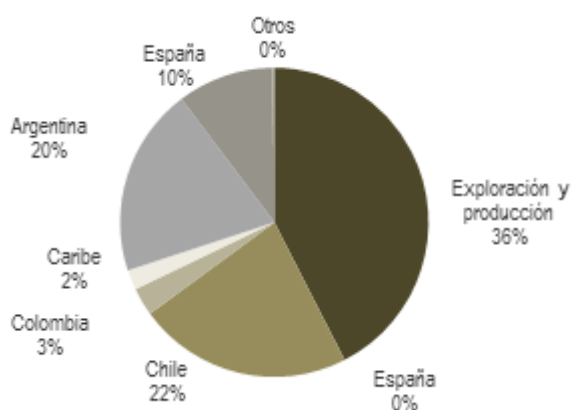
19. Principales magnitudes

Fuente: Compañía y Análisis ACF

(Mn€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Ventas	248,9	295,5	307,4	411,8	427,1	444,3
% inc.	70,9	18,7	4,0	34,0	3,7	4,0
Coste de las mercancías vendidas	-60,2	-65,5	-51,0	-92,4	-95,4	-98,8
Margen bruto	188,7	230,0	256,4	319,4	331,7	345,5
Costes de explotación	-173,5	-205,6	-225,1	-275,6	-284,7	-295,8
EBITDA	15,2	24,4	31,2	43,8	47,0	49,7
% inc.	245,8	60,3	28,1	40,2	7,3	5,7
Amortización del inmovilizado	-8,3	-12,6	-9,9	-10,2	-10,5	-10,8
EBIT	6,9	11,8	21,3	33,6	36,5	38,9
% inc.	n.a.	71,6	81,1	57,5	8,6	6,5
Resultado financiero	-12,5	-22,0	-20,2	-20,9	-18,2	-13,8
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros Resultados	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio antes de impuestos	-5,7	-10,2	1,1	12,7	18,3	25,1
Impuesto de sociedades	-0,7	-1,1	-0,4	-3,8	-5,5	-7,5
Minoritarios	-0,9	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto atribuible	-7,4	-10,9	0,9	8,9	12,8	17,5
% inc.	-82,0	48,0	n.a.	888,2	44,2	36,8
BPA (€)	-0,04	-0,05	0,00	0,04	0,05	n.a.
% inc.	-89,0	23,5	n.a.	888,2	44,2	n.a.
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	1,9	1,3	10,7	19,1	23,3	28,4
% inc.	n.a.	-34,2	739,1	78,9	22,2	21,6
Variaciones de NOF	-8,4	-20,9	-3,1	0,4	-0,7	0,3
Capex	-47,6	-6,7	-14,0	-6,0	-6,0	-6,0
Cash flow libre	-54,0	-26,4	-6,4	13,5	16,6	22,7
Remuneración al accionista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones de deuda	-61,5	36,4	7,8	5,5	-0,2	-0,2
Balance						
Activo fijo neto	71,6	61,9	77,2	73,0	68,5	63,7
Inmovilizado financiero	35,6	52,5	54,6	54,6	54,6	54,6
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-0,6	20,4	23,5	23,1	23,8	23,5
Otros activos/(pasivos) neto	-54,1	-41,9	-44,4	-39,4	-39,6	-39,8
Capital empleado	52,6	92,9	110,9	111,2	107,3	102,0
Recursos propios	33,2	13,0	17,3	26,1	39,0	56,5
Minoritarios	3,3	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	16,1	78,9	93,2	85,1	68,3	45,5
Márgenes (%)						
Margen bruto/Ventas	75,8	77,8	83,4	77,6	77,7	77,8
EBITDA/Ventas	6,1	8,3	10,2	10,6	11,0	11,2
EBIT/Ventas	2,8	4,0	6,9	8,2	8,5	8,7
Ventas/Capital empleado	473,5	318,0	277,1	370,2	398,1	435,6
EBITDA/Capital empleado	28,9	26,2	28,2	39,4	43,8	48,7
ROCE	13,1	12,7	19,2	30,2	34,0	38,1
ROE	-22,2	-84,0	5,2	34,0	32,9	31,0
Endeudamiento (x)						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0,3	0,8	0,8	0,8	0,6	0,4
Deuda financiera neta/EBITDA	1,1	3,2	3,0	1,9	1,5	0,9
EBIT/Resultado financiero	0,6	0,5	1,1	1,6	2,0	2,8
Nº empleados	8.101	8.870	10.169	10.372	10.580	10.791

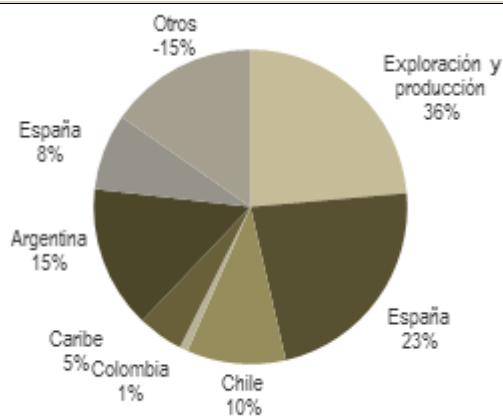
Desglose de ventas por áreas geográficas 2016

Fuente: Sofres y Análisis ACF



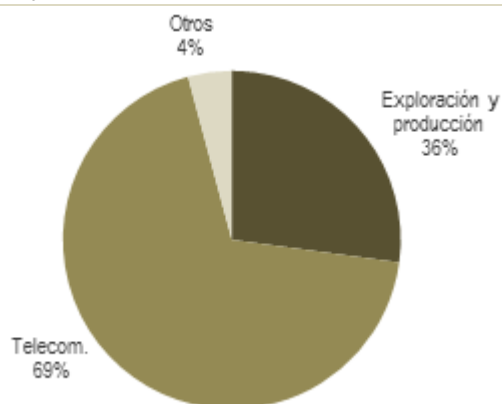
Desglose del EBITDA 2016

Fuente: Ezentis y Análisis ACF



Desglose de ventas por divison 2016

Fuente: Ezentis y Análisis ACF



Principales accionistas

Fuente: Sofres y Análisis ACF

Eralan Inversiones:	5,22%
Guillermo Fernández Vidal	2,98%
Manuel García-Durán:	2,95%
Autocartera:	0,77%

Magnitudes por acción

Fuente: Sofres y Análisis ACF

	BPA (€)	DPA (€)	VC/acción (€)
2011	-0,55	0,00	0,07
2012	-0,22	0,00	-0,10
2013	-0,34	0,00	-0,10
2014	-0,04	0,00	0,14
2015	-0,05	0,00	0,06
2016	0,00	0,00	0,07
2017e	0,04	0,00	0,11
2018e	0,05	0,00	0,17
2019e	n.a.	0,00	n.a.

Información de la empresa

Fuente: Sofres y Análisis ACF

Dirección:	Prim, 19 28004 Madrid España
Página Web:	www.ezentis.es
Presidente:	Guillermo Fernández Vidal
Director General	Fernando González
Director Financiero	Manuel Merino
IR:	Roberto Cuens (Tel.: +34 913 604 118)

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, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por ACF o a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que ACF o cualquier otra persona del grupo realice o reciba.

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 5% del capital social emitido de la/s entidad/es emisora/s y que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor, calculado de conformidad con el artículo 3 del Reglamento (UE) nº 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012 y con los capítulos III y IV del Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012 de la Comisión Europea, de 5 de julio de 2012: 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 y/o director/codirector 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.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación: No aplicable.

Otros intereses financieros o conflictos de interés de ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación u otras personas estrechamente vinculadas a destacar: No aplicable.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación tiene suscritos contratos de liquidez o de creación de mercado 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 inversión o auxiliares 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 inversión o auxiliares 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 tome 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. 229 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley 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 objetivos 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 55,7% de recomendaciones de Comprar, un 32,9% de recomendaciones de Mantener y un 11,4% de recomendaciones de Vender. Asimismo, sobre el universo de compañías a los que ACF presta servicios importantes de inversión o auxiliares, hay un 14,3% de recomendaciones de Comprar, un 85,7% de recomendaciones de Mantener y un 0,0% de recomendaciones de Vender.

Compañía	Recomendación	Analista	Fecha/Hora
Acerinox	Comprar	César Sánchez-Grande	01/03/17 8:31
ArcelorMittal	Comprar	César Sánchez-Grande	08/11/16 0:00
Azkoyen	Comprar	César Sánchez-Grande	28/02/17 0:00
CAF	Comprar	César Sánchez-Grande	16/02/17 9:00
Duro Felguera	Vender	César Sánchez-Grande	24/02/17 12:00
Ebro Foods	Comprar	César Sánchez-Grande	00/01/00 0:00
Ezentis	Comprar	César Sánchez-Grande	00/01/00 0:00
Logista	Comprar	César Sánchez-Grande	00/01/00 0:00
Parques Reunidos	Comprar	César Sánchez-Grande	00/01/00 0:00
Talgo	Mantener	César Sánchez-Grande	16/02/17 9:00
Técnicas Reunidas	Comprar	César Sánchez-Grande	10/11/16 0:00
Telepizza	Comprar	César Sánchez-Grande	28/02/17 0:00
Tubacex	Mantener	César Sánchez-Grande	00/01/00 0:00
Tubos Reunidos	Vender	César Sánchez-Grande	28/02/17 0:00
Viscofan	Vender	César Sánchez-Grande	01/03/17 0:00