



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS

Icade Business School

Valoración de Empresas

Grupo Ezentis SA



ANÁLISIS DEL GRUPO EZENTIS SA Y RECOMENDACIÓN DE
INVERSIÓN

Dirige: María Teresa Corzo Santamaría

Autor: Pablo Serena Gómez

Fecha: Julio 2014

Resumen

El objetivo de esta investigación reside en definir el valor real de una firma en función de su capacidad para generar caja en el futuro; basándose principalmente en su operativa y su plan estratégico para los próximos años. Desde una perspectiva teórica el valor habría de ser cotejado con respecto a sus comparables del sector, verificando además su posición dentro del mercado, pero ante la falta de empresas similares y el riesgo de sesgo en el análisis es más conveniente no considerar esta fase. Finalmente, se pretende emitir una recomendación considerando el valor intrínseco del negocio en relación al precio cotizado.

Con el fin de realizar una investigación profunda se considerarán diferentes métodos de valoración. Las cinco fuerzas de Porter, el análisis DAFO, ratios de desempeño, el método de descuento de flujos de caja... son algunas de las teorías que apoyan y establecen las bases del siguiente estudio.

Como se verá a lo largo del estudio el método de descuento de flujos de caja será la teoría fundamental de análisis, que junto con la descripción de la compañía y la operativa de su negocio ayudarán a comprender la situación de la empresa y su visión a largo plazo.

En último lugar se tratará también de valorar, tras conocer el valor del negocio, si se trata de un buen momento para entrar en el mercado; analizando los principales indicadores técnicos del valor bursátil y el mercado, determinando sobrecompra, posibles correcciones...Con esto se pretende, independientemente de recomendar o no la compra del valor, conocer si estamos en un buen momento para entrar en el mercado o es conveniente esperar. Es importante ser consciente que este apartado no interviene en el análisis de inversión sino en el momento de entrada.

Palabras Clave

Descuento de Flujos de Caja

Ambicioso plan estratégico

Ampliación de capital

Gran crecimiento orgánico

Índice de contenido

1.	Introducción	8
1.1.	Hipótesis de partida	9
1.2.	Metodología	9
1.3.	Estructura del trabajo.....	12
2.	Aspectos teóricos	13
2.1.	Valoración de compañías mediante fórmulas matemáticas.....	13
2.1.1.	Valoración de una empresa “100% equity” con crecimiento	13
2.1.2.	Modelo de crecimiento Supernormal para una empresa con apalancamiento e impuestos.....	17
2.2.	Técnica de <i>Hoja de Cálculo</i> para la valoración de empresas	17
2.2.1.	La técnica de aproximación.....	17
2.2.2.	Componentes de los flujos de caja operativos.....	18
2.2.3.	Flujos de caja no operativos.....	20
2.2.4.	Componentes de los flujos de caja de financiación	20
2.2.5.	Estimación del coste medio ponderado de capital	21
2.2.6.	Cálculo del valor terminal.....	22
2.3.	Otros modelos de valoración	22
2.3.1.	Valor de los beneficios. PER	23
2.3.2.	Valor de los dividendos	23
2.3.3.	Múltiplo de ventas	24
2.3.4.	Múltiplo sobre EBITDA	24
2.3.5.	Otros múltiplos.....	24
2.4.	Valor Liquidativo	24
2.5.	Conclusiones de los métodos.....	25
3.	Aplicación empírica	26
3.1.	Grupo Ezentis SA. Descripción de la compañía.....	26
3.2.	Historia del grupo.....	26
3.3.	Situación actual del negocio.....	27
3.4.	Plan estratégico 2014-2017.....	28
3.4.1.	Detalles.....	28
3.4.2.	Objetivos	29
3.5.	Ampliación de capital	31

3.6.	Valoración de la ampliación de capital	32
3.7.	Análisis del plan estratégico.....	32
3.8.	Conclusiones del plan estratégico.....	36
3.9.	Modelo y valoración.....	37
3.9.1.	Estimaciones de ventas	37
3.9.2.	Coste medio ponderado de financiación	42
3.9.3.	Precio objetivo	45
3.10.	Análisis de sensibilidad.....	46
3.11.	Impacto de los cambios de regulación.....	47
3.12.	Conclusiones y recomendación.....	48
4.	Bibliografía	49
5.	Anexo.....	50
5.1.	Anexo I. Evolución de variables macroeconómicas	50
5.2.	Anexo II. Evolución de divisas	51
5.3.	Anexo III. Cuenta de pérdidas y ganancias y Balance de situación.....	52
5.4.	Anexo IV. Ratios de circulante para el cálculo de las necesidades operativas	54
5.5.	Anexo V. Resultados anteriores negativos y crédito fiscal	55
5.6.	Anexo VI. Ratios de rentabilidad	56
5.7.	Anexo VII. Análisis técnico.....	56

Índice de tablas

Tabla 1. Flujo de caja de una compañía en crecimiento	14
Tabla 2. Presencia geográfica. Ventas 2013 vs. ventas 2017	29
Tabla 3: Objetivos plan estratégico.....	30
Tabla 4. Estimación de ventas por país en Latam	33
Tabla 5. Estimación de ventas España	35
Tabla 6. Total ventas orgánicas Latam	35
Tabla 7. Total actividad orgánica.....	35
Tabla 8. Ventas inorgánicas según plan estratégico	36
Tabla 9. Adquisiciones estimadas	38
Tabla 10. Ventas a partir de las adquisiciones estimadas en Latam	38
Tabla 11. Ventas a partir de las adquisiciones estimadas en España	40
Tabla 12. Resumen ventas y EBITDA globales estimadas	40
Tabla 13. Diferencias. Ventas inorgánicas estimadas vs. reportadas plan estratégico	41
Tabla 14. Resumen estimaciones	41
Tabla 15. Balance resumido	41
Tabla 16. Flujo de caja total	42
Tabla 17. Estimación Ke por país. 2014e.....	43
Tabla 18. Estimación Ke por país. 2015e.....	43
Tabla 19. Estimación Ke por país. 2016e.....	43
Tabla 20. Estimación Ke por país. 2017e.....	44
Tabla 21. Estimación Kd por región. 2014e.....	44
Tabla 22. Estimación Kd por región. 2015e.....	44
Tabla 23. Estimación Kd por región. 2016e.....	44
Tabla 24. Estimación Kd por región. 2017e.....	44
Tabla 25. WACC.....	45
Tabla 26. Modelo de valoración.....	45
Tabla 27. Análisis de sensibilidad. WACC vs. g	46
Tabla 28. Análisis de sensibilidad. Ventas inorg. vs. coste adqs.	46
Tabla 29. Evolución del PIB	50
Tabla 30. Evolución del IPC	50
Tabla 31. Evolución de la población.....	50
Tabla 32. Evolución de la población 2	50
Tabla 33. Evolución de las divisas vs Dólar.....	51
Tabla 34. Evolución de las divisas vs Euro.....	51
Tabla 35. Cuenta de pérdidas y ganancias	52
Tabla 36. Evolución estimada costes de personal.....	52
Tabla 37. Balance de situación	53
Tabla 38. Ratios de circulante	54
Tabla 39. Bases imponibles negativas.....	55
Tabla 40. Valor presente crédito fiscal.....	55
Tabla 41. Ratios de rentabilidad.....	56

Índice de fórmulas

EQ [1]. Flujos de caja de empresa en crecimiento	13
EQ [2]. Valoración empresa desapalancada para un periodo	14
EQ [3]. Valoración empresa desapalancada para N periodos	14
EQ [4]. Valoración de empresa desapalancada con horizonte infinito	14
EQ [5]. Valoración de empresa desapalancada en crecimiento.....	15
EQ [6]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Paso 1	15
EQ [7]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Paso 2	15
EQ [8]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Paso 3	16
EQ [9]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Paso 4	16
EQ [10]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Final	16
EQ [11]. Beneficio económico empresa desapalancada	16
EQ [12]. Beneficio económico empresa apalancada.....	16
EQ [13]. Valor empresa apalancada con crecimiento finito supernormal.....	17
EQ [14]. Coste medio ponderado de capital	21
EQ [15]. Coste de los recursos propios.....	21
EQ [16]. Valor terminal.....	22
EQ [17]. Price Earnings Ratio	23
EQ [18]. Valor por acción según dividendos.....	23
EQ [19]. Valor por acción según dividendos crecientes	23
EQ [20]. Valor empresa según ventas	24
EQ [21]. Múltiplo sobre EBITDA	24
EQ [22]. Valor empresa según flujo de caja operativo.....	24
EQ [23]. Valor empresa según valor en libros.....	24

Índice de ilustraciones

Ilustración 1. Cotización histórica en gráfico de líneas	59
Ilustración 2. Gráfico de velas diario	60

1. Introducción

Los métodos de descuento de flujos de caja y la valoración por múltiplos son dos de las teorías más utilizados para calcular el valor real de un negocio. De esta manera, la capacidad de una firma para generar efectivo es uno de los aspectos más valiosos a la hora de definir su valor intrínseco. El objetivo del estudio es analizar las teorías más influyentes en este campo y aplicarlas de forma práctica con el fin de calcular el valor objetivo de una compañía para recomendar su compra o venta según su cotización actual en el mercado bursátil.

La intención de elegir una compañía de pequeña o mediana capitalización no es más que aportar cierto valor añadido con respecto al análisis que se pueda realizar sobre una empresa cotizada en el Ibex35. La capacidad de generar valor añadido sobre los numerosos análisis de estas compañías es mínimo en relación a la posibilidad de proporcionar utilidad a la hora de emitir una opinión independiente de una compañía más pequeña. En este caso se ha optado por la elección del Grupo Ezentis SA, compañía en gran crecimiento todavía apenas cubierta por analistas españoles. Al comienzo de la investigación el autor solo tiene constancia de la existencia de un informe de análisis actualizado, realizado por la casa Beka Finance (ESN).

La situación tan particular de la compañía; con perspectivas históricamente negativas, recién salida de una gran reestructuración y pendiente de una ampliación de capital, provoca que la gran mayoría de analistas no considere esta compañía como objetivo de su trabajo. Todo esto junto con el ambicioso plan estratégico presentado por la directiva del grupo hace que Ezentis haya sido elegida para aplicar los conceptos teóricos desarrollados en esta investigación.

Como se verá a continuación, las diferencias entre las estimaciones de ventas aportadas por el plan estratégico y las estimadas por el modelo son una de las variables que marcarán el precio objetivo de Ezentis.

1.1. Hipótesis de partida

El estudio comenzará partiendo de las teorías básicas de las finanzas corporativas. Cierto es que no hay estudios complejos acerca de la teoría de descuento de flujos de caja, pero si hay numerosos papeles de investigación que analizan los componentes a tener en cuenta durante todo el proceso así como las fórmulas de valoración a tener en cuenta.

La teoría del coste de capital óptimo, el nivel de endeudamiento, maximización de beneficios y del valor del mercado de la compañía...son algunos de las bases de donde pretende partir este estudio. Modigliani y Miller, Smith, Damodaran...son algunos de los mayores investigadores de la materia y el punto de partida del análisis. Algunos de los trabajos más relevantes en este sentido; "The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" (1958) de Modigliani y Miller, "Debt and Taxes" (1977) de Miller o "Applied Corporate Finance" (1998) de Damodaran. Por otro lado resulta también muy interesante la lectura de otros trabajos de carácter más práctico, como las populares publicaciones del profesor Pablo Fernandez.

Como soporte del aspecto teórico se han empleado principalmente dos publicaciones; "Principles of Corporate Finance" (2011) de Richard A. Brealey, Steward C. Myers y Franklin Allen, y "Financial Theory and Corporate Policy" (2005) de Copeland, Weston y Shastri.

Generalmente todos estos autores desarrollan los métodos de valoración de empresas mediante fórmulas, y es a raíz de estas teorías clásicas de donde surge lo que se conoce actualmente como el método de descuento de flujos de caja. Con el paso del tiempo se han ido aportando nuevos conceptos al método tradicional que han generado mayor valor añadido como la consideración de los activos no afectos al negocio, activos por impuestos diferidos, o la distinción de los flujos operativos y los extraordinarios.

1.2. Metodología

Para realizar el análisis una compañía, en nuestro caso concreto, Ezentis, se realiza, en primer lugar, una descripción del escenario del mercado actual, partiendo de los últimos años, perspectivas y puntos de actuación. Se tendrán en consideración los principales competidores, clientes más significativos, proveedores etc, con el fin de identificar la posición de la firma en cuanto a estos participantes y al sector en general.

Ezentis es una compañía especializada en el desarrollo de proyectos de consultoría, planificación, diseño, ingeniería, implantación, gestión y mantenimiento de redes de distribución. Principalmente su presencia se centra en los sectores de telecomunicaciones, electricidad, aguas, gas y petróleo, principalmente enfocada al negocio denominado como "última milla" (distribución y mantenimiento de las redes). La compañía cuenta con presencia en nueve países (España, Marruecos, Haití, Jamaica, Panamá, Argentina, Brasil, Chile y Perú), generando durante el último año más del 90% de sus ventas fuera de nuestro país. Sus principales clientes son grandes compañías con las que el grupo mantiene largas y duraderas relaciones de cooperación, por lo que su negocio no depende de entes públicos. Los mercados en los que opera la compañía carecen de infraestructura básica y los competidores son locales, pequeños y poco desarrollados.

Las perspectivas de la compañía para los próximos años, incluidas dentro del plan estratégico empresarial, pasan por liderar el proceso de consolidación del sector de mantenimiento de infraestructuras en Latinoamérica con el objetivo de poder dar un servicio multi-regional a los principales operadores de telecomunicaciones y electricidad. Además, este crecimiento pretende plasmarlo en una multiplicación por más de 3x en el EBITDA, soportado mediante crecimiento orgánico y un potente plan inversionista y de adquisiciones. Su actuación en estos países no pretende basarse en inversiones por parte de las Administraciones Públicas sino que su dependencia recaerá en inversiones de mano de compañías privadas. De esta manera, el riesgo país se reduce, siendo un factor crítico para el análisis en estos sectores, dado el alto nivel de inversión requerido y los controvertidos casos históricos presentes en la industria.

A partir de este análisis sectorial, el objetivo de este trabajo es el de definir el valor objetivo de Ezentis, basado fundamentalmente en la actividad esperada para los próximos años. Consecuentemente, después de llegar a ese valor objetivo, el precio de las acciones será estimado, para compararlo con el precio oficial del mercado y analizar así la posibilidad de adquirir el valor. Lo que se pretende es desarrollar la proyección del valor de la compañía para los próximos años, considerando tanto el posible cambio dentro de la propia compañía como el escenario en el que opera y en la manera en el que le afecta.

Para llegar al objetivo de encontrar el valor intrínseco de la compañía, múltiples modelos han sido considerados. En primer lugar, es importante identificar las posibles teorías que pueden ser aplicadas, considerando los pros y los contras de cada uno antes de tomar una decisión final. Hay numerosos modelos que se pueden aplicar a la hora de valorar empresas; medidas de valoración relativas que se basan en el uso de múltiplos para comparar valores dentro de un mismo sector o con similares parámetros. Ratios de valoración tales como (P/E), EV/EBITDA y Price-to-sales son habitualmente utilizados dada su relativa sencillez a la hora de calcularlos, aunque sin embargo no son muy útiles si el conjunto del sector o el mercado está sobre o infravalorado...

Aparte de estos modelos anteriores, existen métodos más precisos para valorar empresas. El modelo de descuento de flujos de caja parece el modelo más objetivo entre las numerosas alternativas de valoración. Produce lo más cercano al valor intrínseco de un elemento. Este modelo está llamado a ser una medida del rendimiento financiero de una compañía, calculada como Beneficio Neto menos Inversión de Capital Neta. De esta manera el modelo representa el flujo de caja que la compañía es capaz de generar substrayendo las necesidades operativas financieras. Además de este método, y con el objetivo de hacer un análisis completo de la compañía y su escenario global, otros métodos adicionales mencionados ya anteriormente serán aplicados para obtener un resultado más consistente.

Ha de saberse que antes de comprar ciertas acciones de una compañía concreta, numerosos análisis y estudios han de ser realizados. La importancia relativa del análisis fundamental y técnico del valor de una compañía y la ponderación que toma en la toma de decisión final deberá depender del horizonte temporal de la compra del activo. En este caso nuestro estudio tiene un objetivo basado en el largo plazo, mediante el cual se tratará de definir el valor de la firma considerando la actividad de la compañía para los próximos cuatro años y de esta manera analizar la posibilidad de inversión con un horizonte temporal largoplacista. Lo que se quiere

decir con esto es que los datos aplicados en este trabajo serán considerados efectivos si consideramos una inversión a largo plazo. Consecuentemente, el valor de la empresa, y en línea, el valor de cada una de sus acciones se estima considerando el potencial de la misma. Por eso mismo, en este escenario, la mayor parte del peso del análisis estará llevado bajo las consignas del estudio fundamental y su valor objetivo considerando un horizonte temporal elevado. Por otro lado, el análisis técnico del valor; análisis chartista y posibles tendencias, serán utilizados para identificar momentos de entrada y salida en el mercado.

Dado el objetivo de establecer una recomendación de compra, mantenimiento o venta sobre el valor de Ezentis, se seguirá el siguiente método de análisis. El primer paso contiene un análisis de la compañía, el mercado, su situación actual e identificación de posibles patrones y adaptación de la firma a los mismos. Para esto se proyecta la situación de la industria, en rasgos generales. El escenario actual del mercado, competencia y situación de la firma en relación a otros grupos de interés, posicionamiento de la compañía dentro del mercado...son características que definen el análisis externo de la firma. Las cinco fuerzas de Porter reflejan claramente esta imagen de la industria y será el método empleado para esta parte. Este primer punto del análisis es realmente útil para establecer una imagen global de la empresa en comparación a otros jugadores dentro del mismo segmento. De la misma manera ayuda a definir las capacidades de crecimiento dentro del corto plazo.

Tras este análisis externo, es necesario realizar un análisis interno de la compañía. El análisis SWOT¹ congrega las capacidades, debilidades, oportunidades y temores de la firma, lo que ayuda a definir posibles escenarios futuros.

Finalmente, se procederá a describir de manera económico-financiera la compañía. Es el denominado estudio de balance. Considera la estructura de capital, el riesgo financiero, la estrategia de financiación del negocio operativo...cabe destacar que en nuestro caso de Ezentis será muy interesante considerar las perspectivas de la firma para este apartado, ya que su política de endeudamiento pretende ser cambiada radicalmente.

Una vez que este paso esté claramente definido y la situación de la compañía con respecto al sector esté reflejada, el segundo paso consiste en proyectar el valor de la empresa. Para este cometido se aplica el método seleccionado, como ya se ha establecido anteriormente, el DFC.

El tercer y último paso del trabajo pasa por identificar el momento idóneo para realizar la inversión, y es aquí donde el análisis técnico cobra importancia. Mediante el uso de gráficos, y a través de diversos indicadores, se tratará de definir un buen momento de entrada en el valor. Dado el carácter largo-placista del análisis que se va a llevar a cabo esta última parte tendrá una importancia residual a la hora de tomar la decisión final. De esta manera, más que influenciar sobre la idoneidad del activo servirá para identificar el momento idóneo de inversión (denominado técnicamente como *momentum*).

Como síntesis del apartado práctico del trabajo de investigación y tras obtener el valor objetivo de la firma se pretenden establecer diversas conclusiones acerca de la compañía, sus objetivos y con respecto a su valor de mercado actual. Dado que el objetivo final de este estudio será

¹ Análisis SWOT. Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats.

realizar una recomendación acerca de la compañía y como la evalúa el mercado. Veremos si la compañía está sobre o infravalorada y si existe alguna oportunidad de inversión.

1.3. Estructura del trabajo

El trabajo desarrollado a continuación se estructura en dos apartados fundamentales; aportación de aspectos teóricos y un segundo de aplicación empírica. En el primer apartado se desarrollan las principales teorías de valoración junto con una descripción de las variables de mayor relevancia. En este caso se han identificado como más relevantes los métodos de valoración por fórmulas matemáticas, el método de descuento de flujos de caja, la valoración mediante múltiplos y el cálculo del valor liquidativo. Finalmente se emitirá una reflexión acerca de los métodos analizados y se seleccionará el método idóneo considerando las características particulares de la compañía a analizar.

En el apartado de trabajo empírico se aplicará el modelo seleccionado en una compañía cotizada española. Tras la descripción del negocio, el análisis de su situación actual y perspectivas, se verá, de forma práctica, las dificultades y puntos clave presentes en una valoración. El objetivo final de esta sección será la de llegar a un precio objetivo y emitir de forma conjunta una recomendación con respecto a su valor de mercado.

2. Aspectos teóricos

Los conceptos teóricos aportados a continuación han sido recogidos de diferentes publicaciones científicas; siendo las más relevantes Damodaran (2005), Brealey, Myers y Allen (2011), Copeland, Weston y Shastri (2010) y Fernandez (2004). Véase la bibliografía para más referencias.

En este apartado se desarrollarán las diferentes teorías de valoración, englobándolas en métodos matemáticos mediante fórmulas, el desarrollo del método de aproximación y otros métodos adicionales con menor nivel de aplicación.

2.1. Valoración de compañías mediante fórmulas matemáticas

La ventaja de la aproximación al valor empresarial mediante métodos de fórmulas es su carácter compacto, pues requiere únicamente ciertas variables que se asumen constantes a lo largo del estudio. La principal desventaja reside en que dichas suposiciones se presentan excesivamente rígidas en la modelización de la realidad. Sin embargo, las fórmulas proveen de claras demostraciones tales como; una compañía puede ser fraccionada en el valor de sus activos más el valor descontado de sus beneficios económicos futuros, que el crecimiento de los beneficios per se no es un objetivo apropiado para una empresa y que aquellas compañías que poseen tasas de retorno a largo plazo por encima de lo normal requieren el uso de un *drivers* o *elementos valorables* o una fórmula con *crecimiento supernormal*.²

- ▶ $t_0 = V_0$
- ▶ $t_1 = EBIT_1(1 - T_C) - I_1$
- ▶ $t_2 = EBIT_2(1 - T_C) - I_2 = EBIT_1(1 - T_C) + r_1 I_1 - I_2$
- ▶ $t_N = EBIT_1(1 - T_C) + \sum_{t=1}^{N-1} r_1 I_t - I_N$

EQ [1]. Flujos de caja de empresa en crecimiento

2.1.1. Valoración de una empresa “100% equity” con crecimiento

La ecuación 1 proporciona una simple línea temporal que representa gráficamente el patrón de los flujos de caja de una firma en crecimiento. Nótese que la fórmula estima un nivel actual de flujo de caja de operaciones, EBIT, que espera recibir a final de cada periodo de forma indefinida. Si la compañía no espera realizar más inversiones de capital, es decir, confía en mantener su nivel actual de capital realizando inversiones que sean iguales a la depreciación de los activos, entonces la compañía recibirá una perpetuidad constante, EBIT, al final de cada periodo. El crecimiento se genera por medio de nuevas inversiones, no de remplazar los activos existentes. El valor de estas nuevas adquisiciones viene marcado por la tasa de retorno después de impuestos, denominada r , y la cantidad I , correspondiente a nueva inversión. Para el análisis actual se asume que la compañía carece de deuda. De esta manera la Eq. 2 descuenta los flujos

² Se llama *crecimiento supernormal* al comportamiento de una empresa por encima del crecimiento medio.

de caja operativos de una compañía al coste de capital, k_u , estando dicha entidad completamente desapalancada³.

$$V_0 = \frac{EBIT_1(1 - T_c) - I_n}{1 + k_u} + \frac{V_1}{1 + k_u}$$

EQ [2]. Valoración empresa desapalancada para un periodo

El primer término refleja, en el numerador, el flujo de caja esperado minorado de impuestos (mediante la multiplicación de EBIT por uno menos la tasa impositiva, T_c). Si simplemente consideramos que la compañía reemplaza los activos deteriorados, entonces el capital social se mantiene constante. Nótese que debido a que la depreciación no es un flujo de caja, esta será añadida posteriormente en el numerador pero eliminada por sustracción de la inversión de reemplazamiento. Por otra parte, I_n se interpreta como nueva inversión. Los flujos de caja en el numerador del primer término se descuentan un periodo dividiendo por el coste de capital desapalancado, k_u . El segundo término es el valor, V_1 , de todos los flujos de caja recibidos al final de cada año, desde el segundo en adelante, reportados a valor actual descontados al coste de recursos propios.

Después, se extiende la ecuación 2 asumiendo que la tasa de descuento permanece constante. Esto es razonable si todas las inversiones tienen exactamente el mismo riesgo que las inversiones ya existentes. La extensión N-periodos puede expresarse de la siguiente manera:

$$V_0 = \frac{EBIT_1(1 - T_c) - I_1}{1 + k_u} + \frac{EBIT_2(1 - T_c) - I_2}{(1 + k_u)^2} + \dots + \frac{EBIT_N(1 - T_c) - I_N}{(1 + k_u)^N}$$

EQ [3]. Valoración empresa desapalancada para N periodos

Tabla 1. Flujo de caja de una compañía en crecimiento

Periodo temporal	Entrada de caja	Salida de caja
1	$EBIT_1(1 - T_c)$	$-I_1$
2	$EBIT_2(1 - T_c) = EBIT_1(1 - T_c) + r_1 I_1$	$-I_2$
3	$EBIT_3(1 - T_c) = EBIT_1(1 - T_c) + r_1 I_1 + r_2 I_2$	$-I_3$
...
N	$EBIT_N(1 - T_c) = EBIT_1(1 - T_c) + \sum_{t=1}^{N-1} r_t I_t$	$-I_N$

Una suposición razonable es que el valor de la compañía es finito para cualquier periodo de tiempo.⁴ Por lo tanto, dado un modelo con horizonte infinito, la ecuación 3 se convierte en:

$$V_0 = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^n \frac{EBIT_1(1 - T_c) - I_t}{(1 + k_u)^t}$$

EQ [4]. Valoración de empresa desapalancada con horizonte infinito

³ $EBIT_2(1 - T_c) = EBIT_1(1 - T_c) + r_1 I_1$, donde r_1 es el retorno sobre el capital invertido.

⁴ Nunca se ha observado que una compañía tenga valor infinito a valor presente.

El valor presente de una compañía es la suma de sus flujos de caja procedente de operaciones descontados menos la cantidad desembolsada para nuevas inversiones (propiedades, plantas y equipamiento y necesidades operativas financieras adicionales) necesarias para alcanzar los resultados futuros esperado.

En referencia a la tabla 1, se puede comprobar que la media del retorno sobre nueva inversión, r_t , se asume como tasa constante de forma indefinida. Se presupone que cada proyecto genera caja suficiente para cubrir los pagos a proveedores y recuperar la inversión inicial. Además, los flujos de caja anuales provenientes de cada inversión se consideran suficientes para cubrir el nivel de inversión necesarios para mantener el proyecto a un nivel de rendimiento constante de manera indefinida. El flujo de caja de la compañía en crecimiento de la figura 1 se puede ver expresado en la primera ecuación.

Sustituyendo los flujos de caja mostrados en la tabla 1 en la ecuación 3, se puede expresar el valor presente de una empresa en crecimiento como:

$$V_0 = \frac{EBIT_1(1 - T_c) - I_1}{1 + k_u} + \frac{EBIT_1(1 - T_c) + r_1 I_1 - I_2}{(1 + k_u)^2} + \frac{EBIT_1(1 - T_c) + r_1 I_1 + r_2 I_2 - I_3}{(1 + k_u)^3} + \dots + \frac{EBIT_1(1 - T_c) + \sum_{\tau=1}^{N-1} r_\tau I_\tau - I_N}{(1 + k_u)^N}$$

EQ [5]. Valoración de empresa desapalancada en crecimiento

Esta ecuación puede representarse de manera simplificada. En primer lugar, reorganizando los términos de la siguiente manera:

$$V_0 = \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{1 + k_u} + \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{(1 + k_u)^2} + \dots + \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{(1 + k_u)^N} + I_1 \left[\frac{r_1}{(1 + k_u)^2} + \frac{r_1}{(1 + k_u)^3} + \dots + \frac{r_1}{(1 + k_u)^N} - \frac{1}{1 + k_u} \right] + I_2 \left[\frac{r_2}{(1 + k_u)^3} + \frac{r_2}{(1 + k_u)^4} + \dots + \frac{r_2}{(1 + k_u)^N} - \frac{1}{(1 + k_u)^2} \right] + \dots$$

EQ [6]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Paso 1

Este resultado puede ser generalizado como:

$$V_0 = \sum_{t=1}^N \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{(1 + k_u)^t} = \sum_{t=1}^N I_t \left[\sum_{\tau=t+1}^N \frac{r_t}{(1 + k_u)^\tau} - \frac{1}{(1 + k_u)^t} \right]$$

EQ [7]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Paso 2

Esta última expresión todavía puede simplificarse reconociendo el primer término como una anualidad infinita con pagos constantes iguales a $EBIT_1(1 - T_c)$ para cada uno de los periodos. De esta manera:

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^N \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{(1 + k_u)^t} = \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{k_u}$$

EQ [8]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Paso 3

Además, el segundo término de la ecuación 7 puede expresarse de la siguiente forma:

$$\sum_{\tau=t+1}^N \frac{r_t}{(1 + k_u)^\tau} = \frac{1}{(1 + k_u)^t} \sum_{\tau=1}^{N-t} \frac{r_t}{(1 + k_u)^\tau}, \frac{1}{(1 + k_u)^t} \lim_{N \rightarrow \infty} \frac{r_t}{(1 + k_u)^\tau} = \frac{1}{(1 + k_u)^t} \frac{r_t}{k_u}$$

EQ [9]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Paso 4

Por último, sustituyendo la Eq. 8 y Eq. 9 en la Eq. 7 obtenemos el valor presente de una compañía desapalancada mediante una expresión más sencilla:

$$\begin{aligned} V_0 &= \lim_{N \rightarrow \infty} \left\{ \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{k_u} + \sum_{t=1}^N I_t \left[\left(\frac{r_t}{k_u(1 + k_u)^t} \right) - \frac{1}{(1 + k_u)^t} \right] \right\} \\ &= \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{k_u} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I_t(r_t - k_u)}{k_u(1 + k_u)^t} \\ &= \text{valor de los activos existentes} + \text{valor del crecimiento futuro.} \end{aligned}$$

EQ [10]. Simplificación valoración de empresa desapalancada en crecimiento. Final

Resulta muy interesante considerar las interpretaciones de esta fórmula. En un primer lugar puede parecer que existen dos formas matemáticas equivalentes para valorar una compañía. La primera vertiente considera que el valor corporativo es igual a la suma de los flujos de caja descontados. Esto se extrae de la definición directa por la que se empieza en la ecuación 2. Sin embargo, una definición equivalente emerge de la ecuación 10, donde se infiere que el primer término puede expresarse como el valor en libros de los activos existentes. El segundo elemento corresponde con el valor asignado al crecimiento esperado de la empresa. Cabe destacar que si el retorno sobre nueva inversión, r_t , es igual al coste de capital, k_u , no se crea valor adicional y el crecimiento sería cero⁵. El beneficio económico generado por una compañía es la diferencia sobre el coste de capital multiplicado por la cantidad total invertida, I_n . Para una empresa financiada totalmente mediante fondos propios:

$$\text{beneficio económico [financiación 100\% equity]} = (r_t - k_u)I$$

EQ [11]. Beneficio económico empresa desapalancada

En el caso de una empresa con apalancamiento:

$$\text{beneficio económico [apalancada]} = (ROIC - WACC)I$$

EQ [12]. Beneficio económico empresa apalancada

⁵ El numerador del término de crecimiento se denomina “*economic profit*” (beneficio económico) en honor a *Lord Alfred Marshall*, quien lo describió por primera vez en 1896, o EVA® “*Economic Value Added*”.

Se considera que una nueva inversión crea valor cuando su tasa de retorno es mayor al coste ponderado del capital (coste apropiado dado el riesgo de dicha inversión).

2.1.2. Modelo de crecimiento Supernormal para una empresa con apalancamiento e impuestos

Hasta este momento se ha considerado el supuesto de que se valoraba una empresa íntegramente financiada con fondos propios. Para adaptar las anteriores ecuaciones al mundo real, donde las empresas financian su actividad con deuda y recursos propios, han de descontarse los flujos al coste medio ponderado de capital, WACC, en vez de al coste de los fondos propios desapalancados, k_u . Dicho esto, el valor de una compañía apalancada con crecimiento finito supernormal puede describirse de la siguiente manera:

$$V_0 = \frac{EBIT_1(1 - T_c)}{k_u} + T_c B + K[EBIT_1(1 - T_c)N \left[\frac{r - WACC}{WACC(1 + WACC)} \right]]$$

EQ [13]. Valor empresa apalancada con crecimiento finito supernormal

Donde:

- ▶ $EBIT_1(1 - T_c) =$ beneficios antes de impuestos e intereses, por $(1 - T_c)_1$
- ▶ $WACC =$ coste medio ponderado de capital
- ▶ $B =$ valor de mercado de la deuda
- ▶ $K =$ ratio de inversión
- ▶ $N =$ número de años donde $r > WACC$
- ▶ $r =$ retorno medio de la inversión
- ▶ $k_u =$ Coste de los fondos propios para una empresa sin apalancamiento

Los dos primeros términos de la ecuación 13 representan el valor de una compañía con apalancamiento y sin crecimiento. El tercer término corresponde al crecimiento para una compañía con deuda. Dicho término depende de la cantidad invertida, la diferencia entre el rendimiento esperado de la inversión y el coste ponderado de capital, y el factor temporal para el cual se estima que la inversión extra reportará valor por encima del coste ponderado de capital.

2.2. Técnica de Hoja de Cálculo para la valoración de empresas

2.2.1. La técnica de aproximación

Denominado también *Aproximación de entidad* para la valoración corporativa. En primer lugar ha de estimarse los flujos de caja provenientes de la operativa del negocio y descontarlo al coste medio ponderado de capital. El resultado reporta el valor de una firma a raíz del flujo generado por la operativa ordinaria del negocio. A este elemento se le añade el valor presente de los flujos de caja no operativos y otros activos adicionales no afectos al negocio. Esto resulta en el valor total de una empresa. En ese momento se sustrae el valor de la deuda y otras obligaciones a valor de mercado y se añade el valor actual de los créditos fiscales generados en años anteriores

(si procede). Este resultado se denomina el valor de los recursos propios, que tras descontar la parte correspondiente a los accionistas minoritarios reporta el valor de los recursos propios pertenecientes a la entidad.

Si dicha cantidad se divide entre el número de acciones emitidas a mercado conoceremos el valor intrínseco del negocio por acción.

2.2.2. Componentes de los flujos de caja operativos

Beneficios antes de Impuestos e Intereses (EBIT)⁶

Se trata del beneficio antes de impuestos que una compañía obtendría si estuviera exenta de deuda. Incluye todo tipo de ingresos operativos. Es generalmente igual a la línea de *ingresos operativos* que se reporta en la cuenta de pérdidas y ganancias. La depreciación debe sustraerse en el cálculo del EBIT, al contrario que la amortización del fondo de comercio.

Impuestos sobre EBIT

Los impuestos sobre el EBIT representan aquellos impuestos atribuibles a la operativa del negocio.⁷ Los impuestos relativos al pago de intereses, ingresos por interés y elementos no operativos se calculan multiplicando la tasa marginal por la partida correspondiente.

Cambios en Impuestos Diferidos

En aspectos de valoración, los impuestos deben expresarse en términos de caja. La partida de pago de impuestos de la cuenta de pérdidas y ganancias no corresponde generalmente a la cantidad pagada en dicho periodo por la compañía. El ajuste para obtener el flujo de caja procedente del pago de obligaciones fiscales puede obtenerse a través del cálculo de la variación de la partida de impuestos diferidos.

Resultado Operativo menos Impuestos Ajustados (NOPLAT⁸)

Representa el resultado operativo tras la salida de caja de los impuestos correspondientes. Resulta muy importante ya que se utiliza para el cálculo de la rentabilidad sobre el capital invertido. *NOPLAT* es igual al $EBIT(1 - T_c)$ en el modelo de fórmulas.

Depreciación

Incluye todas las cargas que no representan salidas de efectivo deducidas del *EBIT*, exceptuando la amortización del fondo de comercio. Se trata de un gasto deducible y no representa minoración de caja. Las compañías pueden elegir entre varios métodos de depreciación para aplicar a sus activos, entre las que se encuentran: El método lineal, considera el coste histórico menos el valor residual entre la vida útil del activo, lo que genera la partida de depreciación anual. El método decreciente, que permite hacer cargos más altos durante los primeros años de vida y menores durante los últimos periodos. Nótese que la elección de la

⁶ EBIT=Earnings Before Interest and Taxes

⁷ Representados como T_c en la valoración mediante formulas anteriormente descrita.

⁸ NOPLAT=Net Operating Profits After Taxes

política de depreciación tiene un claro impacto en el flujo generado para cada año, lo que permite alterar fácilmente los resultados de la empresa para un periodo concreto.

Flujo de Caja Bruto

Representa el flujo de caja total generado por la compañía. Corresponde a la cantidad disponible para reinvertir en el negocio para mantenimiento y/o crecimiento, sin considerar capital adicional.

Variaciones en las Necesidades Operativas de Financiación (NOF)

Las variaciones en las necesidades operativas hacen referencia a la cantidad invertida por la compañía en la financiación de su actividad operativa. Reflejan la política y el calendario de cobros y pagos de la compañía. Activos no operativos, valores negociables e intereses generados por obligaciones (deuda a corto plazo y la correspondiente proporción a largo plazo) no se incluye en este apartado al ser flujos financieros. Importantes para el cálculo de las NOF las partidas de Clientes, Proveedores y Existencias.

CAPEX⁹

Engloba toda inversión expansiva o de mantenimiento sobre propiedades, plantas y equipamiento. La inversión de capital se puede calcular como el aumento en las partidas correspondientes al activo fijo neto, plantas y equipamiento existentes en el balance minorada la depreciación para el mismo periodo.

Inversión en Fondo de Comercio

La inversión en fondo de comercio surge del exceso generado entre la cantidad invertida en la adquisición de una compañía y el valor en libros de sus activos netos. Desde el punto de vista teórico el fondo de comercio tiene una vida infinita y siempre ha de reportarse en valor bruto, es decir, antes de la amortización acumulada. Para un año determinado la inversión en fondo de comercio se calcula como el cambio neto en el fondo de comercio más su amortización para ese periodo.¹⁰

Variación Neta en Otros Activos

Corresponde a la inversión en todo el resto de activos operativos; incluidos intangibles capitalizables (principalmente patentes y marcas registradas), gastos diferidos y otras obligaciones. Puede calcularse de forma directa mediante la variación de sus cuentas de balance más su depreciación correspondiente.

⁹ CAPEX=Capital Expenditures (Inversión de Capital)

¹⁰ En 2001 la comisión internacional de contabilidad financiera (FASB, Financial Accounting Standards Board) puntualizó que a pesar de que el fondo de comercio tuviera carácter de activo no debía amortizarse. A cambio debe realizarse un test de deterioro sobre el mismo, de forma anual. Si el valor real disminuye debe reconocerse una pérdida de valor por deterioro.

Inversión Bruta

Es la suma del gasto de la compañía destinado a nuevo capital, incluidas las necesidades operativas de financiación, la inversión de capital, el fondo de comercio y otros activos.

2.2.3. Flujos de caja no operativos

Los flujos de caja no operativos representan el flujo tras impuestos de aquellas partidas no relacionadas con el negocio corriente. El flujo de caja libre no incluye las partidas de caja correspondientes a actividades no operativas. Cualquier flujo no operativo debe ser reflejado en el valor de una compañía de manera explícita. De esta manera, se define el valor total de una empresa como el valor presente de sus flujos de caja más el valor, después de impuestos, de aquellos flujos no operativos generados en dicho periodo.

Los flujos de caja no operativos provienen generalmente de operaciones extraordinarias, partidas no recurrentes o actividades de subsidiarias no relacionadas. Sin embargo, no es aconsejable considerar un flujo de caja recurrente como no operativo. El riesgo asignado para una compañía y por tanto su coste de capital refleja todos sus activos y sus flujos de caja. Arbitrariamente excluir partidas del flujo de caja libre puede violar el principio de consistencia entre el flujo de caja libre y el coste de capital.

2.2.4. Componentes de los flujos de caja de financiación

Cambio en el exceso de valores negociados

Los cambios en los valores negociados y los intereses relacionados con los mismos se consideran flujos de caja de financiación por los siguientes motivos: Generalmente representan desajustes en el flujo de caja de una empresa. Estos excesos sobre los valores negociados no suelen estar relacionados directamente con las decisiones corporativas empresariales. Por otro lado, resulta más preciso considerar el valor de una compañía como la suma del valor de sus flujos de caja operativos más el valor presente de los flujos de caja generados por estos valores negociados, donde el riesgo de cada componente es estable a lo largo del tiempo.

Intereses después de impuestos

Los ingresos después de impuestos sobre los valores negociados deben ser iguales a los ingresos antes de impuestos por uno menos la tasa impositiva marginal, T_m . La tasa marginal ha de ser consistente con la tasa utilizada en el ajuste del ingreso de impuestos cuando se calcula la tasa impositiva sobre *EBIT*.

Cambios en la deuda

Los cambios en las partidas de deuda representan la cantidad repagada o los aumentos de financiación sobre la deuda total del grupo.

Dividendos

El pago de dividendos incluye la remuneración pagada en forma de caja sobre acciones comunes y preferentes.

Emisión o recompra de acciones

Incluyen acciones comunes y preferentes y el efecto de conversiones de deuda a capital. Esta partida puede calcularse mediante el cambio en *equity* más dividendos menos el beneficio neto.

2.2.5. Estimación del coste medio ponderado de capital

El coste medio ponderado se define como la rentabilidad esperada de una cartera formada por todos los valores existentes en una compañía. También se puede definir como el coste de oportunidad de una inversión formada por los activos de dicha empresa o por la tasa de descuento apropiada dado el riesgo medio de sus proyectos.

De forma práctica el coste medio ponderado de capital se expresa como la tasa de descuento que debe utilizarse para descontar los flujos de caja operativos para valorar una empresa. Las compañías financian su actividad por medio de diferentes fuentes económicas: Acciones comunes, acciones preferentes, deuda *senior*, convertibles, deuda subordinada, *warrants*, *stock options*...Las diferentes fuentes de financiación tendrán un retorno exigido diferente. El WACC se calcula teniendo en cuenta el peso relativo de cada componente dentro de la estructura de capital, bien para cada uno de los periodos de análisis o sino teniendo en cuenta la estructura óptima u objetivo de la firma. A continuación se expresa la fórmula empleada en el cálculo del coste de capital.

$$WACC = K_e * \frac{E}{V (E + D)} + K_D * (1 - T_c) * \frac{D}{V (E + D)}$$

EQ [14]. Coste medio ponderado de capital

- ▶ K_e = Rentabilidad exigida sobre los recursos propios
- ▶ E = Valor del Equity
- ▶ V = Valor de la empresa. Suma de la Deuda y el valor del Equity
- ▶ K_d = Coste de la deuda. Se suele calcular mediante la suma de la tasa libre de riesgo más un spread por el riesgo de la compañía
- ▶ T_c = Tasa impositiva $(1 - T_c)$. Representa el escudo fiscal que se deriva del pago de los intereses de la deuda

$$K_e = r_f + \beta * (r_M - r_f)$$

EQ [15]. Coste de los recursos propios

- ▶ r_f = tasa libre de riesgo. Suele utilizarse el bono del estado a 10 años
- ▶ β = Beta apalancada de la compañía. Expresa la volatilidad de la compañía relativa a la variabilidad del mercado. La medida de Beta mide únicamente el riesgo sistemático inherente a la empresa, es decir el que no se puede diversificar
- ▶ r_M = Rentabilidad historica media del mercado

- ▶ $(r_M - r_f) = \text{Prima de riesgo del mercado. Refleja la rentabilidad exigida por el inversor sobre la rentabilidad libre de riesgo}$
- ▶ $\beta(r_M - r_f) = \text{Prima de riesgo de la compañía. Refleja la rentabilidad exigida por el inversor para la compañía considerando su riesgo no diversificable.}$

2.2.6. Cálculo del valor terminal

Se trata del valor presente de todos los flujos futuros a partir del último año de análisis. Se calcula a partir del periodo para el cual el crecimiento de los flujos de caja estimados se considera constante. Por eso mismo se utiliza una tasa de crecimiento a perpetuidad, llamada g . Ciertos aspectos han de tenerse bajo consideración con el fin de no sobreestimar el valor terminal de una compañía. El valor de la amortización ha de ser igual a la inversión de capital, ya que una diferencia entre ambas haría que se sobreestimara o infravalorara el valor de la compañía. De esta manera si el CAPEX se considerara superior a la partida de amortización se estaría descontando que la compañía crece de forma perpetua. Si por lo contrario la amortización es superior a la inversión en activo fijo se estaría suponiendo, en algún momento, la liquidación de la empresa. Como es razonable, la tasa de crecimiento no debe suponerse mayor al crecimiento de las economías donde opere la compañía. En tal caso se estaría suponiendo que la empresa terminaría por ser mayor que el propio mercado.

$$V_0 = \frac{NOPLAT_T(1 + g)}{WACC - g}$$

EQ [16]. Valor terminal

2.3. Otros modelos de valoración

Además del modelo de descuento de flujos de caja ya desarrollado anteriormente, existen otros métodos que es importante considerar. A menudo, se emplea el método por múltiplos, con el objetivo de conocer la posición de la compañía dentro de un sector y respecto a sus competidores. Sin embargo, ciertas características han de cumplirse para que este método no genere conclusiones erróneas.

En primer lugar ha de darse la existencia de compañías comparables; tanto en tamaño como en tipo de negocio, estructura financiera... en segundo lugar, no es bueno utilizarlo de manera aislada, pues puede llevar a decisiones equivocadas en momentos de euforia de mercado. Como indica el autor *Pablo Fernández* en uno de sus documentos de investigación, 2008, el método por múltiplos se fundamenta en la cuenta de resultados. Esto es, tratan de determinar el valor de la compañía a través de indicadores de ventas, beneficios... Aunque esta técnica permite realizar una valoración rápida no es un método preciso y consistente de forma aislada al no considerar los planes estratégicos de la compañía, las características concretas de cada firma, perspectivas de mercado... Podemos decir que se trata de valoraciones estáticas si consideramos que el mercado no descuenta de manera totalmente eficiente el presente y futuro de la compañía.

Es habitual el empleo de los múltiplos como valoración complementaria al descuento de flujos de caja, permitiendo de esta manera reforzar las conclusiones del método principal y conocer de forma visual el posicionamiento de la compañía con respecto a los demás agentes. Los múltiplos más utilizados habitualmente son los siguientes:

2.3.1. Valor de los beneficios. PER¹¹

Permite obtener un coeficiente sobre el precio de cotización de las acciones y el beneficio neto del año correspondiente. Aunque cada industria suele cotizar a unos niveles de PER determinados se dice que una compañía está barata cuando su PER es bajo respecto a sus comparables o a su PER histórico. A pesar de que de forma aislada no reporta gran información se emplea comparando el coeficiente PER histórico y con respecto al mercado comparable. De esta manera podemos conocer su posición relativa y tomar decisiones de inversión.

$$PER = \frac{\text{Precio de Cotización}}{\text{Beneficio Neto por Acción}}$$

EQ [17]. Price Earnings Ratio

2.3.2. Valor de los dividendos

Al ser el único flujo periódico recibido generalmente por los accionistas, resulta muy interesante considerar el valor de una acción según el valor presente de los dividendos que se esperan obtener de la misma. Se expresa de la siguiente manera:

$$\text{Valor por acción} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{K_e}$$

EQ [18]. Valor por acción según dividendos

Si se espera que el dividendo crezca de manera indefinida a una tasa constante, podemos expresarlo:

$$\text{Valor por acción} = \frac{\text{Dividendo por acción}}{(K_e - g)}$$

EQ [19]. Valor por acción según dividendos crecientes

Aunque a priori pueda parecer que las empresas que más beneficios destinan al pago de dividendos debieran ver reflejado este hecho positivamente en su cotización, la realidad es que no sucede, ya que la empresa ve reducido su crecimiento al ser el capital destinado a nuevas inversiones inferior tras la distribución del dinero entre sus accionistas.

Otra problemática de esta herramienta de valoración es la dificultad para predecir el pago de dividendos para futuros periodos de forma precisa. Este método debe utilizarse exclusivamente

¹¹ PER=Price earnings ratio. Indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la bolsa. Puede tomar como referencia el beneficio por acción previsto para el año siguiente, la media de los últimos años o el actual. Se trata de una referencia dominante en los mercados bursátiles. Nótese además que es un parámetro que relaciona una magnitud de mercado con otra puramente contable. (cotización y beneficio). Fernández, 2008.

en aquellas compañías maduras y con consistentes y estables políticas de retribución al accionista.

2.3.3. Múltiplo de ventas

Permite valorar una compañía multiplicando sus ventas por un coeficiente. Dicho coeficiente se toma de casos precedentes de empresas similares.

$$\text{Valor Empresa} = \text{Ventas} \times \text{Coeficiente}$$

EQ [20]. Valor empresa según ventas

2.3.4. Múltiplo sobre EBITDA

Compara el valor de una empresa con sus beneficios brutos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. El coeficiente resultante suele interpretarse como el número de periodos que se tarda en recuperar la inversión considerando, exclusivamente, la generación de beneficio operativo. El uso extendido de este múltiplo se basa en su objetividad dado que no incluye elementos de política contable u otros ingresos extraordinarios.

$$\text{Coeficiente} = \frac{\text{Valor Empresa}}{\text{EBITDA}}$$

EQ [21]. Múltiplo sobre EBITDA

2.3.5. Otros múltiplos

Se trata de herramientas menos extendidas y con un carácter más teórico que práctico. Suelen emplearse para evaluar el comportamiento de una firma respecto a años anteriores.

$$\frac{\text{Valor Empresa}}{\text{Cash Flow Operativo}}$$

EQ [22]. Valor empresa según flujo de caja operativo

$$\frac{\text{Valor de las acciones}}{\text{Valor en libros}}$$

EQ [23]. Valor empresa según valor en libros

2.4. Valor Liquidativo

Otro método válido consiste en el cálculo del valor de liquidación de la compañía cuando se prevé terminar con la actividad de la misma. Como resulta evidente el valor de los recursos propios será el mayor entre el valor liquidativo y el valor por descuento de flujos. Como es razonable resulta muy difícil encontrar una compañía con un valor de liquidación por encima del valor de sus recursos propios.

2.5. Conclusiones de los métodos

Indudablemente, a la hora de calcular el valor intrínseco de una compañía, el método más completo y fiable es el de descuento de flujos de caja. Esta teoría permite conocer los detalles de una empresa en cuanto a su negocio, generación de caja, financiación de su actividad, política de retribución, necesidades operativas... Es decir, el DFC es la teoría de valoración por excelencia dado su nivel de complejidad y detalle. Las demás teorías deben emplearse como complemento al método principal pero nunca de manera independiente.

Como ya se ha reflejado anteriormente, los múltiplos reflejan la posición de la compañía con respecto a otros agentes del mercado, pero son ineficientes a la hora de descontar el valor de aquello que la compañía sea capaz de generar en el futuro. Además, su uso es incorrecto en situaciones extraordinarias de mercado. Por otro lado, el valor liquidativo a pesar de ser un método válido de forma independiente, su aplicación no suele ser factible.

Una vez que se han desarrollado las diferentes teorías existentes en el marco teórico actual, el caso práctico desarrollará el método de descuento de flujos de caja por las siguientes razones, aparte de las ya identificadas con anterioridad. La compañía que se pretende analizar está en un momento donde las expectativas juegan un papel fundamental, por lo que la generación de caja en los próximos años es una variable crítica en el cálculo del valor de la empresa. La falta de compañías comparables, tanto por las características del sector como por posición y tamaño de la compañía, hace casi imposible la valoración mediante múltiplos. Por último, el método del valor de liquidación no puede aplicarse al no contemplarse la extinción del grupo.

3. Aplicación empírica

Esta segunda parte se centra en la aplicación práctica de los elementos teóricos previamente descritos. Con este fin se empleará el Grupo Ezentis SA, para el que tratará de realizarse un análisis de inversión con el fin de establecer una recomendación acerca de la compañía.

Este segundo apartado engloba la descripción y en análisis de la compañía, tanto su recorrido histórico como su situación actual, las perspectivas de la industria y del negocio, y por último el análisis cuantitativo.

3.1. Grupo Ezentis SA. Descripción de la compañía

Ezentis es un grupo empresarial español fundado en 1959, actualmente dedicada a la gestión de servicios de desarrollo y mantenimiento de infraestructuras para empresas de distribución y telecomunicaciones. Tiene más de 4000 empleados y una facturación que ronda los 200 millones de euros. Aunque el inicio de su actividad se desarrolló en España, actualmente el foco de su negocio permanece en Latinoamérica, donde registra el 40% de sus ventas. De forma más detallada, el negocio de Ezentis se centra en la última milla, lo que se reconoce como la última parte de la cadena productiva o de distribución que llega a los hogares mediante servicios de Telecomunicaciones, Electricidad y Agua.

La compañía está organizada en dos grandes divisiones: Servicios Industriales y Soluciones Tecnológicas. En el primer bloque se desarrollan actividades de diseño, ingeniería, construcción de redes y elementos auxiliares y mantenimiento de sistemas. El segundo departamento se centra en soluciones de I+D+i, integración, implantación y diseño de la diferente tecnología.

3.2. Historia del grupo

Tras numerosos años de dificultades financieras; donde los procesos de reestructuración, cierre de divisiones y refinanciaciones de deuda han sido claros protagonistas, el grupo vuelve con fuerza al mercado con un plan estratégico extremadamente agresivo que pretende consolidar su presencia en Sudamérica, reestablecer su división nacional y fortalecer su balance. Para conseguir sus objetivos presenta una ampliación de capital con el que poder hacer frente a todos los objetivos fijados por la directiva.

Ezentis es una compañía marcada, desde sus orígenes, por numerosas caídas y una trayectoria cargada de grandes expectativas que hasta ahora no han llegado a materializarse. La compañía sale a bolsa el 8 de Octubre de 1988. En la década de los ochenta y noventa, bajo el nombre de Radiotrónica, llega el primer declive. En aquel periodo, la compañía centra sus ventas en Latinoamérica, amparada por los acuerdos con Telefónica (los negocios entre ambos reportaban el 90% de los ingresos del grupo). Se lleva a cabo un *Management Buyout* (MBO)¹² a la parte de

¹² MBO, es una modalidad de compra de una compañía por la cual los directivos existentes adquieren parte de la compañía; bien a la matriz o a de dueños privados correspondientes.

la compañía gestionada por la Corporación Banesto, con la intención de poner fin a las dificultades financieras y de negocio tras la caída de los pedidos por parte de Telefónica. Tras numerosas operaciones fallidas en el mercado, como la opa frustrada sobre Amper, la compañía redirigió su negocio hacia el transporte y el sector de la electrónica industrial. La segunda caída surge a finales de los 90 tras numerosas luchas internas, problemas financieros y cambios de poder. Con la esperanza de salvar su caída la compañía se fusiona con Telson, una compañía audiovisual que siembra el camino para el nacimiento de un nuevo negocio bajo el nombre de Avántiz (año 2000). En 2002, tras grandes dificultades para refinanciar su deuda se produce un cambio en el control de la compañía, se vuelven a diversificar negocios, en este caso tras la compra de una constructora Sedesa, plagada, al parecer, de problemas financieros. Posteriormente se modifica el nombre de la compañía, ahora Ezentis y se redefinen los objetivos y negocios del grupo para terminar al fin con su negativo pasado. Fue en ese mismo año, en 2010, cuando salieron a la luz los últimos problemas de la compañía, con escándalo auditor incluido, que terminaron con el pre-concurso de dos filiales de Ezentis, ambas de la parte de construcción.

Es a partir de 2011, con la entrada de Manuel García Duran y su equipo cuando comienza la reestructuración del grupo y la vuelta a los negocios de origen. La compañía se centra en dos pilares; TIC y Media y se produce la salida de dos negocios no rentables, Sedesa y Elfer. Tras dos años de reestructuración, fortalecimiento de balance y reducción del endeudamiento el grupo presenta un ambicioso plan estratégico para afianzarse en el mercado Latinoamericano, plagado, según los directivos, de oportunidades de crecimiento.

Considerando las características históricas del grupo y el aparente saneamiento llevado a cabo durante los dos últimos años, resulta muy interesante valorar el futuro de esta compañía. El plan estratégico de la compañía resulta ambicioso a la par que arriesgado, considerando el *track record* de la firma y la inminente necesidad de que la confianza por parte de los inversores aumente y conseguir así las cifras de capital deseadas. Es por tanto fundamental en esta valoración tener en cuenta la estructura financiera de la compañía, comprobar si los objetivos de financiación podrán ser obtenidos y la compañía es por tanto lo suficientemente sólida para soportar el crecimiento esperado. Cabe destacar cuatro magnitudes principales reportadas por el plan estratégico del grupo, con objetivo 2014-2017. Pretenden alcanzar unas ventas de 656,6 Mn€ (+223,62%), un EBITDA de 66,8 Mn€ (+501,51%), un Beneficio Neto atribuible de 32,2 Mn€ (-40 Mn€ en 2013) y una posición neta de tesorería de 61 Mn€ teniendo una deuda bancaria neta a cierre del pasado año de 23,5 Mn€.

3.3. Situación actual del negocio

Ezentis es un grupo empresarial español del sector de Tecnología y Telecomunicaciones con más de 4000 empleados y una facturación de 200 millones de euros. El negocio de la compañía se centra en la última fase de la cadena de valor; construcción, gestión y mantenimiento de redes. Es la denominada “última milla”, aquella que llega a los hogares.

Se trata de empresa global, con presencia en más de 15 millones de hogares en España, Argentina, Chile, Perú, Brasil, Panamá, Jamaica, Haití y con planes estratégicos para los

mercados colombiano y mexicano. La gran exposición al mercado Latinoamericano generó, durante 2013, el 92% de las ventas y el 96% del EBITDA del grupo.

Ezentis se organiza en dos divisiones principales:

1. Servicios Industriales: realizan el diseño, instalación y mantenimiento de acceso y transporte de telecomunicaciones fijas y móviles, líneas de transmisión, subestaciones, líneas de distribución de redes eléctricas y mantenimiento de redes de agua, petróleo y gas.
2. Tecnología: centra sus actividades en el negocio de redes privadas y tecnologías de la información.

El 90% de los principales clientes de Ezentis son compañías líderes en su sector: Telefónica, Claro, Light, Endesa, Edelnor y Edesur (Grupo Endesa), Coelba y Celpe (Grupo Iberdrola), Edenor, Entel, Distriluz, Gas Natural, American Tower.... Con la mayoría de estos clientes se ha forjado una relación de varias décadas dado el carácter recurrente de las actividades que realiza la compañía.

3.4. Plan estratégico 2014-2017

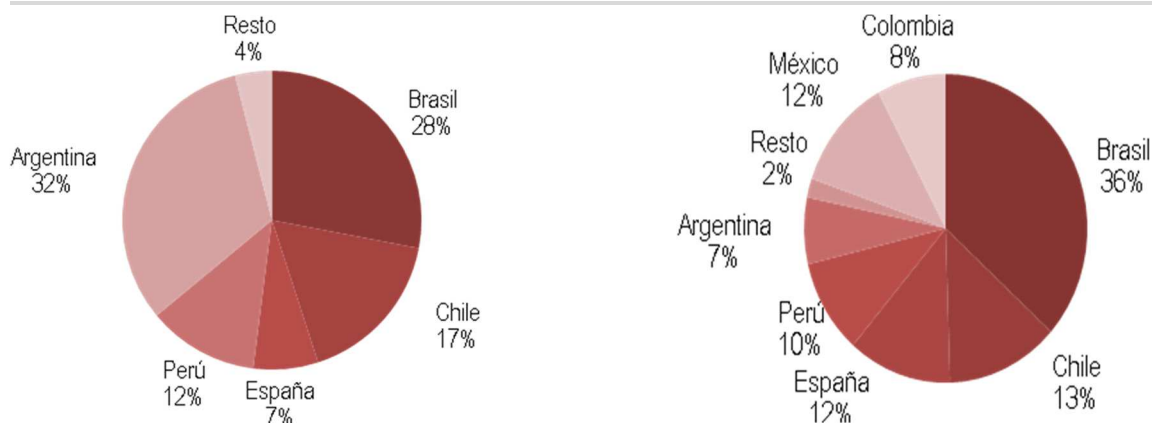
En 2013 Ezentis finaliza completamente la reestructuración anunciada durante la entrada del nuevo equipo directivo y a consecuencia de esto la compañía ha anunciado un nuevo plan estratégico, 2014-2017, con el objetivo de centrar su creciendo en el negocio de la llamada “última milla”.¹³

3.4.1. Detalles

Ezentis quiere aprovechar el gran cambio que está llevándose a cabo en el sector de infraestructuras dentro de Latinoamérica. El tipo de servicio demandado por los clientes se está convirtiendo en un producto multi-regional e integral, lo que hace que compañías locales no sean capaces de ofrecer la gama de servicio solicitada por las empresas. Características como ahorro en mano de obra y bajo valor añadido junto con precios reducidos están empezando a ser sustituidos por servicios y productos de categoría superior. Ezentis, en este sentido, quiere aprovechar esta nueva coyuntura y ofrecer productos de máxima calidad y satisfacción al cliente final. Para conseguir este objetivo, Ezentis debe aumentar su presencia en los principales países Latinoamericanos para, de esta forma, poder cubrir las nuevas necesidades de sus clientes, productos de calidad y servicios multi-regionales.

¹³ Se denomina *última milla* a la parte final de una cadena de valor. Más concretamente distribución y mantenimiento.

Tabla 2. Presencia geográfica. Ventas 2013 vs. ventas 2017



Fuente: Ezentis. Plan estratégico.

La entrada en el mercado Latinoamericano vino marcada por la detección, por parte de los órganos de gobierno de la compañía, de un bajo desarrollo dentro de las estructuras de agua, gas y telecomunicaciones dentro de la región. El firme compromiso por parte de las administraciones locales de mejorar estas infraestructuras asegurándose de que todos sus ciudadanos tienen acceso a luz, agua y redes de telecomunicaciones y junto con el crecimiento imparable durante los últimos años de las estructuras básicas provoca que la región se ponga en el punto de mira del plan estratégico de la compañía. Es importante señalar, sin embargo, que el grupo no depende de la inversión por parte de las Administraciones Públicas ya que la mayoría de sus socios y co-inversores son empresas privadas. Ezentis centra su posicionamiento en sectores con más de 56.000 millones de € de inversión anuales, solo dentro de Latinoamérica. Además, el negocio de la compañía se concentra en el último tramo de la creación de valor; distribución y mantenimiento, procesos claramente más anticíclicos que la primeros y por lo tanto de menor riesgo. Estos factores aumentan la predictibilidad de los flujos a generar por la empresa y reducen por tanto su riesgo; al mismo tiempo que le permiten crecer por encima de los indicadores macroeconómicos de la zona; PIB, IPC, crecimiento de la población...

3.4.2. Objetivos

El plan estratégico se apoya en un gran crecimiento del mercado Latinoamericano, donde la compañía espera posicionarse como líder del proceso de consolidación del sector. Ezentis espera aprovechar las grandes oportunidades que ofrece ese mercado mediante un agresivo plan de M&A, que contempla un mínimo de 2-3 adquisiciones anuales durante el periodo 2014-2016. Junto con este crecimiento inorgánico, Ezentis espera mejorar márgenes, optimizar costes y reducir drásticamente la deuda soportada.

Además, la compañía identifica como otros pilares fundamentales de su plan estratégico el crecimiento orgánico e inorgánico orientado a la rentabilidad y diversificación, señalando su propia capacidad tecnológica como palanca diferencial para la innovación de servicios y el compromiso y visión a largo plazo del equipo directivo.

Las ventajas competitivas de Ezentis son:

- ▶ Experiencia internacional
- ▶ Grandes socios
- ▶ Capacidad de innovación

Los objetivos principales pueden enumerarse en los siguientes puntos:

- ▶ Recuperación de la marca española
- ▶ Reducción de deuda
- ▶ Recuperación de márgenes
- ▶ Entrada en nuevos países en Latinoamérica: México y Colombia
- ▶ Ambicioso crecimiento inorgánico

En cifras:

- ▶ Ventas 656,6 Mn€ en 2017e
- ▶ EBITDA 67Mn€ en 2017e
- ▶ Posición neta de tesorería +61 Mn € en 2017e

Tabla 3: Objetivos plan estratégico

	2013	2017e	TAAC
Ventas	202,3	656,6	34,2%
Ventas Latam	188,1	584,4	32,8%
Ventas España	14,2	72,2	50,3%
EBITDA	11,5	66,6	55,3%
Margen EBITDA	5,4%	10,1%	4,7 p.p.
DFN	20,7	-61,0	81,7

Fuente: Ezentis. Plan estratégico

Dado el alto riesgo del mercado argentino la compañía pretende reducir su impacto sobre las cuentas globales del grupo. Los principales riesgos identificados son: la volatilidad de la moneda local, la debilidad de la política macroeconómica y la problemática a la hora de repatriar fondos. Dicho esto, Ezentis pretende desinvertir en su división argentina de manera que no tenga tanto peso en el mix total.

3.5. Ampliación de capital

Con el fin de financiar el plan estratégico, la compañía ha llevado a cabo durante 2014 una ampliación de capital. Aunque en un primer momento se esperaban obtener entre 50-80 Mn€, finalmente la cantidad obtenida se ha fijado en el rango bajo. A continuación se detallan las principales características de dicha ampliación:

Se anunció una ampliación de capital por un importe entre 50-80 Mn€, con derecho de suscripción preferente y un valor nominal de 0,30 €/acción.

Finalmente el consejo acordó la ejecución del aumento de capital por un importe efectivo de 50.497.037,50 €, mediante la emisión y puesta en circulación de 72.138.625 nuevas acciones ordinarias, a un precio de emisión de 0,70 €/acción, de los que 0,30 € corresponden al valor nominal y los restantes 0,40 € en concepto de prima de emisión.

Los accionistas actuales podían ejercer su derecho de suscripción preferente en la proporción de 5 acciones nuevas por cada 11 antiguas.

La emisión de nuevo capital permitía la suscripción en tres periodos diferentes:

Primer periodo: Los actuales accionistas contaron con quince días naturales tras la publicación del anuncio del aumento de capital para ejercer su derecho de suscripción preferente con respecto a la totalidad de las acciones emitidas. Durante este período, los accionistas podían también solicitar la suscripción a nuevas acciones adicionales para el caso de que al término del periodo de suscripción preferente no se hubiera cubierto el importe total del aumento de capital.

Segundo periodo: Tras haber finalizado el periodo de suscripción preferente, en el caso de que hubiera acciones sobrantes se abrió un proceso de asignación de acciones adicionales en el que participaron aquellos accionistas que cursaron orden para ejercer su derecho de suscripción. Este proceso consideraba una duración de cuatro días naturales contados desde el cuarto día hábil bursátil siguiente al cierre del periodo de suscripción preferente. En el caso de que las acciones solicitadas hubieran excedido el número total de acciones sobrantes la entidad agente practicaría un prorrateo.

Tercer y último periodo: En el caso que, finalizado el periodo de asignación de acciones adicionales (segundo periodo), las acciones suscritas durante los dos periodos anteriores no fueran suficientes para cubrir la totalidad del aumento de capital y quedaran acciones sin suscribir se iniciaría un periodo de asignación discrecional. Dicho periodo hubiera tenido una duración máxima de tres días naturales. Esta colocación hubiera tenido lugar entre inversores cualificados.

Finalmente la ampliación de capital se efectuó durante los dos primeros periodos de suscripción, por lo que nunca se llegó a abrir el último periodo. Concretamente la operación se desarrolló de la siguiente manera.

Durante el primer periodo, iniciado el día 2 de junio y concluido el 16 del mismo mes se suscribieron derechos de suscripción preferente por valor de 71.142.740 acciones que representan el 98,62% del aumento de capital.

Además, durante el mismo periodo se formularon, para la adjudicación durante el segundo tramo, solicitudes de acciones adicionales por un volumen de 55.094.254 acciones, lo que representan un porcentaje del 76,37% de la ampliación.

Dado que el número total de acciones adicionales solicitadas era mayor a las 995.885 acciones no suscritas en el ejercicio del derecho de suscripción preferente, la sociedad de valores correspondiente realizó el prorrateo correspondiente.

En conclusión, las 72.138.625 acciones objeto de la ampliación de capital se suscribieron en su integridad y el total de acciones suscritas durante el primer tramo preferente representaron el 174,99% del total.

3.6. Valoración de la ampliación de capital

Surgen dos lecturas diferentes tras la ampliación de capital. Por un lado, parece difícil que la compañía sea capaz de financiar la totalidad de sus objetivos contenidos dentro del plan estratégico si finalmente la cantidad emitida ha sido la mínima contemplada en el borrador. Por eso mismo las estimaciones propuestas no contemplan que la firma consiga alcanzar la totalidad de los objetivos dentro de las ventas inorgánicas. Por otro lado, sin embargo, puede comprobarse como los inversores han acudido ampliamente por encima de la totalidad de las acciones emitidas. Esto hace pensar que el mercado está premiando los planes de Ezentis, tanto la reestructuración realizada durante los últimos años así como los proyectos presentados por la compañía. La comunidad inversora confía en el crecimiento del mercado y la consolidación del grupo Ezentis como líder del mercado latino.

3.7. Análisis del plan estratégico

El éxito del plan estratégico y de las cifras objetivos del grupo depende, en gran medida, de las futuras adquisiciones por parte de la compañía. Es evidente la incertidumbre al desconocerse el éxito final de las operaciones, la dificultad en el cálculo de las estimaciones de las ventas dentro de esas nuevas compañías y el importe a pagar en las adquisiciones. Debido a todos estos riesgos es importante realizar un análisis de sensibilidad para este apartado y conocer el posible impacto ante variaciones en las variables críticas.

Debe tenerse también en consideración que hay varios mercados donde Ezentis pretende comenzar su actividad y que ante la falta de experiencia en esos países resulta todavía más difícil predecir el éxito del negocio.

A continuación se aporta una tabla donde se ha estimado el posible comportamiento de la parte orgánica del negocio considerando la evolución de las variables macroeconómicas identificadas como críticas; IPC, PIB, evolución de la divisa local y crecimiento de la población. Véase que se

desglosan tanto las ventas como el EBITDA por país para posteriormente comparar el comportamiento del negocio orgánico frente al inorgánico.

Para el sector Latinoamericano se ha estimado que la compañía sea capaz de crecer un 6% por encima de la propia economía, frente al 4% considerado para el mercado español. En esta última región el margen del EBITDA sobre ventas es también inferior al del mercado latino. Esto se debe fundamentalmente al mayor nivel de consolidación del sector de infraestructuras y el mayor nivel de competencia existente en el mercado local. Todos los comportamientos de las variables que influyen en el modelo siguiente han sido extraídos de Bloomberg.¹⁴

Tabla 4. Estimación de ventas por país en Latam

	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Brasil	56,6	57,9	62,8	72,8	79,6
% mix de ventas	28,0%	32,0%	31,7%	31,5%	32,1%
PIB	2,5%	1,8%	2,0%	2,7%	3,0%
IPC	6,2%	6,4%	6,0%	6,0%	6,0%
Población	0,7%	0,7%	1,0%	0,7%	0,2%
Divisa	1,67	1,88	1,99	1,98	2,06
% evolución		-11,6%	-5,4%	0,8%	-3,9%
% adicional		6,0%	5,0%	5,0%	4,0%
EBITDA	3,2	4,5	5,7	6,7	8,0
% Crecimiento		40,3%	25,1%	18,5%	20,0%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
Chile	34,4	38,1	43,6	53,5	59,2
% mix de ventas	17,0%	21,1%	22,0%	23,1%	23,9%
PIB	4,1%	3,3%	4,1%	4,6%	4,8%
IPC	1,8%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Población	0,6%	0,8%	1,3%	1,2%	1,2%
Divisa	414,81	426,92	425,78	397,64	408,00
% evolución		-2,8%	0,3%	7,1%	-2,5%
% adicional		6,0%	5,0%	5,0%	4,0%
EBITDA	2,0	3,0	3,9	4,9	6,0
% Crecimiento		52,1%	31,9%	25,4%	21,6%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
Perú	24,3	26,6	29,8	35,6	39,6
% mix de ventas	12%	15%	15%	15%	16%
PIB	5,82%	5,30%	5,60%	5,50%	5,50%
IPC	2,81%	2,90%	2,55%	2,60%	2,70%
Población	1,08%	1,79%	0,98%	0,66%	0,42%
Divisa	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2
% evolución		-6,4%	-2,2%	4,3%	-1,6%
% adicional		6,0%	5,0%	5,0%	4,0%
EBITDA	1,4	2,1	2,7	3,3	4,0
% Crecimiento		50,1%	29,6%	21,9%	22,3%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%

¹⁴ Véase el anexo I y II para ver información más detallada

<i>Continuación</i>	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Argentina	64,7	49,8	52,0	57,8	57,0
% mix de ventas	32%	27%	26%	25%	23%
PIB	2,98%	0,10%	1,50%	3,10%	3,30%
IPC	10,61%	25,00%	28,70%	21,80%	21,00%
Población	0,03%	0,03%	2,54%	0,33%	0,14%
Divisa	6,0	9,8	12,6	14,3	18,1
% evolución		-38,6%	-22,0%	-11,7%	-21,2%
% adicional		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	3,7	3,9	4,7	5,3	5,8
% Crecimiento		5,4%	20,5%	13,7%	8,3%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
México	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% mix de ventas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
PIB	1,10%	3,00%	3,80%	3,85%	4,00%
IPC	3,81%	3,90%	3,60%	3,50%	3,40%
Población	0,64%	1,34%	1,61%	1,86%	1,09%
Divisa	9,7	9,9	10,0	9,7	10,0
% evolución		-1,8%	-0,8%	2,4%	-2,8%
% adicional		6,0%	5,0%	5,0%	4,0%
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% Crecimiento					
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
Colombia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% mix de ventas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PIB	4,30%	4,50%	4,60%	4,70%	4,80%
IPC	2,02%	2,70%	3,00%	3,00%	3,00%
Población	1,18%	1,44%	1,16%	0,96%	1,25%
Divisa	1406,7	1500,0	1562,5	1470,9	1508,8
% evolución		-6,2%	-4,0%	6,2%	-2,5%
% adicional		6,0%	5,0%	5,0%	4,0%
EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
% Crecimiento					
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
Resto¹⁵	8,1	8,7	9,7	11,4	12,3
% mix de ventas	4%				2%
PIB	2,47%	2,21%	2,81%	3,35%	3,80%
IPC	7,61%	10,08%	9,26%	5,85%	5,00%
Población	0,98%	1,15%	1,12%	0,64%	0,64%
Divisa					
% evolución		-11,2%	-5,7%	1,5%	-5,7%
% adicional		6,0%	5,0%	5,0%	4,0%
EBITDA	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2
% Crecimiento		46,9%	29,8%	19,9%	18,0%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%

Fuente: Estimaciones propias

Por otro lado, ya se ha hecho referencia al deseo por parte de la compañía, de reconstruir el negocio español tras el fracaso continuado de los años precedentes. Considerando las variables macroeconómicas españolas el crecimiento estimado para la división española es el siguiente.

15 La región identificada como Resto engloba ciertos países, principalmente de Sur y Centro América y por tanto las variables que dictan la evolución en ventas y EBITDA se expresan como una media de dicha región.

Tabla 5. Estimación de ventas España

	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
España	14,2	15,0	15,9	16,8	17,8
% mix de ventas	7%	8,3%	8,0%	7,3%	12%
PIB	-1,20%	1,00%	1,50%	1,70%	1,90%
IPC	1,53%	0,20%	0,90%	1,10%	1,60%
Población	0,12%	0,31%	0,87%	0,55%	0,61%
% adicional		4,0%	3,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	0,76	1,0	1,2	1,3	1,6
% Crecimiento	-76,25%	27,87%	22,78%	12,49%	19,53%
% Margen	5,37%	6,50%	7,50%	8,00%	9,00%

Fuente: Estimaciones propias

Las tablas 5 y 6 recogen la totalidad de la actividad orgánica estimada tanto en España como en Latinoamérica.

Tabla 6. Total ventas orgánicas Latam

	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
TOTAL Ventas Organicas Latam	188,1	181,1	198,0	231,1	247,8
EBITDA	10,7	14,1	17,8	21,3	25,0
% Crecimiento	-1,83%	31,99%	26,16%	19,33%	17,69%
% Margen	5,69%	7,80%	9,00%	9,20%	10,10%

Fuente: Estimaciones propias

Tabla 7. Total actividad orgánica

Actividad Orgánica	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas	202,3	196,0	213,9	247,9	265,6
% Crecimiento		-3,11%	9,12%	15,89%	7,14%
EBITDA	11,5	15,1	19,0	22,6	26,6
%Crecimiento	-18,7%	31,7%	25,9%	18,9%	17,8%
%Margen	5,66%	7,70%	8,89%	9,12%	10,03%

Fuente: Estimaciones propias

En esta evolución de la parte orgánica se observa como las cifras en ventas y EBITDA presentan un altísimo crecimiento (+34,2% y 55,3% TACC respectivamente). Simplemente este crecimiento ya supone una clara mejora en las cuentas anuales del grupo y refleja la oportunidad existente en los mercados objetivos.

Una vez reflejadas las ventas orgánicas para el grupo y conociendo las adquisiciones que pretende emprender se procederá a estimar los resultados que puedan obtenerse de las operaciones estratégicas estimadas y el rendimiento que deberían tener para cumplir los objetivos fijados por la directiva. Es en este punto donde, como se verá, surgen las principales diferencias entre los resultados que se consideran factibles y los que pretenden la compañía.

En la siguiente tabla se refleja el impacto que deberían tener las adquisiciones de la empresa para alcanzar los objetivos dado los resultados orgánicos ya estimados previamente y el objetivo de ventas establecido 656,3 Mn€, 2017.

Tabla 8. Ventas inorgánicas según plan estratégico

Ventas	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	TACC
Brasil	56,6	98,0	165,0	200,0	242,9	43,9%
Organico	56,6	57,9	62,8	72,8	79,6	8,9%
Inorganico	0,0	40,1	102,2	127,2	163,3	n.a.
Chile	34,4	45,0	62,0	70,0	85,4	25,5%
Organico	34,4	38,1	43,6	53,5	59,2	14,6%
Inorganico	0,0	6,9	18,4	16,5	26,1	n.a.
Perú	24,3	36,0	43,5	56,1	65,7	28,2%
Organico	24,3	26,6	29,8	35,6	39,6	13,0%
Inorganico	0,0	9,4	13,7	20,5	26,0	n.a.
Argentina	64,7	55,6	50,5	48,3	46,0	-8,2%
Organico	64,7	49,8	52,0	57,8	57,0	-3,1%
Inorganico	0,0	5,8	-1,5	-9,5	-11,0	n.a.
México	0,0	12,9	32,5	59,5	78,8	n.a.
Organico	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Inorganico	0,0	12,9	32,5	59,5	78,8	n.a.
Colombia	0,0	17,5	32,9	43,8	52,5	n.a.
Organico	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Inorganico	0,0	17,5	32,9	43,8	52,5	n.a.
Resto	8,1	9,1	10,1	11,8	13,1	12,9%
Organico	8,1	8,7	9,7	11,4	12,3	11,0%
Inorganico	0,0	0,4	0,3	0,4	0,8	n.a.
España	14,2	18,5	32,7	49,6	72,2	50,3%
Organico	14,2	15,0	15,9	16,8	17,8	5,9%
Inorganico	0,0	3,5	16,8	32,8	54,4	n.a.
Ventas Totales	202,3	292,6	429,2	539,1	656,6	34,2%
Organico	202,3	196,0	213,9	247,9	265,6	7,0%
Inorganico	0,0	96,5	215,3	291,2	391,0	n.a.

Fuente: Plan estratégico y estimaciones propias

A continuación se citan las características que deben cumplir las compañías objetivo.

- ▶ Margen EBITDA superior a 7,5%
- ▶ Deuda/EBITDA inferior a 2x
- ▶ Múltiplo EV/EBITDA entre 5x-6x
- ▶ Adquisición de participación mayoritaria
- ▶ Liderazgo local y contratos con grandes clientes

3.8. Conclusiones del plan estratégico

Como parte de su estrategia, Ezentis pretende consolidarse como líder dentro del mercado de Latinoamérica mediante la entrada en nuevos mercados, la desinversión en otros más inestables...La compañía se marca como mercados objetivos la entrada en México y Colombia, así como potenciar el mercado español. Sin embargo, las principales operaciones se llevarán a cabo en Brasil. Evidentemente el éxito del plan pasa por que las adquisiciones se efectúen en el

plazo e importe esperado y que además la integración en el grupo se realice de manera satisfactoria.

Sin embargo, aun sin tener en cuenta la proporción de ventas inorgánicas las posibilidades de crecimiento son más que positivas. Hay que tener en cuenta que el mercado Latinoamericano permitirá crecer a la compañía en una tasa anual acumulada del 34,2%, por lo que si finalmente la empresa no fuera capaz de alcanzar el volumen de ventas inorgánicas esperado todavía así reportarían unas muy buenas cifras.

3.9. Modelo y valoración

3.9.1. Estimaciones de ventas

Las diferencias entre las estimaciones del modelo y las reportadas en el plan estratégico son las principales responsables en la obtención de unos números relativos a ventas, EBITDA y beneficio neto inferiores a los establecidos por la compañía. Como se ha indicado anteriormente, gran parte del crecimiento esperado viene marcado vía adquisiciones. El grado de cumplimiento de este programa de crecimiento inorgánico condicionará el éxito del plan estratégico. Resulta fundamental por tanto que la compañía sea capaz de cumplir el calendario de operaciones, por el importe esperado y que estas adquisiciones reporten el volumen de ventas deseado.

Ante la dificultad en estimar el nivel de ventas inorgánico, a continuación se detallarán las hipótesis tomadas como punto previo a la realización de las estimaciones. Cabe señalar que las hipótesis son inferiores a los datos que aporta la compañía.

- ▶ 4 adquisiciones en 2014, 5 en 2015 y 3 en 2016. Adquiridas por valor de 5,5x EBITDA por ser este un múltiplo representativo de las principales compañías objetivo de Ezentis.
- ▶ Desembolso en operaciones de M&A por valor de 72,5 Mn€, de los cuales 50Mn€ provienen de la ampliación de capital, 5 Mn€ de la desinversión en el mercado Latinoamericano. El resto del capital deberá obtenerse mediante deuda o de variaciones en autocartera, donde la compañía tiene una posición equivalente al 0,902% del capital social, equivalente, aproximadamente a 1,3 Mn€.
- ▶ La evolución esperada de las variables macroeconómicas empleadas en el modelo provienen, todas ellas, del consenso de Bloomberg, FMI y Banco mundial. (PIB, IPC y crecimiento de la población).
- ▶ Los tipos de cambio son recogidos también de Bloomberg y a diferencia de los reportados en el plan estratégico, no se consideran constantes.

Siguiendo las características de las operaciones históricas llevadas a cabo y aquellas requeridas para las compañías objetivo, se estiman las siguientes adquisiciones, para los diferentes años.

Tabla 9. Adquisiciones estimadas

Fecha	% en dicho año	País	% Compra ¹⁶	Importe	Ventas esperadas ¹⁷	Margen ¹⁸	EBITDA	x EBITDA
2014	40%	Colombia	55%	5,2	18	9,5%	1,7	5,5
2014	25%	Colombia	55%	3,4	12	9,5%	1,1	5,5
2014	25%	Brasil	51%	13,3	50	9,5%	4,8	5,5
2014	20%	Chile	55%	8,6	30	9,5%	2,9	5,5
2015	60%	España	51%	2,9	13	8,0%	1,0	5,5
2015	60%	México	55%	5,2	18	9,5%	1,7	5,5
2015	40%	Brasil	55%	10,1	35	9,5%	3,3	5,5
2015	30%	Colombia	55%	4,3	15	9,5%	1,4	5,5
2015	25%	Resto	51%	2,7	10	9,5%	1,0	5,5
2016	40%	Perú	55%	5,2	18	9,5%	1,7	5,5
2016	30%	México	60%	4,7	15	9,5%	1,4	5,5
2016	30%	Brasil	60%	6,9	22	9,5%	2,1	5,5
TOTAL				72,5	256,0			

Fuente: Plan estratégico y estimaciones propias

Como se estima que las compras se hagan comenzados los años de ejercicio se contabiliza exclusivamente la parte proporcional durante el mismo. Siguiendo estas operaciones se estima que la compañía sea capaz de reportar unas cifras de ventas y de EBITDA tales como:

Tabla 10. Ventas a partir de las adquisiciones estimadas en Latam

	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Brasil		12,5	65,6	95,7	116,7
Ventas por ajustar		37,5	21	15,4	
PIB	2,5%	1,8%	2,0%	2,7%	3,0%
IPC	6,2%	6,4%	6,0%	6,0%	6,0%
Población	0,7%	0,7%	1,0%	0,7%	0,2%
Divisa	1,7	1,9	2,0	2,0	2,1
% evolución		-11,6%	-5,4%	0,8%	-3,9%
EBITDA	0,0	1,0	5,9	8,8	11,8
% Crecimiento			505,9%	49,0%	34,0%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
Chile		6,0	32,7	38,2	40,6
Ventas por ajustar		24,0			
PIB	4,1%	3,3%	4,1%	4,6%	4,8%
IPC	1,8%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Población	0,6%	0,8%	1,3%	1,2%	1,2%
Divisa	414,8	426,9	425,8	397,6	408,0
% evolución	0,0%	-2,8%	0,3%	7,1%	-2,5%
EBITDA	0,0	0,5	2,9	3,5	4,1
% Crecimiento			528,3%	19,4%	16,9%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%

¹⁶ La compañía adquiere, en todas las operaciones, una participación mayoritaria de entre el 50-60% del capital social.

¹⁷ Ventas aproximadas reportadas por la compañía.

¹⁸ Ezentis tiene como objetivo empresas con márgenes cercanos al 10%, siendo este coeficiente el objetivo para el negocio en 2017.

<i>Continuación</i>	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Perú		0,0	0,0	7,2	19,3
Ventas por ajustar				10,8	
PIB	5,8%	5,3%	5,6%	5,5%	5,5%
IPC	2,8%	2,9%	2,6%	2,6%	2,7%
Población	1,1%	1,8%	1,0%	0,7%	0,4%
Divisa	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2
% evolución	0,0%	-6,4%	-2,2%	4,3%	-1,6%
EBITDA	0	0	0	0,7	1,9
% Crecimiento					193,9%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
Argentina		0,0	-1,5	-9,5	-11,0
Ventas por ajustar					
PIB	3,0%	0,1%	1,5%	3,1%	3,3%
IPC	10,6%	25,0%	28,7%	21,8%	21,0%
Población	0,0%	0,0%	2,5%	0,3%	0,1%
Divisa	6,0	9,8	12,6	14,3	18,1
% evolución	0,0%	-38,6%	-22,0%	-11,7%	-21,2%
EBITDA	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-1,1
% Crecimiento				562,8%	27,9%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
México		0,0	10,8	24,7	37,2
Ventas por ajustar			7,2	10,5	
PIB	1,1%	3,0%	3,8%	3,9%	4,0%
IPC	3,8%	3,9%	3,6%	3,5%	3,4%
Población	0,6%	1,3%	1,6%	1,9%	1,1%
Divisa	9,7	9,9	10,0	9,7	10,0
% evolución	0,0%	-1,8%	-0,8%	2,4%	-2,8%
EBITDA	0,0	0,0	1,0	2,3	3,8
% Crecimiento				133,7%	65,4%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
Colombia		10,2	35,9	53,6	57,2
Ventas por ajustar		19,8	10,5		
PIB	4,3%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%
IPC	2,0%	2,7%	3,0%	3,0%	3,0%
Población	1,2%	1,4%	1,2%	1,0%	1,2%
Divisa	1406,7	1500,0	1562,5	1470,9	1508,8
% evolución	0,0%	-6,2%	-4,0%	6,2%	-2,5%
EBITDA	0,0	0,8	3,2	4,9	5,8
% Crecimiento			306,0%	52,8%	17,0%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%
Resto		0,0	2,5	11,2	11,6
Ventas por ajustar			7,5		
PIB	2,5%	2,2%	2,8%	3,4%	3,8%
IPC	7,6%	10,1%	9,3%	5,9%	5,0%
Población	1,0%	1,2%	1,1%	0,6%	0,6%
Divisa					
% evolución	0,0%	-11,2%	-5,7%	1,5%	-5,7%
EBITDA	0,0	0,0	0,2	1,0	1,2
% Crecimiento				356,9%	13,5%
% Margen	5,7%	7,8%	9,0%	9,2%	10,1%

Fuente: Estimaciones propias

Tabla 11. Ventas a partir de las adquisiciones estimadas en España

	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
España		0,0	7,8	13,4	14,0
Ventas por ajustar			5,2		
PIB	-1,2%	1,0%	1,5%	1,7%	1,9%
IPC	1,5%	0,2%	0,9%	1,1%	1,6%
Población	0,1%	0,3%	0,9%	0,6%	0,6%
EBITDA	0,0	0,0	0,6	1,1	1,3
% Crecimiento				83,8%	17,2%
% Margen	5,4%	6,5%	7,5%	8,0%	9,0%

Fuente: Estimaciones propias

Es en este apartado de crecimiento inorgánico donde surgen las mayores discrepancias entre el plan estratégico y la valoración. Este estudio no considera probable el cumplimiento de la totalidad de los objetivos impuestos por la dirección y es por ello que no se espera que se alcancen el volumen final de ventas ni la cifra de EBITDA. Sin embargo, dadas las posibilidades que ofrece el mercado latinoamericano, si parece posible que Ezentis sea capaz de aprovechar sus ventajas competitivas y su posición en el mercado para alcanzar un crecimiento para los próximos años por encima de la evolución de la economía. Si bien el éxito de este ambicioso plan estratégico dependerá, en todo caso, de la implantación de una correcta política de M&A, así como las cifras que finalmente aporten las empresas absorbidas.

A continuación se muestran las diferencias existentes entre la valoración y el plan estratégico una vez analizadas las capacidades y objetivos del grupo Ezentis. Este punto será también crítico dentro del análisis de sensibilidad ante variaciones del desembolso total en la compra de compañías y ante cambios en el volumen de ventas aportadas sobre el total.

La tabla 11 refleja el resumen de ventas, desglosadas por negocio orgánico e inorgánico mientras que en la tabla 12 pueden apreciarse las diferencias que surgen entre las estimaciones propias y los objetivos del plan estratégico. Para 2017 se estiman 167,4 Mn€ por debajo de las que descuentan los objetivos fijados por la firma.

Tabla 12. Resumen ventas y EBITDA globales estimadas

	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas Netas	202,3	224,7	367,7	482,4	551,1
<i>Orgánicas</i>	202,3	196,0 ¹⁹	213,9	247,9	265,6
<i>Inorgánicas</i>	0,0	28,7	153,8	234,5	285,5
EBITDA Orgánico	11,5	15,1	19,0	22,6	26,6
EBITDA Inorgánico		2,2	13,7	21,4	28,7
Total EBITDA	11,5	17,3	32,7	44,0	55,3

Fuente: Estimaciones propias

¹⁹ La caída en ventas de la parte orgánica se debe fundamentalmente a al mercado Argentino. Tanto la evolución de las variables macroeconómicas junto con la desinversión esperada generarán unas cifras inferiores al año 2013.

Tabla 13. Diferencias. Ventas inorgánicas estimadas vs. reportadas plan estratégico

Diferencias	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Organico	202,3	196,0	213,9	247,9	265,6
<i>Inorganicas Plan Estratégico</i>	0,0	96,5	215,3	291,2	391,0
<i>Inorganicas Estimadas</i>	0,0	34,5	148,1	209,8	223,6
<i>Dif</i>	0,0	62,0	67,1	81,4	167,4

Fuente: Plan estratégico y estimaciones propias

Considerando las ventas estimadas, tanto en la parte orgánica como en la inorgánica, el grupo reportaría unas cifras de crecimiento anual acumulado de:

Tabla 14. Resumen estimaciones

	2013	2017e	TAAC
Ventas	202,3	551,1	28,5%
Ventas Latam	188,1	519,2	28,9%
Ventas España	14,2	31,8	22,4%
EBITDA	11,5	55,3	48,2%
Margen EBITDA	5,7%	10,0%	4,4
DFN	20,7	-33,3	-54,0

Fuente: Estimaciones propias

Una vez estimadas las ventas de la compañía para los próximos años es importante conocer cómo quedará su balance de situación y su estructura financiera para, en último lugar, poder calcular su coste de financiación y así su flujo de caja descontado.

Tabla 15. Balance resumido²⁰

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Activo Fijo	104,1	93,6	86,6	122,4	151,9	180,1	190,8
Activo Circulante	64,4	45,9	60,0	152,3	251,2	319,0	349,3
Tesorería	8,0	8,7	14,6	16,2	26,6	34,8	39,8
Total Activo	176,5	148,3	161,2	291,0	429,7	533,9	579,9
Pasivo Circulante	86,7	83,9	91,7	160,4	262,4	344,3	393,3
Deuda Financiera	40,1	33,8	35,3	31,1	49,7	45,7	6,5
Recursos Propios	5,1	-9,0	-13,8	51,4	69,4	95,9	132,1
Total Pasivo	132,0	108,7	113,2	242,9	381,6	485,9	531,8
Fondo de Maniobra	-20,0	-15,3	-11,9	14,0	24,9	22,0	10,1
Deuda Financiera Neta	32,2	25,1	20,7	14,9	23,2	10,9	-33,3
Capital empleado	84,2	78,3	74,7	136,4	176,8	202,1	200,9

Fuente: Ezentis y estimaciones propias

²⁰ En el Anexo III se adjunta la Cuenta de pérdidas y ganancias y el Balance completo.

Tabla 16. Flujo de caja total

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Beneficio Neto	-41,57	-16,48	-30,96	10,82	18,02	26,41	36,21
Amortización	-4,41	-2,90	-8,95	-5,27	-6,85	-8,90	-10,69
Flujo de caja	-45,98	-19,38	-39,91	5,56	11,17	17,51	25,53
Var. NOF ²¹	-22,0	-4,7	-3,4	-25,8	-10,9	2,8	12,0
Inv. Activo Fijo				-30,6	-22,6	-19,3	0,0
Var. De Capital	53,1	12,8	44,0	50,5	0,0	0,0	0,0
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros		1,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja total	-14,9	-10,1	0,3	-0,3	-22,3	1,1	37,5

Fuente: Ezentis y estimaciones propias

La tabla anterior refleja la caja total generada por la compañía, considerando las partidas operativas, de inversión y de financiación. La gran cantidad invertida en activo fijo hace que el flujo de caja total se vea mermado durante los dos primeros años de estudio.

3.9.2. Coste medio ponderado de financiación

Para conocer el valor intrínseco de la compañía es necesario saber la tasa de descuento para traer a valor presente los flujos de caja libre que genere la compañía, en este caso lo que le cueste financiar su actividad. El grupo tiene dos posibilidades a escoger a la hora de captar fondos, los fondos propios o la deuda externa. Para calcular el coste medio ponderado de financiación se considerará la estructura objetivo de la compañía, siendo esta igual a 55% de deuda sobre el total de los recursos.

La compañía se ha financiado mayoritariamente en el mercado español, pero dado a los problemas que ha generado la evolución del tipo de cambio de las diferentes divisas y el impacto que ha generado en la partida de ingresos el grupo ha establecido como necesidad fundamental la financiar su actividad en moneda local en cada una de sus divisiones. Con esto Ezentis pretende compensar las consecuencias que pueda generar una evolución desfavorable en las divisas ya que la disminución de la partida de ingresos se compensaría con una reducción de los gastos financieros. Dada esta nueva característica se considera que el grupo tendrá que remunerar a sus accionistas de acuerdo con las condiciones del mercado en las que opere.

A continuación se desglosa el **coste estimado de los recursos propios** según el mercado donde opera y para cada uno de los años que recoge el plan estratégico. En cuanto a la beta de la compañía se ha considerado la plataforma en la que Ezentis cotizaría si se registrara en dicho mercado bursátil. Este se ha elegido teniendo en cuenta las características de la firma.

²¹ El Anexo IV incluye mayor información para el cálculo de las necesidades operativas de financiación.

Tabla 17. Estimación Ke por país. 2014e

País	EBITDA	% EBITDA	Spread EMBI+ ²²	Bono 10Y	Beta	Prima de riesgo	Prima de mercado	Ke	Ke Ponderado
España	1,0	5,6%	0	4,0%	0,936	6,3%	6,7%	10,3%	0,6%
Brasil	5,5	31,7%	294	5,8%	0,391	3,3%	8,5%	9,2%	2,9%
Chile	3,4	19,9%	197	4,9%	0,393	3,2%	8,2%	8,1%	1,6%
Perú	2,1	12,0%	212	5,0%	0,269	2,3%	8,6%	7,3%	0,9%
Argentina	3,9	22,4%	1010	13,0%	0,257	2,8%	11,0%	15,8%	3,5%
México	0,0	0,0%	274	5,6%	0,245	2,0%	8,3%	7,7%	0,0%
Colombia	0,8	4,6%	281	5,7%	0,090	0,7%	8,0%	6,4%	0,3%
Resto	0,7	3,9%	570	8,6%	1,027	8,3%	8,1%	16,9%	0,7%
TOTAL	17,3	100,0%							10,5%

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

Tabla 18. Estimación Ke por país. 2015e

País	EBITDA	% EBITDA	Spread EMBI+	Bono 10Y	Beta	Prima de riesgo	Prima de mercado	Ke	Ke Ponderado
España	1,8	5,4%	0	4,0%	0,936	6,3%	6,7%	10,3%	0,6%
Brasil	11,6	35,3%	294	5,8%	0,391	3,3%	8,5%	9,2%	3,2%
Chile	6,9	21,0%	197	4,9%	0,393	3,2%	8,2%	8,1%	1,7%
Perú	2,7	8,2%	212	5,0%	0,269	2,3%	8,6%	7,3%	0,6%
Argentina	4,5	13,9%	1010	13,0%	0,257	2,8%	11,0%	15,8%	2,2%
México	1,0	3,0%	274	5,6%	0,245	2,0%	8,3%	7,7%	0,2%
Colombia	3,2	9,9%	281	5,7%	0,090	0,7%	8,0%	6,4%	0,6%
Resto	1,1	3,4%	570	8,6%	1,027	8,3%	8,1%	16,9%	0,6%
TOTAL	32,7	100,0%							9,7%

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

Tabla 19. Estimación Ke por país. 2016e

País	EBITDA	% EBITDA	Spread EMBI+	Bono 10Y	Beta	Prima de riesgo	Prima de mercado	Ke	Ke Ponderado
España	2,4	5,5%	0	4,0%	0,936	6,3%	6,7%	10,3%	0,6%
Brasil	15,5	35,2%	294	5,8%	0,391	3,3%	8,5%	9,2%	3,2%
Chile	8,4	19,2%	197	4,9%	0,393	3,2%	8,2%	8,1%	1,6%
Perú	3,9	8,9%	212	5,0%	0,269	2,3%	8,6%	7,3%	0,7%
Argentina	4,4	10,1%	1010	13,0%	0,257	2,8%	11,0%	15,8%	1,6%
México	2,3	5,2%	274	5,6%	0,245	2,0%	8,3%	7,7%	0,4%
Colombia	4,9	11,2%	281	5,7%	0,090	0,7%	8,0%	6,4%	0,7%
Resto	2,1	4,7%	570	8,6%	1,027	8,3%	8,1%	16,9%	0,8%
TOTAL	44,0	100,0%							9,5%

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

²² Diferencial exigido con respecto a la deuda soberana americana. El EMBI+ (Emerging Markets Bond Index Plus) es un índice creado por JP Morgan y registra el diferencial al que cotiza la deuda de los países emergentes con respecto a la emitida por el gobierno americano. La rentabilidad exigida para el bono libre de riesgo americano es igual a 2,90% (consenso de mercado de Bloomberg para los próximos años).

Tabla 20. Estimación Ke por país. 2017e

País	EBITDA	% EBITDA	Spread EMBI+	Bono 10Y	Beta	Prima de riesgo	Prima de mercado	Ke	Ke Ponderado
España	2,9	5,2%	0	4,0%	0,936	6,3%	6,7%	10,3%	0,5%
Brasil	19,8	35,8%	294	5,8%	0,391	3,3%	8,5%	9,2%	3,3%
Chile	10,1	18,2%	197	4,9%	0,393	3,2%	8,2%	8,1%	1,5%
Perú	5,9	10,8%	212	5,0%	0,269	2,3%	8,6%	7,3%	0,8%
Argentina	4,6	8,4%	1010	13,0%	0,257	2,8%	11,0%	15,8%	1,3%
México	3,8	6,8%	274	5,6%	0,245	2,0%	8,3%	7,7%	0,5%
Colombia	5,8	10,4%	281	5,7%	0,090	0,7%	8,0%	6,4%	0,7%
Resto	2,4	4,4%	570	8,6%	1,027	8,3%	8,1%	16,9%	0,7%
TOTAL	55,3	100,0%							9,3%

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

Como puede comprobarse el coste ponderado de los recursos propios disminuye a lo largo del periodo de estudio. Esto se debe a la variación del EBITDA que la compañía genera en cada país en cada uno de los plazos. Véase que el riesgo intrínseco de Argentina y la importancia de ese mercado durante 2014 disminuye considerablemente a lo largo del periodo de análisis y esto se refleja en un claro descenso de la remuneración requerida por el accionista.

La rentabilidad exigida a la deuda externa se mantiene prácticamente constante para todos los años dado que en porcentaje la compañía pretende mantenerse en los mismos mercados. Este coste será, para cada uno de los años:

Tabla 21. Estimación Kd por región. 2014e

Región	Presencia²³	Bono 10Y	Diferencial	Kd	Kd Ponderado
Latam	94,4%	8,6%	3%	11,6%	10,9%
España	5,6%	4,0%	3%	7,0%	0,4%
TOTAL	100%				11,3%

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

Tabla 22. Estimación Kd por región. 2015e

Región	Presencia	Bono 10Y	Diferencial	Kd	Kd Ponderado
Latam	94,6%	8,6%	3%	11,6%	11,0%
España	5,4%	4,0%	3%	7,0%	0,4%
TOTAL	100,0%				11,4%

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

Tabla 23. Estimación Kd por región. 2016e

Región	Presencia	Bono 10Y	Diferencial	Kd	Kd Ponderado
Latam	94,5%	8,6%	3%	11,6%	11,0%
España	5,5%	4,0%	3%	7,0%	0,4%
TOTAL	100,0%				11,3%

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

Tabla 24. Estimación Kd por región. 2017e

Región	Presencia	Bono 10Y	Diferencial	Kd	Kd Ponderado
Latam	94,8%	8,6%	3%	11,6%	11,0%
España	5,2%	4,0%	3%	7,0%	0,4%
TOTAL	100,0%				11,4%

²³ Presencia del negocio a nivel de EBITDA.

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

Una vez calculadas las rentabilidades exigidas por las dos opciones de financiación se estima el coste global de la compañía considerando la proporción de recursos propios y externos.

Tabla 25. WACC

	2014e	2015e	2016e	2017e
Ke	10,5%	9,7%	9,5%	9,3%
Kd Neta ²⁴	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%
DFN	14,9	23,2	10,9	-33,3
D/VE	5,1%	5,4%	2,0%	0,0%
WACC	10,3%	9,6%	9,5%	9,3%

Fuente: JP Morgan, Bloomberg y estimaciones propias

La tabla 25 muestra el coste medio ponderado de capital. Esta tasa se reduce a lo largo de los años por la rebaja del coste de los recursos propios. La posición neta de tesorería para 2017 estimada es de 33,3 Mn€ por lo que el coste de la deuda es 0%. Esto reduce el riesgo de quiebra pero el coste de financiación es superior al no tener gastos deducibles.

3.9.3. Precio objetivo

Tras la estimación de la cuenta de resultados y el cálculo del coste de financiación el siguiente paso consiste en calcular los flujos generados a valor actual. Mediante el método de descuento de flujos de caja podemos obtener el valor actual de la caja generada por la compañía y por tanto el valor de la compañía.

Tabla 26. Modelo de valoración

	2014e	2015e	2016e	2017e	VT
EBIT	12,1	25,9	35,1	44,6	49,1
Tasa Impositiva	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPLAT	8,4	18,1	24,6	31,2	34,4
Depreciación	5,3	6,8	8,9	10,7	-
CAPEX	-30,6	-22,6	-19,3	0,0	-
Var. NOF	-25,8	-10,9	2,8	12,0	-
FCF	-42,7	-8,5	17,0	53,9	34,4
Valor Terminal					390,6
Flujos de Caja a descontar	-42,7	-8,5	17,0	444,5	
DCF	-42,7	-7,8	14,2	340,1	
Valor Empresa				303,8	
DFN				20,7	
Minoritarios				30,4	
Créditos Fiscales²⁵				7,7	
Equity				260,5	
Acciones Totales				230,8	
Precio Objetivo				1,13	

Fuente: Estimaciones propias

Según el modelo de valoración la compañía tiene un valor de 303,8 millones de €. Sustrayendo la deuda financiera actual del grupo y la parte correspondiente de los accionistas minoritarios y

²⁴ Kd neta de impuestos. Los Intereses sobre deuda son deducibles fiscalmente.

²⁵ Observar Anexo V para el cálculo del valor de los créditos fiscales.

añadiendo el valor actual de los créditos fiscales de la compañía obtenemos un valor de los recursos propios igual a 230,1 millones de €. Esto supone un valor de 1,13 € por acción.

3.10. Análisis de sensibilidad

Este apartado pretende analizar el posible efecto que pueda tener sobre la compañía la variación en aquellas variables más críticas o impredecibles. Generalmente, se analiza el valor que toma la compañía ante variaciones en el coste medio ponderado de capital y en el crecimiento a perpetuidad. En este caso, además, otros factores que se han identificado como influyentes son el coste de las adquisiciones y las ventas que estas generen.

Tabla 27. Análisis de sensibilidad. WACC vs. g

WACC/g	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%
11,26%	0,83	0,84	0,85	0,86	0,87	0,89	0,90	0,91	0,92	0,93	0,95
10,96%	0,87	0,88	0,89	0,90	0,92	0,93	0,94	0,95	0,97	0,98	0,99
10,66%	0,91	0,92	0,94	0,95	0,96	0,97	0,99	1,00	1,01	1,03	1,04
10,36%	0,96	0,97	0,98	0,99	1,01	1,02	1,03	1,05	1,06	1,08	1,09
10,06%	1,00	1,01	1,03	1,04	1,06	1,07	1,09	1,10	1,12	1,13	1,15
9,76%	1,05	1,07	1,08	1,10	1,11	1,13	1,14	1,16	1,18	1,19	1,21
9,46%	1,10	1,12	1,13	1,15	1,17	1,18	1,20	1,22	1,24	1,26	1,28
9,16%	1,16	1,18	1,19	1,21	1,23	1,25	1,27	1,28	1,30	1,32	1,35
8,86%	1,22	1,24	1,26	1,28	1,29	1,31	1,33	1,36	1,38	1,40	1,42
8,56%	1,28	1,30	1,32	1,34	1,37	1,39	1,41	1,43	1,45	1,48	1,50
8,26%	1,35	1,38	1,40	1,42	1,44	1,47	1,49	1,51	1,54	1,57	1,59

Fuente: Estimaciones propias

Según la tabla 27, donde se compara el coste medio ponderado de los recursos propios con respecto al crecimiento de Ezentis a perpetuidad, vemos como en términos absolutos, ante cambios porcentuales similares, variaciones del coste de los recursos tiene un mayor impacto que el crecimiento del valor terminal. En el peor escenario reportado, donde la tasa de crecimiento sería igual a cero y el coste de los recursos aumentaría en un 15,4%, el valor por acción cae a 0,83 €/acción, lo que supone un -26,2% sobre el valor objetivo. De la misma manera el escenario más favorable en términos de *WACC* y *g* refleja un potencial adicional de +41,1%.

Este primer análisis de sensibilidad refleja la gran importancia de monitorizar la evolución de la estructura financiera del grupo ya que tiene un gran impacto sobre el valor.

Tabla 28. Análisis de sensibilidad. Ventas inorg. vs. coste adqs.

Coste/Vtas	50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%	150%
1,5x	0,82	0,85	0,89	0,93	0,96	1,00	1,03	1,07	1,11	1,14	1,18
1,4x	0,84	0,88	0,91	0,95	0,99	1,02	1,06	1,10	1,13	1,17	1,21
1,3x	0,87	0,90	0,94	0,98	1,01	1,05	1,09	1,12	1,16	1,20	1,23
1,2x	0,89	0,93	0,97	1,00	1,04	1,08	1,11	1,15	1,19	1,22	1,26
1,1x	0,92	0,96	0,99	1,03	1,07	1,10	1,14	1,18	1,21	1,25	1,29
1,0x	0,95	0,98	1,02	1,06	1,09	1,13	1,17	1,20	1,24	1,28	1,31
0,9x	0,97	1,01	1,04	1,08	1,12	1,15	1,19	1,23	1,26	1,30	1,34
0,8x	1,00	1,03	1,07	1,11	1,14	1,18	1,22	1,25	1,29	1,33	1,36
0,7x	1,02	1,06	1,10	1,13	1,17	1,21	1,24	1,28	1,32	1,35	1,39
0,6x	1,05	1,09	1,12	1,16	1,20	1,23	1,27	1,31	1,34	1,38	1,42
0,5x	1,08	1,11	1,15	1,19	1,22	1,26	1,30	1,33	1,37	1,41	1,44

Este segundo escenario refleja un menor impacto por parte de ambas variables sobre el valor objetivo. El peor y el mejor escenario considerado reportarían una evolución, con respecto al valor objetivo calculado, de -27,4% y +27,4% respectivamente.

En este segundo apartado, donde el coste de las compañías adquiridas pudiera ser mayor al inicialmente establecido, el impacto más significativo podría ser el aumento de riesgo debido a la proporción de deuda/*equity* y consecuentemente el aumento del coste de los recursos. De esta manera es importante controlar el coste de las operaciones inorgánicas por su implicación en el *WACC* más que por impacto directo sobre el precio objetivo.

3.11. Impacto de los cambios de regulación

Recientemente se han vivido fuertes cambios en materia de la regulación de las empresas. Las alteraciones que más afectan en el caso de Ezentis son; **la variación en el tipo impositivo**, tipo nominal cae del 30% al 25% para empresas en España y la **eliminación de deducciones** en el pago de impuestos, se suprimen la mayoría exceptuando gastos en I+D y reinversiones en el negocio y por último **la eliminación del límite temporal de la compensación de pérdidas**²⁶.

El primero, aunque tiene relevancia para el grupo de compañías españolas, no tanto en el caso de Ezentis. Esta compañía opera principalmente en América y por tanto el cambio del tipo fiscal en España no tiene gran impacto en el cálculo de la partida de impuestos. Por eso mismo se ha considerado una tasa global del 30% sobre beneficios.

La eliminación de deducciones podría tener impacto en el futuro. No la tiene en el caso de años anteriores ya que la compañía apenas ha generado beneficios. Sin embargo, siendo una compañía tecnológica y de fuerte carácter innovador la mayoría de las aportaciones de capital pasan por los departamentos de I+D o son de condición expansiva, por lo que podrían recogerse dentro de los parámetros de los gastos deducibles.

Es la tercera variación regulativa la que mayor impacto tiene en la compañía. Dado el gran número de años con resultado neto negativo resultaba hasta ahora muy importante el límite temporal para la compensación de pérdidas. La revisión tanto del límite temporal como del porcentaje máximo de compensación aporta mayor flexibilidad a las compañías y, en el caso concreto del Grupo Ezentis, podría tener un impacto muy positivo para los próximos años.

²⁶ Se suprime el límite temporal de compensación de pérdidas y permite la compensación de hasta un 60% de la base imponible con un máximo de un millón de euros por periodo impositivo.

3.12. Conclusiones y recomendación

Siendo el precio actual de Ezentis, a cierre de mercado del día 4 de Julio de 2014, 0,92 €/acción y el valor establecido por el modelo de valoración de 1,13 €/acción, la acción arroja un potencial de revalorización de 22,7%. Se establece una recomendación de comprar²⁷. En el anexo VI se incluyen los estudios adicionales en referencia a ratios de desempeño y rentabilidad económica, mientras que el anexo VII aporta análisis de gráficos acerca de la cotización de la compañía, con el objetivo de identificar niveles de entrada.

Ezentis, tras la intensa reestructuración, tanto de negocio como de estructura financiera, presenta un plan estratégico excesivamente agresivo una vez consideradas las estimaciones. El mercado Latinoamericano les ofrece un gran potencial de crecimiento, pero el crecimiento inorgánico estimado no contempla las cifras que reporta la compañía. Independientemente, la firma se ha posicionado correctamente en el mercado y presenta potencial de crecimiento. Es por tanto un buen momento para adquirir el valor de la compañía realizando un seguimiento de las adquisiciones del grupo y si finalmente estas aportan los resultados esperados.

Un hecho evidente es que el plan estratégico contemplaba una ampliación de capital de entre 50-80 millones de euros, que han concluido con la colocación de aproximadamente 50,5 millones. Parece difícil que la compañía sea capaz de realizar el mismo volumen de operaciones con la cantidad final obtenida y por eso se espera que se revisen los objetivos presentados para el periodo 2014-2017. Consecuentemente la valoración es más conservadora con respecto a la parte de crecimiento inorgánico. De esta manera se prevé que la compañía sea capaz de alcanzar un fuerte crecimiento en el lado de ventas orgánicas, conocidas las características de los mercados en los que opera el grupo. Sin embargo el estudio realizado en el negocio inorgánico no alcanza los objetivos fijados por la empresa.

A pesar de que la valoración realizada reporta un resultado por debajo del que pretende la firma, se considera que el crecimiento esperado principalmente en el mercado Latinoamericano ya ofrece un potencial suficiente para el inversor. De esta manera se considera una buena opción de inversión y se recomienda comprar el valor haciendo un minucioso seguimiento del calendario de compras con vistas a cambios en las estimaciones.

²⁷ Generalmente se establece una recomendación de compra si el valor presenta un potencial de revalorización por encima del 10%; mantener si existe un potencial entre +10/-10% y vender por debajo del -10%.

4. Bibliografía

- Bloomberg, LP. Acceso [mayo, 2014]
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers y F. Allen. *Principles of Corporate Finance*. Madrid: McGraw-Hill, Interamericana de España, 2006.
- Copeland, Thomas E., Fred Weston y K. Shastri. *Financial Theory and Corporate Policy*. Estados Unidos: Pearson Addison Wesley, 2005.
- Damodaran, Aswath. *Applied Corporate Finance*. Nueva York: John Wiley, 1998.
- DeAngelo, Harry y Masulis, Roland W. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, Marzo 1980, pp. 3-29.
- Grupo Ezentis, SA. Cuentas Anuales 2010. Madrid: Grupo Ezentis, SA. 2011.
- Grupo Ezentis, SA. Cuentas Anuales 2011. Madrid: Grupo Ezentis, SA. 2012.
- Grupo Ezentis, SA. Cuentas Anuales 2012. Madrid: Grupo Ezentis, SA. 2013.
- Grupo Ezentis, SA. Cuentas Anuales 2013. Madrid: Grupo Ezentis, SA. 2014.
- Guthmann, Harry G., y Herbert E. Dougall. *Corporate Financial Policy*. 3ra ed. Nueva York: Prentice-Hall, 1955.
- Harris, Milton y Raviv, Artur. "Capital Structure and the Informational Role of Debt". *Journal of Finance*, Junio 1990, pp. 321-349.
- Jensen, Michael y Meckling, William. "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Octubre 1976, p. 305-360.
- Miller, Merton H. "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Mayo 1977, pp. 261-275.
- Modigliani, Franco y Zeman, Morton. "The Structure of the Capital Market and the Price of Money", *American Economic Review*, Mayo 1954, 440-454.
- Modigliani, Franco y Miller, Merton H. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*, Junio 1958, pp. 261-297.
- Smith, Dan T. *Effects of Taxation: Corporate Financial Policy*. Harvard University, 1952.

5. Anexo

5.1. Anexo I. Evolución de variables macroeconómicas

Tabla 29. Evolución del PIB

(% inc.)	2010	2011	2012	2013	2104e	2015e	2016e	2017e
España	-0,20%	0,10%	-1,60%	-1,20%	1,00%	1,50%	1,70%	1,90%
Brasil	7,59%	2,76%	1,03%	2,49%	1,80%	2,00%	2,70%	3,00%
Chile	5,73%	5,92%	5,39%	4,11%	3,30%	4,10%	4,60%	4,80%
Perú	8,40%	6,51%	5,64%	5,82%	5,30%	5,60%	5,50%	5,50%
Argentina	9,10%	8,65%	1,05%	2,98%	0,10%	1,50%	3,10%	3,30%
México	5,10%	4,00%	3,90%	1,10%	3,00%	3,80%	3,85%	4,00%
Colombia	4,00%	6,60%	4,20%	4,30%	4,50%	4,60%	4,70%	4,80%
Latinoamérica	6,25%	4,21%	2,73%	2,47%	2,21%	2,81%	3,35%	3,80%

Fuente: Bloomberg, FMI y Banco Mundial

Tabla 30. Evolución del IPC

(% inc.)	2010	2011	2012	2013	2104e	2015e	20116e	2017e
España	2,06%	3,05%	2,44%	1,53%	0,20%	0,90%	1,10%	1,60%
Brasil	5,04%	6,63%	5,41%	6,21%	6,40%	5,95%	5,95%	5,95%
Chile	1,42%	3,23%	2,92%	1,76%	3,45%	3,00%	3,00%	3,00%
Perú	1,53%	3,37%	3,66%	2,81%	2,90%	2,55%	2,60%	2,70%
Argentina	10,44%	9,79%	10,03%	10,61%	25,00%	28,70%	21,80%	21,00%
México	4,16%	3,41%	4,11%	3,81%	3,90%	3,60%	3,50%	3,40%
Colombia	2,27%	3,42%	3,17%	2,02%	2,70%	3,00%	3,00%	3,00%
Latinoamérica	6,36%	6,94%	6,36%	7,61%	10,08%	9,26%	5,85%	5,00%

Fuente: Bloomberg, FMI y Banco Mundial

Tabla 31. Evolución de la población

	2010	2011	2012	2013	2104e	2015e	2016e	2017e
España	46.576.897	46.742.697	46.761.264	46.816.363	46.961.432	47.371.000	47.633.624	47.926.310
Brasil	195.210.154	196.935.134	198.656.019	200.123.524	201.596.312	203.656.000	204.986.241	205.362.845
Chile	17.150.760	17.308.449	17.464.814	17.562.474	17.695.231	17.924.000	18.146.213	18.365.412
Perú	29.262.830	29.614.887	29.987.800	30.312.584	30.856.412	31.160.000	31.365.214	31.495.621
Argentina	40.374.224	40.728.738	41.086.927	41.099.652	41.112.657	42.155.000	42.295.474	42.354.485
México	117.886.404	119.361.233	120.847.477	121.626.594	123.254.568	125.235.000	127.568.984	128.965.221
Colombia	46.444.798	47.078.792	47.704.427	48.265.489	48.961.789	49.529.000	50.002.478	50.625.986
Latinoamérica	595.022.397	601.768.532	608.561.443	614.530.572	621.598.475	628.552.000	632.548.794	636.591.620

Fuente: Bloomberg, FMI y Banco Mundial

Tabla 32. Evolución de la población 2

(% inc)	2011	2012	2013	2104e	2015e	2016e	2017e
España	0,36%	0,04%	0,12%	0,31%	0,87%	0,55%	0,61%
Brasil	0,88%	0,87%	0,74%	0,74%	1,02%	0,65%	0,18%
Chile	0,92%	0,90%	0,56%	0,76%	1,29%	1,24%	1,21%
Perú	1,20%	1,26%	1,08%	1,79%	0,98%	0,66%	0,42%
Argentina	0,88%	0,88%	0,03%	0,03%	2,54%	0,33%	0,14%
México	1,25%	1,25%	0,64%	1,34%	1,61%	1,86%	1,09%
Colombia	1,37%	1,33%	1,18%	1,44%	1,16%	0,96%	1,25%
Latinoamérica	1,13%	1,13%	0,98%	1,15%	1,12%	0,64%	0,64%

Fuente: Estimaciones propias

5.2. Anexo II. Evolución de divisas

Tabla 33. Evolución de las divisas vs Dólar

Vs. Dólar	2013	2104e	2015e	2016e	2017e
Dólar	1,35	1,3	1,28	1,27	1,25
Brasil	2,25	2,45	2,55	2,51	2,57
Chile	560	555	545	505	510
Perú	2,8	2,88	2,9	2,76	2,76
Argentina	8,13	12,75	16,1	18,1	22,6
México	13,1	12,85	12,75	12,35	12,5
Colombia	1899	1950	2000	1868	1886

Fuente: Bloomberg, FMI y Banco Mundial

Tabla 34. Evolución de las divisas vs Euro

Vs. Euro	2013	2104e	2015e	2016e	2017e
Dólar	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Brasil	1,7	1,9	2,0	2,0	2,1
Chile	414,8	426,9	425,8	397,6	408,0
Perú	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2
Argentina	6,0	9,8	12,6	14,3	18,1
México	9,7	9,9	10,0	9,7	10,0
Colombia	1406,7	1500,0	1562,5	1470,9	1508,8

Fuente: Bloomberg, FMI y Banco Mundial

5.3. Anexo III. Cuenta de pérdidas y ganancias y Balance de situación

Tabla 35. Cuenta de pérdidas y ganancias

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas Netas	187,8	149,4	202,3	224,7	367,7	482,4	551,1
Coste Mercancías Vendidas	-83,6	-53,5	-47,3	-52,3	-85,3	-111,4	-126,7
Resultado Bruto	104,1	95,9	155,0	172,4	282,5	371,0	424,4
Otros Ingresos	3,0	9,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Gastos de Personal	-76,7	-64,1	-68,0	-71,5	-74,3	-76,6	-79,4
Otros Gastos Operativos	-20,8	-31,0	-30,9	-83,5	-175,4	-250,3	-289,7
Cash Flow Operativo	9,7	9,9	11,5	17,3	32,7	44,0	55,3
Amortizaciones	-4,4	-2,9	-9,0	-5,3	-6,8	-8,9	-10,7
Provisiones							
Beneficio Operativo	5,3	7,0	2,5	12,1	25,9	35,1	44,6
Ingresos Financieros	0,2	0,3	1,3	0,8	0,9	1,7	2,4
Gastos Financieros	-14,0	-8,3	-10,2	2,3	2,0	3,7	3,7
Puesta en Equivalencia		-16,5	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Amort. Fondo de comercio							
Beneficio Ordinario	-8,6	-17,6	-21,9	15,2	28,8	40,6	50,7
Extraordinarios	-31,0	3,4	-6,5	0,0	-2,5	-2,5	0,0
BAI	-39,5	-14,1	-28,4	15,2	26,3	38,1	50,7
Impuestos	-1,3	-1,2	-2,1	-4,5	-8,6	-12,2	-15,2
Beneficio Antes Minoritarios	-40,9	-15,3	-30,5	10,6	17,7	25,9	35,5
Minoritarios	-0,7	-1,2	-0,5	0,2	0,4	0,5	0,7
Beneficio Neto	-41,6	-16,5	-31,0	10,8	18,0	26,4	36,2
% crecimiento		60,4%	-87,9%	135,0%	66,4%	46,6%	37,1%
Cash Flow	-37,2	-13,6	-22,0	16,1	24,9	35,3	46,9
Tasa fiscal media	15,71%	6,57%	9,38%	30%	30%	30%	30%
Minoritarios	1,75%	7,75%	1,56%	2%	2%	2%	2%

Fuente: Ezentis y estimaciones propias

Tabla 36. Evolución estimada costes de personal

Evolución Personal	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Nº Empleados	4777	4179	4245	4457	4591	4683	4776
% incremento		-13%	2%	5%	3%	2%	2%
Gasto por empleado	-0,016	-0,015	-0,016	-0,016	-0,016	-0,016	-0,017
IPC	3,1%	2,4%	1,5%	0,2%	0,9%	1,1%	1,6%

Fuente: Ezentis y estimaciones propias

Tabla 37. Balance de situación

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
ACTIVO							
Inmovilizado Material Bruto	13,8	5,1	-1,3	29,2	51,8	71,1	71,1
Amortización Acumulada	3,6	6,5	15,5	20,7	27,6	36,5	47,2
Inmovilizado Material Neto	10,2	11,6	14,1	49,9	79,4	107,6	118,3
Inmovilizado Inmaterial	30,6	32,4	39,6	39,6	39,6	39,6	39,6
Inmovilizado Financiero	63,4	49,7	32,9	32,9	32,9	32,9	32,9
Total Activo Fijo	104,1	93,6	86,6	122,4	151,9	180,1	190,8
Clientes	48,3	32,3	43,4	129,3	211,6	264,3	286,8
Otros Deudores	12,1	9,0	10,7	11,9	19,5	25,6	29,3
Existencias	4,0	4,6	5,9	11,1	20,1	29,1	33,2
Tesorería	8,0	8,7	14,6	16,2	26,6	34,8	39,8
Total Activo Circulante	72,4	54,6	74,6	168,5	277,8	353,8	389,1
Ajustes por Periodificación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Activo	176,5	148,3	161,2	291,0	429,7	533,9	579,9
PASIVO							
Capital Social	50,5	54,9	93,7	144,2	144,2	144,2	144,2
Prima de Emisión	0,0	1,2	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Reservas	-4,3	-45,6	-66,5	-107,4	-96,6	-78,6	-52,1
Resultados del Ejercicio	-40,4	-19,4	-40,9	10,8	18,0	26,4	36,2
Acciones propias	-2,7	-2,7	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5
Ajustes	2,0	2,7	-3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Recursos Propios	5,1	-9,0	-13,8	51,4	69,4	95,9	132,1
Socios Externos	2,5	3,7	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Provisiones y Otros	42,1	35,8	44,7	44,7	44,7	44,7	44,7
Deuda Financiera a LP	16,0	17,0	18,7	14,5	33,1	29,1	-10,1
Otros Acreedores a LP	2,3	22,7	19,8	22,0	36,1	47,3	54,0
Total Acreedores a LP	18,3	39,7	38,5	36,5	69,2	76,4	43,9
Deuda Financiera a CP	24,2	16,8	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6
Acreedores Comerciales	39,4	23,8	23,6	26,2	42,9	56,3	64,3
Otros Acreedores a CP	45,0	37,4	48,3	112,1	183,5	240,7	275,0
Total Acreedores a CP	108,6	78,0	88,5	154,9	243,0	313,6	355,9
Ajustes por Periodificación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Pasivo	176,5	148,3	161,2	291,0	429,7	533,9	579,9

Fuente: Ezentis y estimaciones propias

5.4. Anexo IV. Ratios de circulante para el cálculo de las necesidades operativas

Tabla 38. Ratios de circulante

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Ventas netas	187,8	149,4	202,3	224,7	367,7	482,4	551,1
Coste de mercancías vendidas	-83,6	-53,5	-47,3	-52,3	-85,3	-111,4	-126,7
Deudores Comerciales	48,3	32,3	43,4	129,3	211,6	264,3	286,8
Acreedores comerciales	39,4	23,8	23,6	26,2	42,9	56,3	64,3
Días de existencias	8	11	11	18	20	22	22
Días de cobro	94	79	78	210	210	200	190
Días de pago	172	162	182	182	182	182	182
Días de ventas a financiar	-70	-72	-93	46	48	40	30

Fuente: Ezentis y estimaciones propias

5.5. Anexo V. Resultados anteriores negativos y crédito fiscal

Tabla 39. Bases imponibles negativas

Fecha de generación	Fecha máxima de compensación	Importe
2001	-	14,3
2002	-	112,9
2003	-	82,1
2005	-	8,1
2006	-	9,0
2007	-	18,4
2008	-	22,4
2009	-	56,7
2010	-	34,1
2011	-	63,5
2012	-	7,9
TOTAL		429,4

Fuente: Ezentis

Tabla 40. Valor presente crédito fiscal

Crédito Fiscal	Fecha	B° en España	Impuestos	Deducción	Valor Presente
128,8	2014	0,0	0,0	0,0	0,0
	2015	0,2	0,1	0,1	0,1
	2016	0,5	0,2	0,3	0,3
	2017	0,8	0,2	0,5	0,4
	2018	0,9	0,3	0,5	0,4
	2019	1,0	0,3	0,6	0,4
	2020	1,1	0,3	0,6	0,4
	2021	1,2	0,4	0,7	0,4
	2022	1,3	0,4	0,8	0,4
	2023	1,4	0,4	0,9	0,4
	2024	1,6	0,5	0,9	0,4
	2025	1,7	0,5	1,0	0,4
		Valor Terminal			1,0
TOTAL					7,7

Fuente: Estimaciones propias

5.6. Anexo VI. Ratios de rentabilidad

Tabla 41. Ratios de rentabilidad

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Nº Acciones	336,9	365,9	158,7	230,8	230,8	230,8	230,8
Nº Acciones medias		351,4	262,3	194,8	230,8	230,8	230,8
Precio medio	1,1	0,6	0,8	1,1	-	-	-
BPA		-0,05	-0,12	0,06	0,08	0,11	0,16
% inc.		n.a.	151,7%	-147,1%	40,4%	46,6%	37,1%
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.
% Payout		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE		1,83	2,24	0,21	0,26	0,28	0,27
EBITDA/Ventas		6,6%	5,7%	7,7%	8,9%	9,1%	10,0%
PER		n.a.	n.a.	20,3	-	-	-

Fuente: Ezentis y estimaciones propias

Tras varios años con beneficio por acción negativo, la compañía recupera cifras positivas y se estima que mejorará durante todo el periodo de estudio. El ratio EBITDA sobre ventas muestra un aumento en la eficiencia operativa de la compañía. El crecimiento inorgánico de la compañía refleja una disminución de la rentabilidad sobre los recursos propios del grupo, lo que sin embargo aumentará una vez conseguidas las sinergias de estas operaciones.

Dada la inestabilidad de la firma en años anteriores y la ausencia de pago de dividendos resulta muy difícil sacar conclusiones firmes del análisis de ratios de rentabilidad.

5.7. Anexo VII. Análisis técnico

El análisis de la evolución de la cotización de Ezentis refleja que el valor está actualmente a niveles de mínimos históricos. Esto, unido a un aumento del volumen de operaciones y un nivel de fuerza relativa moderada, dibujan un escenario esperanzador y con perspectivas alcistas. Los indicadores técnicos junto con las estimaciones positivas para la compañía invitan al optimismo. Para el correcto análisis técnico se emplearán los principales indicadores técnicos.

▶ *Indicador de volumen*

Refleja el volumen de las operaciones que se ejecutan sobre el valor seleccionado. Muestra el interés, tanto alcista como bajista, en la acción.

▶ *RSI = Relative Strength Index*

Se trata de un indicador de tipo oscilador que refleja niveles de sobrecompra y sobreventa cuando la cotización se encuentra por encima de 70 o por debajo de 30 respectivamente (niveles asumidos por consenso). También muestra la fuerza del precio mediante la comparación de los movimientos al alza o a la baja.

▶ *Medias móviles*

Se emplea para analizar el conjunto de datos en función del promedio. Así, las medias móviles son una lista de números en la cual cada uno es la media de un subconjunto de datos. El estudio mediante medias móviles puede aplicarse de dos maneras diferentes. Bien mediante la

comparativa de varias medias móviles de diferentes periodos, generalmente 3, 13 y 21 sesiones en velas semanales o diarias. O bien mediante la comparativa entre la media móvil simple y la media móvil exponencial, la cual da mayor ponderación a los últimos periodos con respecto a los de mayor antigüedad. En ambos casos indican tendencias, además de puntos de soporte o resistencia.

▶ *MACD = Moving Average Convergence Divergence*

Esta herramienta de análisis consta de tres componentes diferentes. El primero consiste en la diferencia de dos medias móviles exponenciales de diferentes periodos, generalmente 12 y 26 sesiones. El segundo factor, denominado señal, corresponde al promedio móvil exponencial del propio indicador. Se emplea fundamentalmente como indicador de apertura o cierre de posiciones. El último elemento, opcional, es un histograma generado a raíz de la diferencia entre el primer y segundo elemento.

▶ *OBV = On – Balance Volume*

El volumen total diario se asigna de forma positiva o negativa dependiendo de si el precio es mayor o menor al precio de la sesión precedente. Por lo tanto, en un tramo de precios ascendientes el balance de volúmenes se mueve en la misma dirección. Si por lo contrario los precios evolucionan de manera negativa el valor del indicador también decrece. Esta herramienta se utiliza como indicador adelantado ya que en teoría el volumen precede al movimiento en precios.

▶ *Bandas de Bollinger*

Consta de dos bandas que envuelven el gráfico de precios. Se forma a raíz de una línea de media móvil sobre los precios de cierre y dos bandas que se forman de añadir y sustraer el valor de K desviaciones estándar, habitualmente $K = 2$. La distancia entre ambas bandas es una medida de volatilidad del precio del activo. El traspaso del valor de la cotización al rango de las bandas de Bollinger indica niveles de sobrecompra (traspaso banda superior) o sobreventa (traspaso banda inferior).

▶ *Retrocesos de Fibonacci*

Predice niveles de avance y retroceso del valor, y por tanto genera niveles de soporte y resistencia. Estos niveles se construyen dibujando la línea de tendencia desde los puntos extremos, máximo y mínimo, del periodo. Aplicando esta distancia presenta niveles críticos, generalmente en 23,6 %, 38,2%, 50%, 61,80%, 72,40% y 100%.

A raíz de estos porcentajes se establecen puntos de entrada y salida en la dirección de la tendencia ya establecida. También resulta muy útil para analizar el posible avance de la cotización ante rebotes del valor y de esta manera permite calcular la probable magnitud del movimiento.

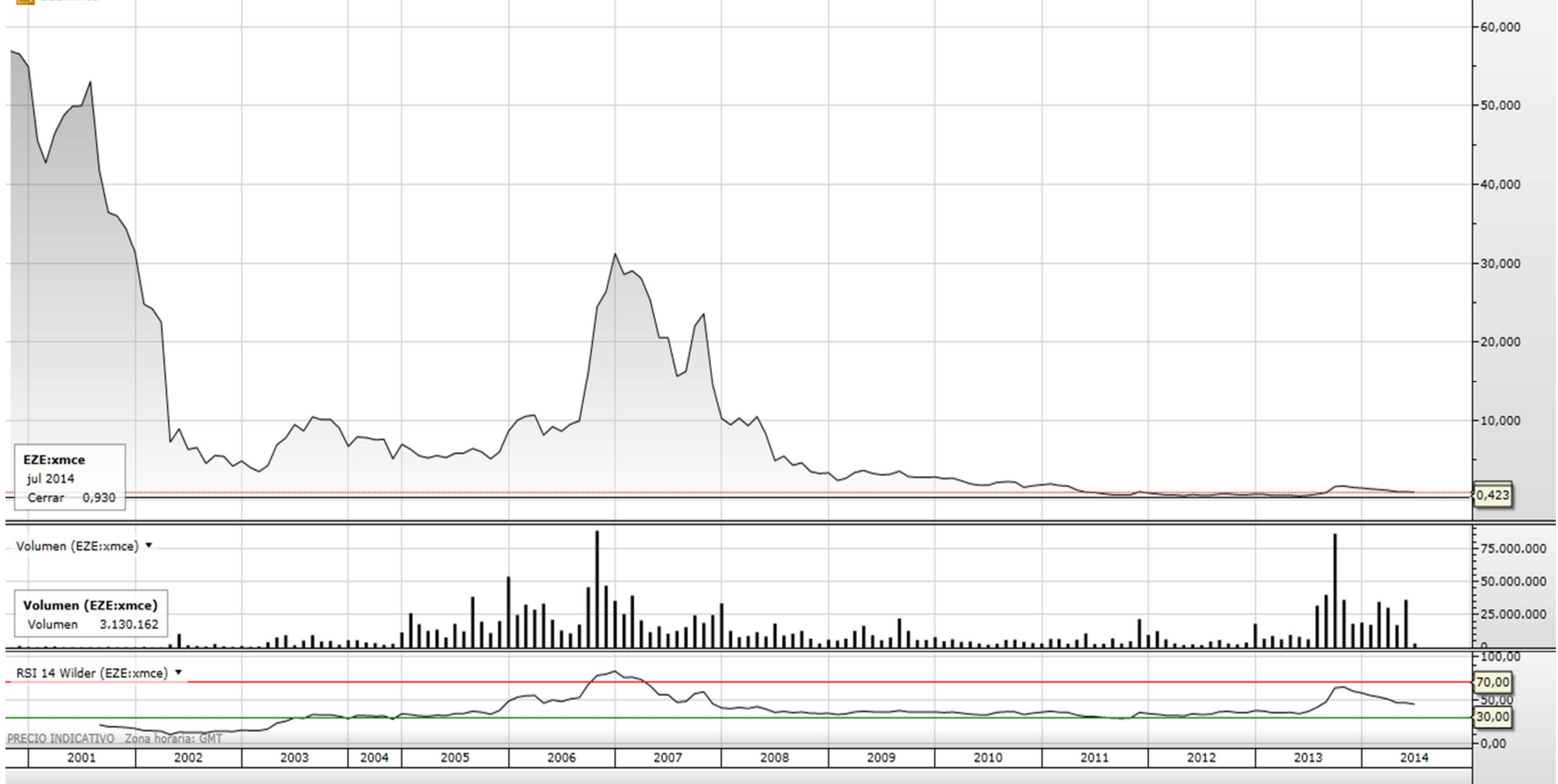
En los gráficos aportados a continuación se aplican los indicadores y herramientas de análisis que más información arrojan sobre el posible futuro comportamiento de la acción. A **la primera**

imagen, en la cual se observa un gráfico histórico de línea, se le adjunta también el volumen de las operaciones para cada periodo y la evolución del indicador de fuerza relativa. Nótese que el nivel de la cotización se encuentra en mínimos históricos y ha sufrido una caída muy elevada desde principios de los 2000. Además, el volumen de las operaciones sobre la acción se ha visto incrementado considerablemente desde mediados de 2013, lo que indica que la compañía vuelve a despertar gran interés entre la comunidad inversora. Este aumento del volumen de las operaciones refleja la reestructuración llevada a cabo por la compañía, la entrada del nuevo equipo directivo, el saneamiento de cuentas y consecuentemente el comienzo del crecimiento. El indicador RSI, en niveles cercanos a 50 puntos, muestra que el valor tiene potencial alcista a largo plazo. Vista la evolución se ha formado un fuerte soporte psicológico en el precio de 0,423 €/acc.

La segunda ilustración contiene un gráfico de velas diarias con una perspectiva de corto plazo donde se identifican niveles de entrada y salida, soportes y resistencias. La cotización dibuja un triángulo bajista, donde el valor se mueve en el rango alto junto a la banda superior. Tras rebotar hasta en tres ocasiones el valor ha corregido cayendo hasta el soporte de la figura. Utilizando la herramienta de retrocesos de Fibonacci se comprueba como la acción alcanzó el primer objetivo de avance en 1,083 € y tras rebotar se puede establecer un próximo objetivo en niveles cercanos a 1,256 € por acción. En este caso el indicador MACD no arroja grandes conclusiones al no mostrar divergencias ni niveles claros de entrada.

De estas dos imágenes se pueden extraer dos conclusiones fundamentales en cuanto al análisis técnico del valor y por tanto de las perspectivas a corto plazo. Ezentis lleva cotizando en niveles mínimos durante un periodo elevado, pero últimamente presenta signos de cambio de tendencia. Incremento del volumen, potencial en el indicador de fuerza relativa y presión sobre la figura triangular son algunos de los elementos que reflejan un posible movimiento alcista en el futuro. La desconfianza de la comunidad inversora acerca de la compañía ha hecho que la acción se mantenga a niveles mínimos y prácticamente constantes durante los últimos siete años, pero las decisiones tomadas por la directiva empresarial y la reordenación del grupo han generado un aumento de las expectativas. Es más que probable que se vea un agudizado movimiento alcista en el momento en que se consoliden los resultados positivos y se rompan niveles de resistencia psicológicos.

Ilustración 1. Cotización histórica en gráfico de líneas



Fuente: Herramientas: SaxoTrader. Estimaciones propias

Ilustración 2. Gráfico de velas diario



Fuente: Herramientas: SaxoTrader. Estimaciones propias

