

Investment Research

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 0.18

closing price as of 16/09/2013

Target price: EUR 0.28

from Target Price: EUR **0.24**

Reuters/Bloomberg

EZEN.MC/EZE SM

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	31,335,350
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	549.90
Price high 12 mth (EUR)	0.20
Price low 12 mth (EUR)	0.12
Abs. perf. 1 mth	7.3%
Abs. perf. 3 mth	37.2%
Abs. perf. 12 mth	9.4%

Market capitalisation (EURm)	91
Current N° of shares (m)	513
Free float	71%

Key financials (EUR)	12/12	12/13e	12/14e
Sales (m)	182	212	332
EBITDA (m)	11	13	24
EBITDA margin	5.8%	6.1%	7.3%
EBIT (m)	9	8	19
EBIT margin	4.9%	3.6%	5.6%
Net Profit (adj.)(m)	(19)	(11)	8
ROCE	14.9%	8.9%	21.0%
Net debt/(cash) (m)	27	28	28
Net Debt Equity	nm	4.0	1.9
Net Debt/EBITDA	2.5	2.2	1.2
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	1.2	1.8	3.4
EV/Sales	0.5	0.6	0.4
EV/EBITDA	8.1	9.4	5.0
EV/EBITDA (adj.)	8.1	9.4	5.0
EV/EBIT	9.5	15.9	6.5
P/E (adj.)	nm	nm	11.6
P/BV	nm	49.2	9.4
OpFCF yield	-45.3%	-37.2%	-1.3%
Dividend yield			
EPS (adj.)	(0.05)	(0.02)	0.02
BVPS	(0.02)	0.00	0.02
DPS			



Shareholders: Management 12%; EBN 5%; Grupo Frías 5%; Junta Andalucía 4%; Premaat 3%;

For company description please see summary table footnote

Reason: Company Newsflow

17 September 2013

Preparado para el despegue...

Tras los resultados del 1S13, las adquisiciones en Chile y en Brasil y la nueva contabilización de Vértice 360° mejoramos nuestras estimaciones elevando nuestro valor teórico un +16% hasta EUR 0.28/acc. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar con un potencial del +65%.

- ✓ **Buen crecimiento de la actividad internacional (>90% del EBITDA):** Ha mostrado en el 1S13 incrementos en ventas del +12% y de EBITDA del +29% mejorando el margen EBITDA en 100 pb. Además la cartera de pedidos se elevó un 55% vs 2012 (+82% vs 1S12) dándonos una mayor confianza y por tanto justificando un incremento de las cifras. Elevamos el EBITDA un +2% en 2013 (mejora de m. EBITDA 60 pb vs 2012), un +7% en 2014 y un +11.5% en 2015.
- ✓ **Las adquisiciones realizadas generan confianza:** Uno de los objetivos que sustentan el plan estratégico son las adquisiciones ya que Ezentis estima que podrían representar en torno al 40% del EBITDA en 2015. Tras las 2 primeras compras (en Brasil EV/EBITDA 2.9x y Chile EV/EBITDA 4.5x), se afianza nuestra confianza en el equipo gestor, dándonos una mayor seguridad en que las nuevas adquisiciones se llevarán a cabo cumpliendo los requisitos establecidos (tal y como se ha hecho en las compras ya realizadas).
- ✓ **Vértice 360°, prácticamente sin impacto:** Ezentis ha contabilizado Vértice 360° como inversión financiera a EUR 0,052/acc. (EUR 4.5 m). Tras este movimiento y la dimisión de Manuel García-Durán y Fernando Gonzalez como presidente y consejero respectivamente no descartamos una posible venta de la participación de Ezentis en Vértice 360° (27.8%). En nuestra valoración contabilizamos Vértice 360° un -50% por debajo del precio contabilizado por Ezentis. En caso de ponerlo a precios de mercado el valor teórico mejoraría entorno a un +6%.
- ✓ **Nuestras cifras por debajo del plan estratégico de la compañía:** A pesar de mejorar estimaciones nuestras cifras continúan estando muy por debajo del plan estratégico de la compañía (-7.5% en ventas15 y -20% en EBITDA 2015). Por lo tanto y a medida que la compañía vaya ejecutando su plan estratégico no descartamos que nuestro valor teórico se pueda incrementar.
- **Realizamos un análisis de hasta donde podría llegar el precio por acción de Ezentis:** Nuestro valor teórico EUR 0.28/acc se vería incrementado un +60% en caso de que se cumpliera el plan estratégico de la compañía alcanzado EUR 0.45/acc. En ambos casos Vértice 360° está valorado un 50% por debajo del contabilizado por Ezentis. Si esta la contabilizamos a precios de mercado el valor teórico mejoraría un +6% hasta EUR 0.47/acc. Y finalmente si Ezentis cobrara el litigio con BNP en su totalidad (lo cual vemos algo complicado) el valor teórico se incrementaría otro 17% hasta EUR 0.56/acc. (lo que daría un potencial superior al 200%).
- **Drivers en los próximos meses: 1)** Con la reestructuración de Telecom España terminada esperamos que haya una mayor visibilidad en los resultados; **2)** nuevas adquisiciones; **3)** mejoras en la estructura accionarial; **4)** posible venta de Vértice 360°; **5)** noticias positivas sobre el litigio con BNP; **6)** nuevos contratos; y **7)** mejoras en el negocio de Tecnología.

Analyst(s): Sergio Ruiz Martin

+34 91 436 7866 sruizma@bankia.com



CONTENTS

Drivers en los próximos trimestres	3
Muchas mejoras en los últimos meses	4
Internacional con fuerte crecimiento	5
Las primeras adquisiciones dan confianza	6
Vértice 360º, sin prácticamente impacto en las cuentas	7
Mejoramos estimaciones	8
Nuestras estimaciones vs Plan estratégico de Ezentis	10
¿Qué pasaría si se cumple el plan estratégico?	11
ESN Recommendation System	18

Drivers en los próximos trimestres

- **Reestructuración de España finalizada:** El nuevo equipo directivo ha terminado por completo las 2 primeras reestructuraciones que se puso como objetivo cuando tomó los mandos de Ezentis. La reestructuración financiera la cual se realizó en 2012 dejando a la empresa con más del 80% de la deuda financiera con vencimiento en 2019 y la reestructuración del negocio de Telecom España que aunque se comenzó en 2012 se ha terminado en el 2T13, con el consiguiente deterioro en los resultados de la compañía. A partir de ahora estos 2 elementos no tendrán impactos negativos en las cifras por lo que mejorarán los resultados a partir del 3T13.
- **Ya han comenzado las adquisiciones:** Uno de los objetivos que sustentan el plan estratégico son las adquisiciones ya que Ezentis estima que podrían representar en torno al 40% del EBITDA en 2015. Tras las 2 primeras compras (en Brasil EV/EBITDA 2.9x y Chile EV/EBITDA 4.5x), se afianza nuestra confianza en el equipo gestor, dándonos una mayor seguridad en que las nuevas adquisiciones se llevarán a cabo cumpliendo los requisitos establecidos en el plan estratégico (tal y como se ha hecho en las compras ya realizadas).
- **Reestructuración accionarial:** Además de en las adquisiciones Ezentis se está centrando en crear un accionariado sólido, y de confianza, ya que el que tiene esta heredado de antiguos equipos gestores. En los últimos meses ya se ha avanzado con la incorporación de Premaat (Previsión Mutua de Aparejadores y Arquitectos) en el accionariado con un 3%, y la reducción de socios no estratégicos (J.Tallada reduciendo su participación por debajo del 3%). Estimamos que esta reestructuración continuará y no descartamos ver noticias positivas en los próximos meses.
- **Vértice 360º, impacto limitado:** Ezentis ha contabilizado su participación en Vértice 360º a EUR 0.052/acc (un 60% por debajo de los precios actuales de mercado), por lo que pensamos que el impacto negativo de esta, a partir de ahora, será limitado. Tras este movimiento y la dimisión de Manuel García-Durán y Fernando Gonzalez como presidente y consejero respectivamente de Vértice 360º, no descartamos una posible venta del paquete que Ezentis presenta en Vértice 360º (27.8%). El valor de la participación de Vértice 360º a los precios contabilizados es de EUR 4.5 m.
- **Litigio con BNP:** Este pensamos que está llegando a su fin y creemos que se solucionará antes de final de 2014. Ya hay sentencia en la que BNP tiene que desembolsar USD 25 m (más intereses, los cuales estimamos en USD 15 m), y lo que el banco francés está intentando es reducir esa cuantía. No descartamos que se consensue una solución. El cobro de la totalidad tendría un impacto en nuestro valor teórico de en torno a EUR 0.10/acc.
- **Estimaciones conservadoras:** Nuestras cifras están muy lejos del plan estratégico que publicó la compañía (-20% EBITDA15), por lo que a medida que se vaya avanzando en el plan estratégico, es posible que tengamos que incrementar nuestras cifras y por tanto nuestro valor teórico.
- **Mayores contratos:** Desde la incorporación del nuevo equipo directivo la cartera de pedidos de Ezentis se ha incrementado un 100% gracias a la buena gestión, a las excelentes relaciones con su principal cliente y a la no exclusividad con su cliente de referencia. No descartamos que consigan más y mayores contratos de los que tenían estimados en el plan estratégico.
- **Solución en tecnología en España:** El negocio de tecnología en España es el que más ha lastrado las cifras en los últimos meses por la fuerte reestructuración que se ha llevado a cabo. Estimamos que alianzas estratégicas, nuevos contratos y las mejoras en costes realizadas en el 1S13 podrían dar un impulso a este negocio lo cual sería muy positivo.

Muchas mejoras en los últimos meses

Ezentis durante 2012 concluyó con éxito una reestructuración financiera con reducción y refinanciación de la deuda. Del mismo modo realizó una redefinición operativa, abandonando actividades no rentables y vendiendo activos no estratégicos, la cual concluyó en el 2T13 con la venta de la última parte del negocio de Telecom en España. En los últimos meses se ha realizado un gran avance en el plan estratégico, fortaleciendo la estructura accionarial y realizando algunas adquisiciones.

- **Venta de Telecom España:** Uno de los objetivos del nuevo equipo directivo cuando entró en Ezentis (finales 2011) fue centrarse en aquellas actividades rentables y desinvertir en aquellas que no fueran estratégicas. Por tanto todo su esfuerzo se basó en consolidar y mejorar la presencia en Latinoamérica (en torno al 90% del negocio actual) e intentar cerrar el negocio de Telecom España. Este último se cerró totalmente en el 2T13 por lo que a partir del 3T13 no tendremos impacto negativo.
- **Mejoras accionariales:** Además de en las adquisiciones una de los temas en los que se está centrando Ezentis es la reestructuración accionarial. La mayoría de accionista de la compañía han sido heredados de antiguos equipos directivos. Durante estos últimos meses Ezentis ha tenido 2 cambios accionariales importantes: **1)** Premaat (Previsión Mutua de Aparejadores y Arquitectos) ha comunicado que ha sobrepasado el 3% de participación en Ezentis; y **2)** Rustraductus, vehículo inversor de Javier Tallada (antiguo presidente de la compañía), comunicó que había reducido su participación por debajo del 3%. Esperamos que la reestructuración accionarial continúe generando buenas noticias para Ezentis. También hay que tener en cuenta que EBN ha convertido sus obligaciones en acciones, y estamos pendientes que comunique la participación definitiva que tiene en Ezentis (estimamos que podría estar entre el 5%/7%).
- **Reestructuración de la deuda:** Ezentis ha reestructurado su deuda en el último mes con el Banco Santander. De la deuda bruta que tiene, EUR 19.4 m, menos de un 20% es con vencimiento a corto plazo (ago14), teniendo el resto un vencimiento marzo19. Estimamos un ratio deuda/EBITDA13 (incluyendo adquisiciones) del 2.2x (Deuda/EBITDA14 1.2x).
- **Adquisiciones:** Uno de los objetivos que sustentan el plan estratégico son las adquisiciones ya que Ezentis estima que podrían representar en torno al 40% del EBITDA en 2015. Ya ha realizado sus 2 primeras compras y estimamos que realizará algunas más antes de final de año. Ezentis ha adquirido: **1)** el 60% de la compañía brasileña Servicios Urbanos SUL por EUR 4.2 m, el ratio EV/EBITDA12 pagado es de 2.9x; y **2)** Ezentis llegó a un acuerdo para la adquisición del 45% de la compañía chilena Consorcio de la que ya posee un 50%. El importe ascendió a USD 8 m. El ratio EV/EBITDA12 de la adquisición es de 4.5x.
- **Vértice 360°:** Se ha contabilizado como inversión financiera a EUR 0,052/acc. (EUR 4.5 m), por lo que el movimiento en la acción es la que tendrá impacto en el P&L y no los resultados.

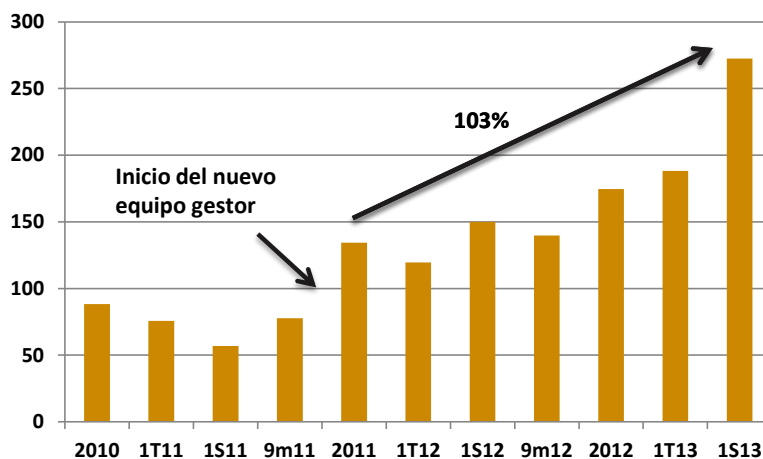
Durante estos últimos meses estimamos que Ezentis ha finalizado la reestructuración de la compañía, ahora empieza (aunque ya lo hizo hace meses) la etapa de construcción. Por tanto en los próximos meses, y una vez concluidas todas las noticias negativas que pudiera haber relacionadas con la reestructuración, veremos solamente noticias positivas: más adquisiciones, nuevos accionistas en la compañía, mayores y mejores contratos, y unos resultados “limpios” de extraordinarios (estos comenzaremos a verlos en el 4T13).

Internacional con fuerte crecimiento

La actividad internacional, focalizada en Latinoamérica (Chile, Argentina, Caribe, Perú y Brasil), es el negocio principal del grupo (más del 90% del EBITDA 1S13). Este se centra en la última milla de telecomunicaciones, energía (principalmente electricidad) y agua.

Como podemos ver en el gráfico siguiente la cartera de pedidos del negocio internacional ha tenido un crecimiento mayor al 100% desde la entrada del nuevo equipo directivo, lo que ha hecho que el ratio cartera/ventas se haya elevado de 1.2x a 2x. Estimamos que esto se ha debido a: **1)** la buena gestión de Ezentis; **2)** las buenas relaciones entre Ezentis y sus clientes ya que se encuentra entre los proveedores principales y le ha ejecutado la última milla durante los últimos 25 años; y **3)** la no exclusividad con su cliente de referencia.

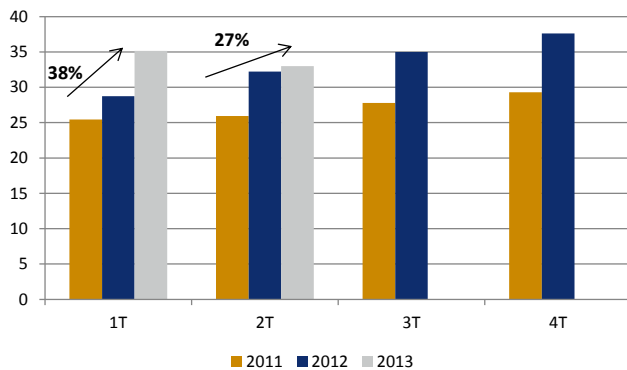
Cartera de pedidos de la actividad internacional



Fuente: Ezentis

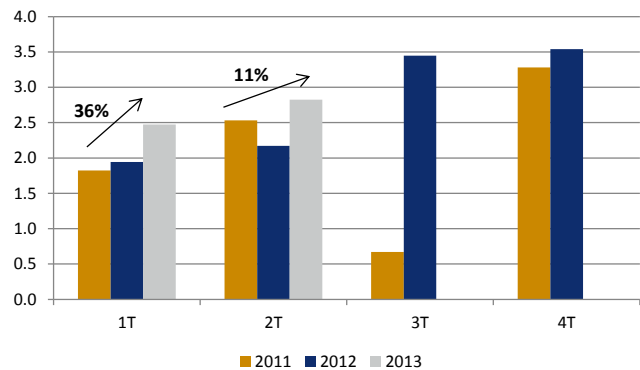
En torno a la mitad de los contratos que presenta Ezentis son contratos bucle (son a más de 2 años) los cuales le dan una solidez a la cartera. Los contratos bucle de Perú y Argentina ya se han renovado hasta finales de 2015 mientras que esperamos que el de Chile se anuncie en los próximos meses. Estimamos que el ratio de cartera/ventas se mantendrá en torno a 2x en los próximos meses, aunque no descartamos la adjudicación de algún contrato de gran tamaño que pudiera elevar este ratio considerablemente.

Evolución de las ventas de la actividad internacional



Fuente: Ezentis

Evolución del EBITDA de la actividad internacional



Fuente: Ezentis

Las primeras adquisiciones dan confianza

Uno de los objetivos que Ezentis publicó en el plan estratégico era el crecimiento vía adquisiciones. En los últimos meses se han realizado 2, Sul en Brasil y Consorcio en Chile (ya poseían el 50%).

SUL: Ezentis adquirió el 60% de la compañía brasileña Servicios Urbanos SUL por EUR 4.2 m, de los que EUR 1.9 m están condicionados al cumplimiento de una serie de objetivos de contratación y facturación en 2014 y 2015. El ratio EV/EBITDA₁₂ pagado es de 2.9x (si no se cumplieran los objetivos citados el ratio sería de EV/EBITDA₁₂ de 1.6x). Sul diversifica el negocio de Ezentis ya que está centrada en el desarrollo, mantenimiento y control de infraestructuras de redes eléctricas en los estados de Rio de Janeiro y Bahía. Su facturación en 2012 fue de EUR 17 m y su EBITDA EUR 1.46 m (margen EBITDA de 8.5%). La cartera de pedidos en 2012 ascendió a EUR 37.7 m lo que equivale a 2.2x ventas.

Consorcio: Ezentis llegó a un acuerdo para la adquisición del 45% de la compañía chilena Consorcio de la que ya poseía un 50%. El importe ha ascendido a USD 8 m. En 2012 tuvo una facturación de EUR 35 m y un EBITDA de EUR 4 m, una deuda/EBITDA de 1.2x y una cartera de EUR 41 m (1.2x ventas). El ratio EV/EBITDA₁₂ de la adquisición es de 4.5x

Ambas adquisiciones cumplen los requisitos que la empresa tiene a la hora de adquirir, es decir, que tengan un margen EBITDA superior a 7.5%, que su ratio deuda/EBITDA se sitúe entre 1x / 2x, y controlar la empresa (es decir comprar más de un 50%). Aunque no dio un objetivo de ratio EV/EBITDA, en nuestro modelo utilizamos 6x, por lo que ambas adquisiciones han sido mucho mejor de lo que teníamos estimado.

EUR m	SUL	Consorcio
Ventas ₁₂	17.2	35
EBITDA ₁₂	1.5	4.0
% margen	8.5%	11.4%
Precio	4.2	6
% adquirido	60.0%	45%
Por objetivos	1.9	
Cash	1.6	6
Acciones	0.7	
Deuda	2.6	4.8
Deuda/EBITDA	1.8	1.2
EV/EBITDA	2.9	4.5
EV 100%	7.0	13.3

Fuente: Ezentis

En el plan estratégico Ezentis comunicó que iba a realizar adquisiciones por un valor entre EUR 20 m y EUR 24 m y que la gran mayoría se iban a realizar antes de finalizar el 2013, por lo que esperamos ver en los próximos meses compras por valor entre EUR 10 m y EUR 14 m. Estas se centrarán en Latinoamérica (principalmente Brasil y Colombia) en los negocios de última milla de telecomunicaciones, energía y agua. Estas 2 adquisiciones, generan una fuerte confianza en el equipo directivo, porque eran las primeras compras que realizaban (lo cual podría generar cierta incertidumbre entre los inversores), y los requisitos de compra eran muy exigentes (los cuales los han cumplido). Por tanto esperamos que el resto de compras se realicen con tanto éxito como las ya acontecidas y tengan un efecto positivo en la compañía.

Vértice 360º, sin prácticamente impacto en las cuentas

Ezentis tiene el 27.8% de Vértice 360º y eso no ha variado desde que el nuevo equipo directivo tomó el control de la compañía. Sin embargo si ha cambiado el posicionamiento de Ezentis en Vértice 360º. En primer lugar se vendió a HIG el negocio de Servicios Audiovisuales (VSA), quedándose Vértice solamente con el negocio de contenidos. El siguiente paso fue contabilizar Vértice 360º a precios de mercado (inversión financiera), por lo que Ezentis se contabilizó una pérdida extraordinaria en los resultados del 1S13 de EUR -11.2 m, y contabilizándola en balance a un valor de EUR 0.052/acc. (EUR 4.5 m) Y por último la dimisión en Vértice 360º de Manuel García-Durán como Presidente del Consejo de Administración y Consejero Delegado y Fernando González Sánchez de su cargo como Consejero (representando a Ezentis). Por tanto el impacto que puede tener Vértice 360º en Ezentis se simplifica a los movimientos del precio por acción teniendo en cuenta como referencia el valor de EUR 0.052/acc. Estimamos que tarde o temprano Ezentis podría vender su participación en Vértice 360º lo que podría tener un impacto positivo en la compañía.

En nuestras estimaciones prevemos un mantenimiento del precio en Vértice 360º de EUR 0.052/acc. en 2013 (lo cual generaría extraordinarios negativos de EUR -11.2 m, ya contabilizados en el 1S13). A partir de 2014 estimamos una caída del precio por acción de Vértice 360º del 50% anualmente lo que generaría extraordinarios negativos de EUR -2.2 m en 2014 y EUR -1.1 m en 2015 e inferiores a partir de 2016. En nuestra valoración incluimos Vértice 360º a un precio de EUR 0.026/acc. (-50% inferior a lo contabilizado por Ezentis y -80% vs precios de mercado de Vértice 360º). Si contabilizamos Vértice 360º a precios de mercado nuestro valor teórico se incrementaría un +6% (por encima de EUR 0.30/acc.).

Valoración de Vértice 360º en nuestras estimaciones

EUR m	2014	2015	2016	2017
Nº accs de Vértice que tiene Ezentis	86.2	86.2	86.2	86.2
Precio Vértice contabilizado por Ezentis	0.052			
Precio Vértice contabilizado por Bankia Bolsa	0.026	0.013	0.007	0.003
Variación precio/acc. de Vértice 360º	-50%	-50%	-50%	-50%
Ganancia/(pérdida)	-2.2	-1.1	-0.6	-0.3

Fuente: Bankia Bolsa

Estimamos que la venta del negocio de VSA y la salida de Manuel García-Durán y Fernando González de Vértice 360º hace prever una posible venta del paquete que Ezentis tiene en Vértice 360º. Vértice 360º comenzó a cotizar en 2007 siendo su precio máximo EUR 1.55/acc. (alcanzado en 2007) y su mínimo en EUR 0.046/acc. (alcanzado en julio13). El precio al que Ezentis tiene contabilizado su participación está muy cercano al mínimo histórico. En la tabla siguiente podemos ver el impacto que tendría en nuestro valor teórico diferentes precios de Vértice 360º. En todos los casos nos mejoraría el valor teórico debido a que lo tenemos contabilizado a EUR 0.026/acc. en nuestro modelo. Si lo contabilizamos a los actuales precios de mercado nuestro valor teórico se incrementaría un +6%, si lo vende a los máximos del 2013 mejoraría más de un +10%, y si lo hace a los mínimos de 2013 solamente lo elevaríamos un +1%. Estimamos que una posible desinversión en Vértice 360º sería muy positiva.

Hipotesis sobre la contabilización de Vértice 360º a diferentes precios

EUR m	Media 2012	Media 2011	Mínimos 2013	Máximos 2013	Precio mercado
Nº accs de Vértice que tiene Ezentis	86.2	86.2	86.2	86.2	86.2
Precio Vértice contabilizado por Ezentis	0.052	0.052	0.052	0.052	0.052
Precio en el periodo	0.1091	0.1978	0.046	0.197	0.130
Variación vs precio contabilizado por Ezentis	110%	280%	-12%	279%	150%
Variación vs precio de mercado	-16%	52%	-65%	52%	0%
Ganancia/(pérdida)	4.9	12.6	-0.5	12.5	6.7
Mejora del valor teórico	5%	10%	1%	10%	6%

Fuente: Bankia Bolsa

Mejoramos estimaciones

Tras los buenos resultados del 1S13, la confianza que nos han generado las adquisiciones y los movimientos realizados en Vértice 360° elevamos nuestras estimaciones tanto de ventas como de EBITDA (+4.7% en 2014 y +14% en 2015) y de B.Netto. Preveemos un CAGR 12/15e de ventas del +28% y de EBITDA del +43% gracias tanto al crecimiento del negocio internacional como mediante adquisiciones (las compras realizadas cubren más del 20% del EBITDA que tenemos estimado para 2014).

Estimaciones financieras

EUR m	2011	2012	2013e	2014e	2015e	CAGR 12/15e
Ventas	187.8	182.0	211.7	332.1	378.8	27.7%
% inc.		-3.0%	16.3%	56.8%	14.1%	
Internacional	139.7	148.1	170.3	204.3	235.0	16.6%
% inc.		6.0%	15.0%	20.0%	15.0%	
Tecnología	48.1	34.0	17.0	15.3	14.5	-24.7%
% inc.		-29.4%	-50.0%	-10.0%	-5.0%	
Adquisiciones			24.4	112.4	129.3	
% inc.				360.0%	15.0%	
EBITDA	9.7	10.6	12.9	24.4	30.6	42.6%
% inc.		9.1%	22.2%	89.3%	25.5%	
% margen	5.2%	5.8%	6.1%	7.3%	8.1%	
Internacional	4.9	12.3	15.2	18.7	21.9	21.1%
% inc.		154.1%	23.3%	22.7%	17.5%	
% margen	3.5%	8.3%	8.9%	9.1%	9.3%	
Tecnología	0.7	3.3	0.8	0.7	0.7	-40.4%
% inc.		369.4%	-74.1%	-11.8%	-6.9%	
% margen	1.5%	9.7%	5.0%	4.9%	4.8%	
Ajustes	2.8	-5.1	-5.0	-4.0	-3.0	-16.0%
% inc.		-281.6%	-1.4%	-20.0%	-25.0%	
Adquisiciones			1.8	9.0	11.0	
% inc.				390.7%	22.2%	
% margen			7.5%	8.0%	8.5%	

Fuente: Bankia Bolsa

En la actividad internacional (peso superior al 90% del EBITDA) el fuerte crecimiento que está presentando hace que mejoremos las ventas un +4.3% en 2014 y un +9.1% en 2015 (manteniendo las de 2013), y el EBITDA +2.3% en 2013, +6.7% en 2014 y +11.5% en 2015. Esto genera un incremento en el margen EBITDA de 60 pb (2013), 20 pb (2014) y 20 pb (2015). Hay que tener en cuenta que en el 1S13 publicó una mejora de margen EBITDA de 100 pb vs 1S12 con un crecimiento del EBITDA del +29%.

En la actividad tecnológica disminuimos nuestras estimaciones tanto en ventas como en EBITDA por la reducción del negocio en España y esperamos que nuevos contratos o alianzas estratégicas nos hagan mejorar nuestras cifras en un futuro.

Otros ajustes que hemos realizado han sido: **1)** una mejor evolución de las ventas de las adquisiciones en 2015. Sin embargo mantenemos el margen EBITDA en 8% en 2014 y 8.5% en 2015 (110 pb y 80 pb por debajo de la actividad internacional) y **2)** reducimos el apartado de ajustes ya que este se ve incrementado en 2013 por los gastos que acarrearán las adquisiciones, las cuales se minimizarán en 2014 y 2015.

Variación de las est. antiguas vs est. nuevas

EUR m	2013e	2014e	2015e
Ventas	-3.9%	0.3%	5.0%
Internacional	0.0%	4.3%	9.1%
Tecnología	-33.3%	-33.3%	-33.3%
Adquisiciones	0.0%	0.0%	4.5%
EBITDA	-6.2%	4.7%	13.9%
Internacional	2.3%	6.7%	11.5%
Tecnología	-58.3%	-58.6%	-59.0%
Ajustes	0.0%	-20.0%	-40.0%
Adquisiciones	0.0%	0.0%	4.5%

Fuente: Bankia Bolsa

También realizamos algunos ajustes de la consolidación de Vértice 360°, introduciendo los extraordinarios negativos en 2013 de EUR -11 m, y contabilizando EUR -2.2 m, EUR -1.1 m en 2014 y 2015 por una estimación de reducción del precio de Vértice 360° del 50% anual (anteriormente teníamos contabilizado EUR -5 m anuales). También eliminamos los impuestos que teníamos contabilizados, ya que la compañía tiene créditos fiscales por EUR 140 m generados por pérdidas históricas de la compañía. Estos movimientos, junto con un ajuste de minoritarios (por la compra de Consorcio Chile) hacen que variemos el resultado neto del 2013 de EUR -5.6 m a EUR -11.1 m, en 2014 de EUR 0.9 m a EUR 7.8 m, y en 2015 de EUR 2.8 m a EUR 14 m. Por tanto una mayor generación de cash flow hace que nuestra estimación de deuda neta se reduzca en torno al 20% en próximos años.

Variación de las estimaciones

EUR m	Estimaciones antiguas			Estimaciones nuevas		
	2013e	2014e	2015e	2013e	2014e	2015e
Vertice 360°	-5.0	-5.0	-5.0	-11.2	-2.2	-1.1
Impuestos	0.0	-1.5	-2.4	0.0	0.0	0.0
Rdos Neto	-5.6	0.9	2.8	-11.1	7.9	14.1
Deuda Neta	34.8	35.8	33.0	27.8	28.2	23.0

Fuente: Bankia Bolsa

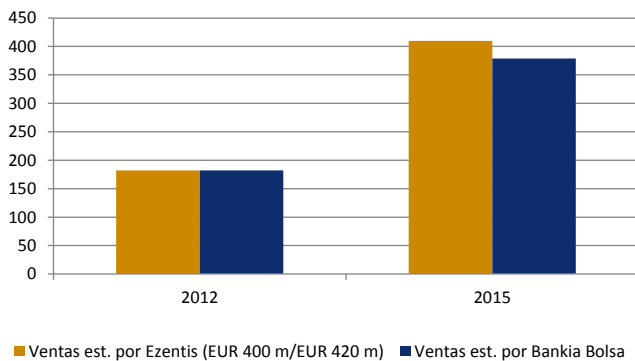
Estimamos Ezentis tendrá deuda/EBITDA inferior a 1x en 2015, después de realizar las adquisiciones y de pagar las deudas pendientes con administraciones públicas (EUR 7 m en 2014 y EUR 6 m en 2015). El 80% de la deuda de Ezentis tiene vencimiento 2019 (reestructurada hace pocos meses). Esto es posible gracias a la elevada generación de caja en 2014 (EUR 16 m) y 2015 (EUR 22 m), lo que implica un FCF yield 2014 entre el 15% y el 20%.

En nuestras nuevas estimaciones seguimos incluyendo más adquisiciones en los próximos meses, un fuerte crecimiento del área internacional, una mejora de la cartera de pedidos y una mala evolución del negocio de tecnología en España. Además somos conservadores en nuestras estimaciones de Vértice 360°, en donde una valoración a precios de mercado mejoraría nuestro valor teórico un +6%. Esta mejora de estimaciones hace que incrementemos nuestro valor teórico un +16% hasta EUR 0.28/acc. y reiteremos nuestra recomendación de Comprar.

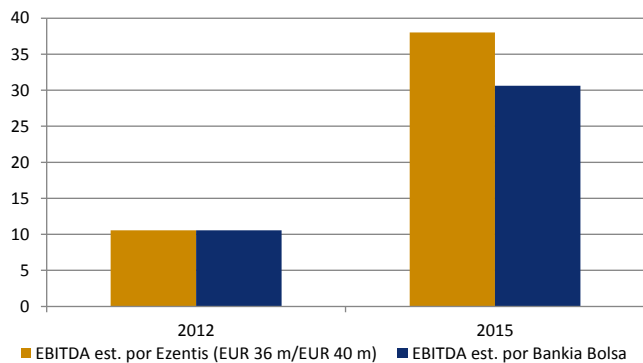
Nuestras estimaciones vs Plan estratégico de Ezentis

A pesar de nuestra mejora de estimaciones nuestras cifras continúan estando muy por debajo del plan estratégico de la compañía (-7.5% en ventas15 y -20% en EBITDA 2015). Por lo tanto y a medida que la compañía vaya ejecutando su plan estratégico no descartamos que nuestro valor teórico se pueda incrementar.

Estimación de ventas



Estimación de EBITDA



Fuente: Ezentis, Bankia Bolsa

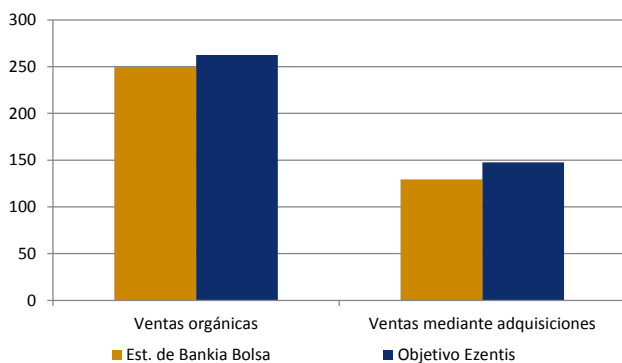
Fuente: Ezentis, Bankia Bolsa

Los objetivos de Ezentis para 2015 son ventas entre EUR 400 m y EUR 420 m (para los gráficos siguientes utilizamos EUR 410 m), y de EBITDA entre EUR 36 m y EUR 40 m (utilizamos EUR 38 m). La compañía estima que de sus objetivos un 36% de las ventas y un 38% del EBITDA estarán generados por los nuevos países. Nuestras estimaciones se sitúan por debajo del plan estratégico de Ezentis en un -7.5% en ventas15 y un -20% en EBITDA15, principalmente debido a nuestra desviación en las cifras de las adquisiciones.

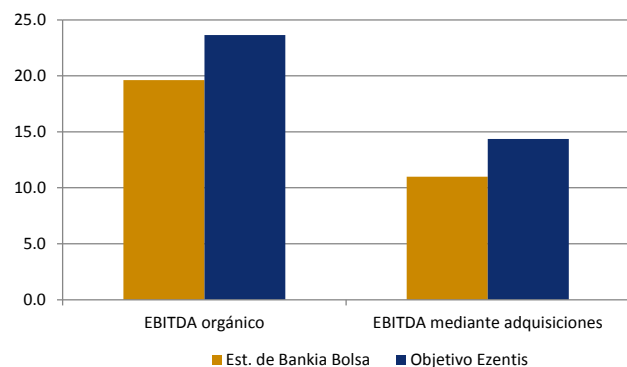
Crecimiento orgánico: Nuestras cifras se desvían un -4.9% en ventas15 y un -17% en EBITDA15. Pensamos que existe un fuerte crecimiento en Latinoamérica y que este se va a cumplir aunque diferimos con la compañía en los márgenes que se pueden alcanzar.

Adquisiciones: Nuestras cifras se desvían un -12.4% en ventas15 y un -23.5% en EBITDA15. A pesar de las 2 buenas adquisiciones que ha realizado, esperamos al resto de las compras para poder ir ajustando esta cifra.

Objetivos de ventas 2015 de Ezentis vs estimaciones Bankia Bolsa



Objetivos de EBITDA 2015 de Ezentis vs estimaciones Bankia Bolsa



Fuente: Ezentis, Bankia Bolsa

Fuente: Ezentis, Bankia Bolsa

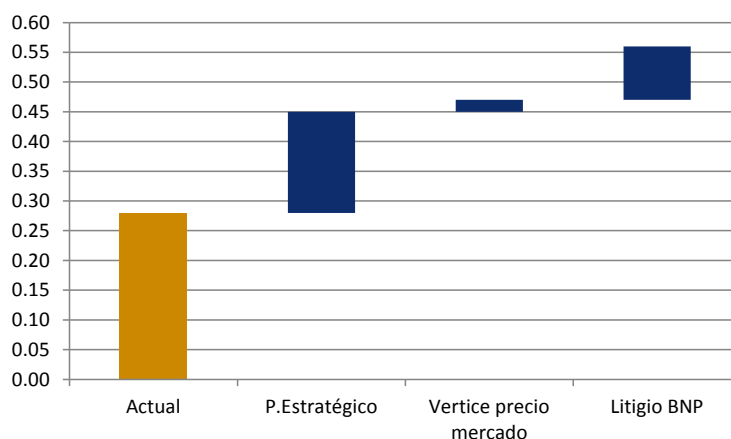
¿Qué pasaría si se cumple el plan estratégico?

Nuestras estimaciones son conservadoras y pensamos que podrían ir mejorando a medida que se vayan cumpliendo las cifras que Ezentis tiene estimadas en su plan estratégico. **¿Qué es lo que puede mejorar en nuestras estimaciones?** **1)** un crecimiento orgánico por encima de lo que estamos estimando; **2)** que las adquisiciones presenten unas cifras mejor de lo que preveemos; **3)** una buena evolución del precio de Vértice 360°, nosotros como hemos comentado anteriormente lo tenemos valorado a un -50% del precio contabilizado por Ezentis. Una posible venta de Vértice 360° sería una noticia muy positiva; **4)** Litigio con BNP: Ezentis ganó en 2013 un litigio con BNP que se remonta a 2003. En un primer lugar BNP tendría que abonar USD 25 m (cerca de EUR 20 m) más intereses (estimamos que podrían rondar los USD 15 m); y **5)** una mayor adjudicación de contratos no estimados en el plan estratégico.

En el gráfico siguiente se puede observar la evolución del valor teórico si se cumpliera lo comentado anteriormente.

- Nuestro **valor teórico es de EUR 0.28/acc**
- Nuestro valor teórico se vería incrementado un +60% **en caso de que se cumpliera el plan estratégico de la compañía** alcanzado **EUR 0.45/acc**. En ambos casos Vértice 360° está valorado un 50% por debajo de lo contabilizado por Ezentis
- **Si valoramos Vértice 360° a precios de mercado** el valor teórico mejoraría un +6% hasta **EUR 0.47/acc**.
- Y finalmente **si Ezentis cobrara el litigio con BNP** en su totalidad (lo cual vemos algo complicado) el valor teórico se incrementaría otro +19% hasta **EUR 0.56/acc**. (lo que daría un potencial superior al 200%)

Hipótesis de valor teórico (EUR/acc.)



Fuente: Bankia Bolsa

¿Cómo está el litigio con BNP? Ezentis ganó en 2013 un litigio con BNP que se remonta a 2003. En un primer lugar BNP tendría que abonar USD 25 m (cerca de EUR 20 m) más intereses (estimamos que podrían rondar los USD 15 m). Sin embargo BNP pretende utilizar todos los procesos judiciales posibles para poder reducir esa cantidad (ya hay sentencia de que tiene que pagar). La última vista (en la cual BNP intentaba reducir la cuantía) se ha realizado en agosto y esperamos la sentencia en octubre o noviembre. En caso de que Ezentis cobrara la totalidad, es decir, en torno a EUR 30 m (Ezentis tiene una capitalización de EUR 90 m), estimamos que esto podría aportar alrededor de EUR 0.10/acc a nuestro valor teórico.



Ezentis: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
Sales		282	188	182	212	332
Cost of Sales & Operating Costs		-291	-178	-171	-199	-308
Non Recurrent Expenses/Income		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA		-9.2	9.7	10.6	12.9	24.4
EBITDA (adj.)*		-9.2	9.7	10.6	12.9	24.4
Depreciation		-2.3	-1.9	-3.0	-5.2	-5.8
EBITA		-11.5	7.8	7.6	7.6	18.6
EBITA (adj)*		-11.5	7.8	7.6	7.6	18.6
Amortisations and Write Downs		0.0	-1.3	1.4	0.0	0.0
EBIT		-11.5	6.5	9.0	7.6	18.6
EBIT (adj.)*		-11.5	6.5	9.0	7.6	18.6
Net Financial Interest		-8.0	-13.8	-8.7	-7.2	-7.2
Other Financials		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items		0.2	0.0	-16.5	-11.2	-2.2
Earnings Before Tax (EBT)		-19.3	-7.4	-16.2	-10.8	9.2
Tax		-116	-1.3	-1.2	0.0	0.0
<i>Tax rate</i>		<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
Discontinued Operations		0.0	-31.0	-0.9	0.0	0.0
Minorities		-0.3	-0.7	-1.2	-0.3	-1.4
Net Profit (reported)		-135	-9.4	-18.6	-11.1	7.9
Net Profit (adj.)		-135	-40.4	-19.4	-11.1	7.9
CASH FLOW (EURm)	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
Cash Flow from Operations before change in NWC		-133	-5.5	-15.8	-5.5	15.0
Change in Net Working Capital		15.1	4.5	-4.7	-12.9	-12.7
Cash Flow from Operations		-118	-1.0	-20.5	-18.4	2.3
Capex		-36.6	28.2	-4.4	-15.4	-3.5
Net Financial Investments		53.6	53.1	12.8	11.2	2.2
Free Cash Flow		-101	80.3	-12.0	-22.6	1.0
Dividends		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)			-25.1	18.5	21.5	-1.4
Change in Net Debt			55.2	6.5	-1.0	-0.3
NOPLAT		-80.5	7.6	9.6	7.6	18.6
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
Net Tangible Assets		40.3	10.2	11.6	21.7	19.4
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)		95.0	30.6	32.4	32.4	32.4
Net Financial Assets & Other		50.0	30.2	34.0	34.0	34.0
Total Fixed Assets		185	71.0	77.9	88.1	85.8
Inventories		11.6	4.0	4.6	5.4	8.4
Trade receivables		146	57.7	39.6	46.1	72.3
Other current assets		69.8	37.1	19.0	8.1	6.9
Cash (-)		-29.4	-6.8	-7.0	-6.0	-5.6
Total Current Assets		256	106	70.3	65.5	93.3
Total Assets		442	177	148	154	179
Shareholders Equity		33.6	5.1	-9.0	1.8	9.7
Minority	1.6	1.9	2.5	3.7	5.1	5.1
Total Equity		35.6	7.6	-5.3	6.9	14.8
Long term interest bearing debt		69.0	16.0	17.0	17.0	17.0
Provisions		42.2	39.0	33.7	33.7	33.7
Other long term liabilities		6.7	4.0	23.4	21.9	21.9
Total Long Term Liabilities		118	59.0	74.1	72.6	72.6
Short term interest bearing debt		48.9	24.2	16.8	16.8	16.8
Trade payables		88.1	39.4	23.8	20.1	44.0
Other current liabilities		151	46.3	38.8	37.1	30.9
Total Current Liabilities		288	110	79.5	74.0	91.7
Total Liabilities and Shareholders' Equity		442	177	148	154	179
Net Capital Employed		173	83.9	78.6	90.4	98.6
Net Working Capital		69.0	22.2	20.5	31.3	36.7
GROWTH & MARGINS	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
<i>Sales growth</i>			-33.5%	-3.0%	16.3%	56.8%
EBITDA (adj.)* growth			<i>n.m.</i>	9.1%	22.2%	89.3%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>			<i>n.m.</i>	-2.9%	1.1%	143.9%
<i>EBIT (adj.)* growth</i>			<i>n.m.</i>	39.2%	-15.0%	143.9%



Ezentis: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
Net Profit growth			n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
EPS adj. growth			n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin		n.m.	5.2%	5.8%	6.1%	7.3%
EBITA (adj)* margin		-4.1%	4.1%	4.2%	3.6%	5.6%
EBIT (adj)* margin		n.m.	3.4%	4.9%	3.6%	5.6%
RATIOS	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
Net Debt/Equity		2.5	4.4	n.m.	4.0	1.9
Net Debt/EBITDA		-9.6	3.4	2.5	2.2	1.2
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)		n.m.	0.7	1.2	1.8	3.4
Capex/D&A		1608.9%	-876.5%	279.9%	292.7%	60.8%
Capex/Sales		13.0%	-15.0%	2.4%	7.3%	1.1%
NWC/Sales		24.5%	11.8%	11.2%	14.8%	11.1%
ROE (average)			-208.4%	1002.5%	311.5%	136.0%
ROCE (adj.)		-39.4%	12.1%	14.9%	8.9%	21.0%
WACC	10.6%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
ROCE (adj.)/WACC		-3.2	1.0	1.2	0.7	1.7
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
Average diluted number of shares		317.4	336.9	365.9	513.4	513.4
EPS (reported)		-0.43	-0.03	-0.05	-0.02	0.02
EPS (adj.)		-0.43	-0.12	-0.05	-0.02	0.02
BVPS		0.11	0.02	-0.02	0.00	0.02
DPS						
VALUATION	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
EV/Sales		0.8	0.6	0.5	0.6	0.4
EV/EBITDA		n.m.	12.4	8.1	9.4	5.0
EV/EBITDA (adj.)*		n.m.	12.4	8.1	9.4	5.0
EV/EBITA		-20.0	15.4	11.3	15.9	6.5
EV/EBITA (adj.)*		-20.0	15.4	11.3	15.9	6.5
EV/EBIT		n.m.	18.6	9.5	15.9	6.5
EV/EBIT (adj.)*		n.m.	18.6	9.5	15.9	6.5
P/E (adj.)		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	11.6
P/BV		4.1	16.5	n.m.	49.2	9.4
Total Yield Ratio		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE		1.1	1.9	1.3	1.4	1.4
OpFCF yield		-111%	32.3%	-45.3%	-37.2%	-1.3%
OpFCF/EV		-67.1%	22.6%	-29.1%	-27.8%	-1.0%
Payout ratio						
Dividend yield (gross)						
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012	12/2013e	12/2014e
Price** (EUR)	0.70	0.44	0.25	0.15	0.18	0.18
Outstanding number of shares for main stock	0.0	317.4	336.9	365.9	513.4	513.4
Total Market Cap	0	139	84	55	91	91
Net Debt		88	33	27	28	28
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>		-29	-7	-7	-6	-6
<i>o/w Gross Debt (+)</i>		118	40	34	34	34
Other EV components		2	3	4	3	3
Enterprise Value (EV adj.)		230	120	85	122	122

Source: Company, Bankia Bolsa estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT -/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

Sector: Materials, Construction & Infrastructure/Construction

Company Description: Ezentis is organized into two business areas: IT solutions for Information and Communications, and telecommunications solutions. Additionally having a stake in Vértice 360 °, audiovisual services company

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Bank Of Cyprus	IBG	Tubacex	BBO	Ackermans & Van Haaren	BDG	Nestle	SNS
Aviation Latecoere	CIC	Bankinter	BBO	Upm-Kymmene	POH	Azimut	BAK	Nutreco	SNS
Bae Systems Plc	CIC	Bbva	BBO	Biotechnology	Mem(*)	Banca Generali	BAK	Olvi	POH
Dassault Aviation	CIC	Bcp	CBI	4Sc	EQB	Banca Ifis	BAK	Parmalat	BAK
Eads	CIC	Bes	CBI	Bioalliance Pharma	CIC	Bb Biotech	EQB	Pernod-Ricard	CIC
Finmeccanica	BAK	Bnp Paribas	CIC	Epigenomics Ag	EQB	Binckbank	SNS	Raisio	POH
Lisi	CIC	Boursorama	CIC	Metabolic Explorer	CIC	Bois Sauvage	BDG	Remy Cointreau	CIC
Mtu	EQB	Bper	BAK	Neovacs	CIC	Bolsas Y Mercados Espanoles	BBO	Sipef	BDG
Rheinmetall	EQB	Bpi	CBI	Transgene	CIC	Capman	POH	Ter Beke	BDG
Rolls Royce	CIC	Commerzbank	EQB	Willex	EQB	Cir	BAK	Unilever	SNS
Safran	CIC	Credem	BAK	Zeltia	BBO	Comdirect	EQB	Vidrala	BBO
Thales	CIC	Credit Agricole Sa	CIC	Chemicals	Mem(*)	Corp. Financiera Alba	BBO	Vilmorin	CIC
Zodiac	CIC	Creval	BAK	Air Liquide	CIC	Dab Bank	EQB	Viscofan	BBO
Airlines	Mem(*)	Deutsche Bank	EQB	Akzo Nobel	SNS	Deutsche Boerse	EQB	Vranken Pommery Monopole	CIC
Air France Klm	CIC	Dexia	BDG	Basf	EQB	Deutsche Forfait	EQB	Wessanen	SNS
Finnair	POH	Efg Eurobank Ergasias	IBG	Dsm	SNS	Financiere De Tubize	BDG	Food & Drug Retailers	Mem(*)
Lufthansa	EQB	Garanti Bank	IBG	Floridienne	BDG	Gbl	BDG	Ahold	SNS
Automobiles & Parts	Mem(*)	Halkbank	IBG	Fuchs Petro lub	EQB	Gimv	BDG	Bim	IBG
Auto liv	CIC	Ing Group	SNS	Henkel	EQB	Grenkeleasing Ag	EQB	Carrefour	CIC
Bmw	EQB	Intesa Sanpaolo	BAK	Holland Colours	SNS	Hellenic Exchanges	IBG	Casino Guichard-Perrachon	CIC
Brembo	BAK	Kbc Group	BDG	K+S Ag	EQB	Kbc Ancora	BDG	Colruyt	BDG
Continental	EQB	Mediobanca	BAK	Kemira	POH	Luxempart	BDG	Delhaize	BDG
Daimler Ag	EQB	National Bank Of Greece	IBG	Lanxess	EQB	Mlp	EQB	Dia	BBO
ErlingKlinger	EQB	Natixis	CIC	Linde	EQB	Patrizia Ag	EQB	Jerónimo Martins	CBI
Faurecia	CIC	Nordea	POH	Nanogate Ag	EQB	Food & Beverage	Mem(*)	Kesko	POH
Fiat	BAK	Piraeus Bank	IBG	Recticel	BDG	Acomo	SNS	Marr	BAK
Landi Renzo	BAK	Postbank	EQB	Solvay	BDG	Anheuser-Busch Inbev	BDG	Rallye	CIC
Leoni	EQB	Societe Generale	CIC	Symrise Ag	EQB	Atria	POH	Sligro	SNS
Michelin	CIC	Ubi Banca	BAK	Tessenderlo	BDG	Baron De Ley	BBO	Sonae	CBI
Nokian Tyres	POH	Unicredit	BAK	Tikkurila	POH	Baywa	EQB		
Piaggio	BAK	Yapi Kredi Bank	IBG	Umicore	BDG	Berentzen	EQB		
Pirelli & C.	BAK	Basic Resources	Mem(*)	Wacker Chemie	EQB	Bonduelle	CIC		
Plastic Omnium	CIC	Acerinox	BBO	Electronic & Electrical Equi	Mem(*)	Campari	BAK		
Plastivaloire	CIC	Altri	CBI	Agfa-Gevaert	BDG	Campofrio	BBO		
Porsche	EQB	Arcelormittal	BBO	Alstom	CIC	Coca Cola Hbc Ag	IBG		
Psa Peugeot Citroen	CIC	Crown Van Gelder	SNS	Areva	CIC	Csm	SNS		
Renault	CIC	Ence	BBO	Barco	BDG	Danone	CIC		
Sogefi	BAK	Europac	BBO	Euro micron Ag	EQB	De Master Blenders 1753	SNS		
Stern Groep	SNS	Inapa	CBI	Evs	BDG	Ebro Foods	BBO		
Valeo	CIC	Metka	IBG	Gemalto	CIC	Enervit	BAK		
Volkswagen	EQB	Metsä Board	POH	Ingenico	CIC	Fleury Michon	CIC		
Banks	Mem(*)	Mytilineos	IBG	Kontron	EQB	Forfarmers	SNS		
Aareal Bank	EQB	Nyrstar	BDG	Legrand	CIC	Greenyard Foods	BDG		
Akbank	IBG	Outokumpu	POH	Mobotix Ag	EQB	Heineken	SNS		
Aktia	POH	Portugal	CBI	Neways Electronics	SNS	Hkscan	POH		
Alpha Bank	IBG	Rautaruukki	POH	Nexans	CIC	Ktg Agrar	EQB		
Banca Carige	BAK	Salzgitter	EQB	Pkc Group	POH	Lanson-Bcc	CIC		
Banca Mps	BAK	Semapa	CBI	Rexel	CIC	Laurent Perrier	CIC		
Banco Popolare	BAK	Stora Enso	POH	Schneider Electric Sa	CIC	Ldc	CIC		
Banco Popular	BBO	Surteco	EQB	Vacon	POH	Lotus Bakeries	BDG		
Banco Sabadell	BBO	Talvivaara Mining Co Plc	POH	Vaisala	POH	Natra	BBO		
Banco Santander	BBO	Thyssenkrupp	EQB	Financial Services	Mem(*)	Naturex	CIC		

General Industrials	Mem(*)	Fresenius Medical Care	EQB	Duro Felguera	BBO	Fondiarria Sai	BAK	Srv	POH
Aalberts	SNS	Gerresheimer Ag	EQB	Emak	BAK	Generali	BAK	Thermador Groupe	CIC
Accell Group	SNS	Grifols Sa	BBO	Exel Composites	POH	Hannover Re	EQB	Titan Cement	IBG
Advanced Vision Technology	EQB	Korian	CIC	Faiveley	CIC	Mapfre Sa	BBO	Trevi	BAK
Ahlstrom	POH	Laboratorios Rovi	BBO	Fiat Industrial	BAK	Mediolanum	BAK	Uponor	POH
Analytik Jena	EQB	Medica	CIC	Gea Group	EQB	Milano Assicurazioni	BAK	Uzin Utz	EQB
Arcadis	SNS	Merck	EQB	Gesco	EQB	Munich Re	EQB	Vbh Holding	EQB
Aspo	POH	Natraceutical Sa	BBO	Gildemeister	EQB	Sampo	POH	Vicat	CIC
Azkoyen	BBO	Novartis	CIC	Haulotte Group	CIC	Talanx Group	EQB	Vinci	CIC
Bekaert	BDG	Oriola-Kd	POH	Heidelberger Druck	EQB	Unipol	BAK	Yit	POH
Evolis	CIC	Orion	POH	Ima	BAK	Zurich Financial Services	BAK		
Frigoglass	IBG	Orpea	CIC	Interpump	BAK	Materials, Construction & Mem(*)			
Huhtamäki	POH	Recordati	BAK	Khd Humboldt Wedag Internatio	EQB	Abertis	BBO		
Kendrion	SNS	Rhoen-Klinikum	EQB	Kone	POH	Acs	BBO		
Martifer Sgps Sa	CBI	Roche	CIC	Konecranes	POH	Adp	CIC		
Mifa	EQB	Sanofi	CIC	Krones Ag	EQB	Astaldi	BAK		
Nedap	SNS	Sorin	BAK	Kuka	EQB	Atlantia	BAK		
Neopost	CIC	Stallergènes	CIC	Man	EQB	Ballast Nedam	SNS		
Pöyry	POH	Ucb	BDG	Manitou	CIC	Billfinger Se	EQB		
Prelios	BAK	Hotels, Travel & Tourism Mem(*)	Max Automation Ag	EQB	Boskalis Westminster	SNS			
Resilux	BDG	Accor	CIC	Metso	POH	Buzzi Unicem	BAK		
Saf-Holland	EQB	Autogrill	BAK	Outotec	POH	Caverion	POH		
Saft	CIC	Beneteau	CIC	Pfeiffer Vacuum	EQB	Cfe	BDG		
Skw Stahl	EQB	Compagnie Des Alpes	CIC	Ponsse	POH	Ciments Français	CIC		
Tessi	CIC	Gtech	BAK	Prima Industrie	BAK	Cramo	POH		
Tkh Group	SNS	I Grandi Viaggi	BAK	Prysmian	BAK	Deceuninck	BDG		
Wendel	CIC	Ibersol	CBI	Reesink	SNS	Eiffage	CIC		
General Retailers	Mem(*)	Intralot	IBG	Sabaf	BAK	Ellaktor	IBG		
Beter Bed Holding	SNS	Melia Hotels International	BBO	Schuler Ag	EQB	Ezentis	BBO		
D'leteren	BDG	Nh Hoteles	BBO	Singulus Technologies	EQB	Fcc	BBO		
Douglas Holding	EQB	Opap	IBG	Smt Scharf Ag	EQB	Ferrovial	BBO		
Fielmann	EQB	Sonae Capital	CBI	Ten Cate	SNS	Fraport	EQB		
Folli Follie Group	IBG	Trigano	CIC	Vossloh	EQB	Gek Terna	IBG		
Fourlis Holdings	IBG	Tui	EQB	Wärtsilä	POH	Grontmij	SNS		
Inditex	BBO	Household Goods	Mem(*)	Zardoya Otis	BBO	Grupo San Jose	BBO		
Jumbo	IBG	Bic	CIC	Industrial Transportation Mem(*)	Heijmans	SNS			
Macintosh	SNS	De Longhi	BAK	Bollere	CIC	Hochtief	EQB		
Rapala	POH	Elica	BAK	Bpost	BDG	Holcim Ltd	CIC		
Stockmann	POH	Indesit	BAK	Caf	BBO	Imerys	CIC		
Healthcare	Mem(*)	Seb Sa	CIC	Deutsche Post	EQB	Impregilo	BAK		
Ab-Biotics	BBO	Industrial Engineering Mem(*)	Gemina	BAK	Italcementi	BAK			
Almirall	BBO	Accsys Technologies	SNS	Hes Beheer	SNS	Lafarge	CIC		
Amplifon	BAK	Aixtron	EQB	Hhla	EQB	Lemminkäinen	POH		
Arseus	BDG	Ansaldo Sts	BAK	Logwin	EQB	Maire Tecnimont	BAK		
Bayer	EQB	Bauer Ag	EQB	Postnl	SNS	Mota Engil	CBI		
Biomerieux	CIC	Biesse	BAK	Tnt Express	SNS	Obrascon Huarte Lain	BBO		
Biotest	EQB	Cargotec Corp	POH	Insurance Mem(*)	Ramirent	POH			
Celesio	EQB	Cfao	CIC	Aegon	SNS	Royal Bam Group	SNS		
Diasorin	BAK	Danieli	BAK	Ageas	BDG	Sacyr	BBO		
Drägerwerk	EQB	Datalogic	BAK	Allianz	EQB	Saint Gobain	CIC		
Faes Farma	BBO	Delclima	BAK	Axa	CIC	Sias	BAK		
Fresenius	EQB	Deutz Ag	EQB	Delta Lloyd	SNS	Sonae Industria	CBI		

Media	Mem(*)	Fugro	SNS	Vib Vermoegen	EQB	Rib Software	EQB	Zon Optimus	CBI
Ad Pepper	EQB	Saipem	BAK	Wdp	BDG	Seven Principles Ag	EQB	Utilities	Mem(*)
Alma Media	POH	Technip	CIC	Renewable Energy	Mem(*)	Tie Kinetix	SNS	A2A	BAK
Atresmedia	BBO	Tecnicas Reunidas	BBO	Abengoa	BBO	Tieto	POH	Acciona	BBO
Brill	SNS	Tenaris	BAK	Biopetrol Industries	EQB	Tomtom	SNS	Acea	BAK
Cofina	CBI	Vallourec	CIC	Daldrup & Soehne	EQB	Unit4	SNS	Albioma	CIC
Editoriale L'Espresso	BAK	Vopak	SNS	Deutsche Biogas	EQB	Winco r Nixdorf	EQB	E.On	EQB
GI Events	CIC	Personal Goods	Mem(*)	Enel Green Power	BAK	Support Services	Mem(*)	Edp	CBI
Havas	CIC	Adidas	EQB	Gamesa	BBO	Batenburg	SNS	Edp Renováveis	CBI
Impresa	CBI	Adler Modemaerkte	EQB	Phoenix Solar	EQB	Brunel	SNS	Elia	BDG
Ipsos	CIC	Amer Sports	POH	Sma Solar Technology	EQB	Bureau Veritas S.A.	CIC	Enagas	BBO
Jdcecaux	CIC	Basic Net	BAK	Solar-Fabrik	EQB	Dpa	SNS	Endesa	BBO
Kinopolis	BDG	Beiersdorf	EQB	Solarworld	EQB	Edenred	CIC	Enel	BAK
Lagardere	CIC	Geox	BAK	Solutronic	EQB	Ei Towers	BAK	Falck Renewables	BAK
M6-Metropole Television	CIC	Gerry Weber	EQB	Sunways	EQB	Fiera Milano	BAK	Fluxys	BDG
Mediaset	BAK	Hugo Boss	EQB	Semiconductors	Mem(*)	Imtech	SNS	Fortum	POH
Mediaset Espana	BBO	Kering	CIC	Asm International	SNS	Lassila & Tikanoja	POH	Gas Natural Fenosa	BBO
Nextradiotv	CIC	Loewe	EQB	Asml	SNS	Prosegur	BBO	Gdf Suez	CIC
Nostrum	BBO	Luxottica	BAK	Besi	SNS	Randstad	SNS	Hera	BAK
Nij Group	CIC	Marimekko	POH	Okmetic	POH	Usg People	SNS	Iberdrola	BBO
Publicis	CIC	Medion	EQB	Roodmicrotec	SNS	Telecom Equipment	Mem(*)	Iren	BAK
Rcs Mediagroup	BAK	Puma	EQB	Stmicroelectronics	BAK	Alcatel-Lucent	CIC	Public Power Corp	IBG
Reed Elsevier N.V.	SNS	Safilo	BAK	Suess Microtec	EQB	Ericsson	POH	Red Electrica De Espana	BBO
Roularta	BDG	Salvatore Ferragamo	BAK	Software & Computer Ser	Mem(*)	Gigaset	EQB	Ren	CBI
Rtl Group	BDG	Sarantis	IBG	Affecto	POH	Nokia	POH	Rwe	EQB
Sanoma	POH	Tod'S	BAK	Akka Technologies	CIC	Teleste	POH	Snam	BAK
Solocal Group	CIC	Van De Velde	BDG	Amadeus	BBO	Telecommunications	Mem(*)	Terna	BAK
Spir Communication	CIC	Zucchi	BAK	Atos	CIC	Acotel	BAK		
Talentum	POH	Real Estate	Mem(*)	Basware	POH	Belgacom	BDG		
Telegraaf Media Groep	SNS	Aedifica	BDG	Beta Systems Software	EQB	Bouygues	CIC		
Teleperformance	CIC	Ascencio	BDG	Bull	CIC	Deutsche Telekom	EQB		
Tf1	CIC	Atenor	BDG	Cegid	CIC	Elisa	POH		
Ti Media	BAK	Banimmo	BDG	Cenit	EQB	Eutelsat Communications Sa	CIC		
Ubisoft	CIC	Befimmo	BDG	Comptel	POH	Freenet	EQB		
Vivendi	CIC	Beni Stabili	BAK	Digia	POH	Gowex	BBO		
Wolters Kluwer	SNS	Citycon	POH	Docdata	SNS	Iliad	CIC		
Oil & Gas Producers	Mem(*)	Cofinimmo	BDG	Ekinops	CIC	Jazztel	BBO		
Eni	BAK	Corio	BDG	Engineering	BAK	Kpn Telecom	SNS		
Galp Energia	CBI	Deutsche Euroshop	EQB	Esi Group	CIC	Mobistar	BDG		
Gas Plus	BAK	Home Invest Belgium	BDG	Exact Holding Nv	SNS	Orange	CIC		
Hellenic Petroleum	IBG	Igd	BAK	F-Secure	POH	Ote	IBG		
Maurel Et Prom	CIC	Intervest Offices & Warehouses	BDG	Gameloft	CIC	Portugal Telecom	CBI		
Motor Oil	IBG	Ivg Immobilien Ag	EQB	Gft Technologies	EQB	Ses	CIC		
Neste Oil	POH	Leasinvest Real Estate	BDG	Guillemot Corporation	CIC	Sonaecom	CBI		
Petrobras	CBI	Montea	BDG	Ifao Ag	EQB	Telecom Italia	BAK		
Qgep	CBI	Realia	BBO	Ict Automatisering	SNS	Telefonica	BBO		
Repsol	BBO	Retail Estates	BDG	Indra Sistemas	BBO	Telenet Group	BDG		
Total	CIC	Sponda	POH	Novabase	CBI	Teliasonera	POH		
Tupras	IBG	Technopolis	POH	Ordina	SNS	Tiscali	BAK		
Oil Services	Mem(*)	Unibail-Rodamco	BDG	Psi	EQB	Turkcell	IBG		
Bourbon	CIC	Vastned Retail	BDG	Realdolmen	BDG	United Internet	EQB		
Cgg	CIC	Vastned Retail Belgium	BDG	Reply	BAK	Vodafone	BAK		

LEGEND: BAK: Banca Akros; BDG: Bank Degroof; BBO: Bankia Bolsa; CIC: CM CIC Securities; CBI: Caixa-Banca de Investimento; EQB: Equinet bank; IBG: Investment Bank of Greece, POH: Pohjola Bank; SNS: SNS Securities as of 3rd September 2013

List of ESN Analysts (**)

Ari Agopyan	CIC	+33 145 96 85 80	ari.agopyan@cmcics.com	Sergio Ruiz Martin	BBO	+34 91436 7866	sruizma@bankia.com
Christian Auzanneau	CIC	+33 4 78 92 0185	christian.auzanneau@cmcics.com	Dario Michi	BAK	+39 02 4344 4237	dario.michi@bancaakros.it
Olivier Bails, CFA	CIC	+33 145 96 78 72	olivier.bails@cmcics.com	Marietta Miemietz CFA	EQB	+49-69-58997-439	marietta.miemietz@equinet-ag.de
Helena Barbosa	CBI	+35121389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt	Júlia Monteiro, CNPI	CGD	+65 2131383 128	jmonteiro@cgdsecurities.com.br
Javier Bernat	BBO	+34 91436 78 16	jbernat@bankia.com	José Mota Freitas, CFA	CBI	+35122 607 09 31	mota.freitas@caixabi.pt
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 8173 392	dbirbos@ibg.gr	Alex Pardellas, CNPI	CGD	+65 2131383 154	apardellas@cgdsecurities.com.br
Jean-Pascal Brivady	CIC	+33 4 78 92 02 25	jeanpascal.brivady@cmcics.com	Henri Parkkinen	POH	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@pohjola.fi
David Cabeza Jareño	BBO	+34 914367818	dcabeza@bankia.com	Adrian Pehl, CFA	EQB	+49 69 58997 438	adrian.pehl@equinet-ag.de
Giada Cabrino, CIAA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it	Victor Peiro Pérez	BBO	+34 91436 78 12	vpeirope@bankia.com
Niclas Catani	POH	+358 10 252 8780	niclas.catani@pohjola.com	Leonardo Pinto, CNPI	CGD	+65 110 744 517	lpinto@cgdsecurities.com.br
Jean-Marie Caucheteux	BDG	+32 2 287 99 20	jeanmarie.caucheteux@degroef.be	Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcics.com
Marco Cavalleri	BAK	+39 02 4344 4022	marco.cavalleri@bancaakros.it	Francesco Previtera	BAK	+39 02 4344 4033	francesco.previtera@bancaakros.it
Pierre Chedeville	CIC	+33 145 96 78 71	pierre.chedeville@cmcics.com	Elaine Rabelo, CNPI	CGD	+65 110 748 027	erabelo@cgdsecurities.com.br
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 145 96 77 42	emmanuel.chevalier@cmcics.com	Jari Raisanen	POH	+358 10 252 4504	jari.raisanen@pohjola.fi
Florent Couvreur	CIC	+33 145 96 77 60	florent.couvreur@cmcics.com	Hannu Rauhala	POH	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@pohjola.fi
Edwin de Jong	SNS	+312 0 5508569	edwin.dejong@snssecurities.nl	Matias Rautionmaa	POH	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@pohjola.fi
Nadeshda Demidova	EQB	+49 69 58997 434	nadeshda.demidova@equinet-ag.de	Eric Ravary	CIC	+33 145 96 79 53	eric.ravary@cmcics.com
Martijn den Drijver	SNS	+312 0 5508636	martijn.dendrijver@snssecurities.nl	Iñigo Recio Pascual	BBO	+34 91436 78 14	irecio@bankia.com
Christian Devismes	CIC	+33 145 96 77 63	christian.devismes@cmcics.com	Philipp Rigters	EQB	+49 69 58997 413	philipp.rigters@equinet-ag.de
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it	André Rodrigues	CBI	+35121389 68 39	andre.rodrigues@caixabi.pt
Hans D'Haese	BDG	+32 (0) 2 287 9223	hans.dhaese@degroef.be	Jean-Luc Romain	CIC	+33 145 96 77 36	jeanluc.romain@cmcics.com
Dries Dury	BDG	+32 2 287 9176	dries.dury@degroef.be	Jochen Rothenbacher, CEFA	EQB	+49 69 58997 415	jochen.rothenbacher@equinet-ag.de
Ingbert Faust, CEFA	EQB	+49 69 58997 410	ingbert.faust@equinet-ag.de	Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Rafael Fernández de Heredia	BBO	+34 91436 78 08	rfernandezdeheredia@bankia.com	Sonia Ruiz De Garibay	BBO	+34 91436 78 41	sruizdegaribay@bankia.com
Stefan Freudenreich, CFA	EQB	+49 69 58997 437	stefan.freudenreich@equinet-ag.de	Antti Saari	POH	+358 10 252 4359	antti.saari@pohjola.fi
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it	Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Claudio Giacomello, CFA	BAK	+39 02 4344 4269	claudio.giacomello@bancaakros.it	Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Ana Isabel González García CIAA	BBO	+34 91436 78 09	agonzalezga@bankia.com	Lemer Salah	SNS	+312 0 5508516	Lemer.salah@snssecurities.nl
Arsène Guekam	CIC	+33 145 96 78 76	arsene.guekam@cmcics.com	Michael Schaefer	EQB	+49 69 58997 419	michael.schaefer@equinet-ag.de
Bernard Hanssens	BDG	+32 (0) 2 287 9689	bernard.hanssens@degroef.be	Holger Schmidt, CEFA	EQB	+49 69 58 99 74 32	holger.schmidt@equinet-ag.de
Philipp Häßler, CFA	EQB	+49 69 58997 414	philipp.haessler@equinet-ag.de	Tim Schuldt, CFA	EQB	+49 69 5899 7433	tim.schuldt@equinet-ag.de
Carlos Jesus	CBI	+35121389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt	Pekka Spolander	POH	+358 10 252 4351	pekka.spolander@pohjola.fi
Bart Jooris	BDG	+32 2 287 92 79	bart.jooris@degroef.be	Gert Steens	SNS	+312 0 5508639	gert.steens@snssecurities.nl
Vicente Koki, CNPI	CGD	+65 110 744 522	vkoki@cgdsecurities.com.br	Kimmo Stenvall	POH	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@pohjola.fi
Jean-Michel Köster	CIC	+33 145 96 77 17	jeanmichel.koster@cmcics.com	Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 8173 384	nsviriadi@ibg.gr
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 145 96 9104	jeanchristophe.lefevre-moulenq@cmcics.com	Annick Thévenon	CIC	+33 145 96 77 38	annick.thevenon@cmcics.com
Sébastien Liagre	CIC	+33 145 96 90 34	sebastien.liagre@cmcics.com	Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it
Harald Liberge-Dondoux	CIC	+33 145 96 98 12	harald.libergedondoux@cmcics.com	Johan van den Hooven	SNS	+312 0 5508518	johan.vandenhoooven@snssecurities.nl
Konrad Lieder	EQB	+49 69 5899 7436	konrad.lieder@equinet-ag.de	Guido Varatojo dos Santos	CBI	+35121389 6822	guido.santos@caixabi.pt
Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr	Richard Withagen	SNS	+312 0 5508572	richard.withagen@snssecurities.nl

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.

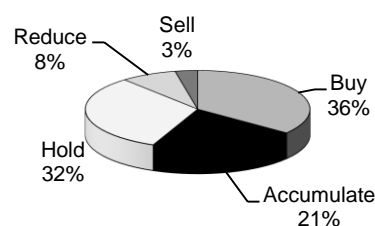
The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy, Accumulate (or Add), Hold, Reduce and Sell (in short: B, A, H, R, S)**.

Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 20%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **10% to 20%** during the next 12 months time horizon
- **Hold:** the stock is expected to generate total return of **0% to 10%** during the next 12 months time horizon.
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **0% to -10%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -10%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved or to a change of analyst covering the stock
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

Bankia Bolsa Ratings Breakdown

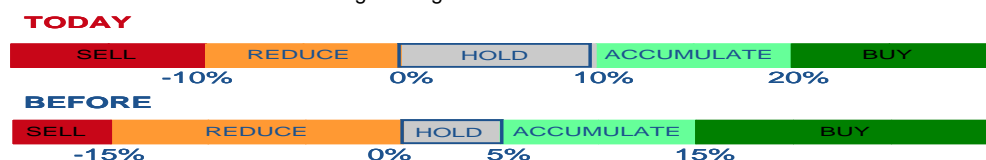


History of ESN Recommendation System

Since 18 October 2004, the Members of ESN are using an Absolute Recommendation System (before was a Relative Rec. System) to rate any single stock under coverage.

Since 4 August 2008, the ESN Rec. System has been amended as follow.

- Time horizon changed to 12 months (it was 6 months)
- Recommendations Total Return Range changed as below:





Recommendation history for EZENTIS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
17-Sep-13	Buy	0.28	0.18
01-Aug-13	Buy	0.24	0.15
27-May-13	Buy	0.25	0.14

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows Bankia Bolsa continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Sergio Ruiz Martin (since 17/05/2013)



Information regarding Market Abuse and Conflicts on Interests and recommendation history available in our web page: www.bankiabolso.es and our offices.

The information and opinions contained in this document have been compiled by Bankia Bolsa S.V. S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. Bankia Bolsa S.V. S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, Bankia Bolsa S.V. S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between Bankia Bolsa S.V. S.A., Bankia and the mentioned companies.

As of the date of this report, Bankia Bolsa S.V.S.A:

- acts as agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; Bioorganic Research Services; Carbures Europa SA; Grupo Elektra; Let's Gowex; Lumar Natural Seafood; Nostrum RNL S.A; TV Azteca
- has in the last 12 months, participated as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: AB Biotics; Bankia; Carbures Europa SA; Ebioss Energy; Funespaña; Int. Consolidated Airlines Group SA;
- has, during the last year, performed a significant amount of business with ACS; AB Biotics; Carbures Europa SA; Let's Gowex.
- through its parent company, Group Bankia, holds relevant financial interests with FCC.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which Bankia Bolsa S.V.S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: Grupo Catalana Occidente; Indra Sistemas; Int. Consolidated Airlines Group SA; Natra.
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 3/2007 with: FCC; Sacyr Vallehermoso.

Group Bankia, Bankia Bolsa S.V. S.A's parent company, holds significant stakes (>5%) in the following companies: Deoleo; Iberdrola; Mapfre SA; Martinsa-Fadesa; NH Hoteles; Realia.

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk.

ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note. Research is available through your sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document.

For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members and on each "company recommendation history", please visit the ESN website (www.esnpartnership.eu). For additional information and individual disclaimer please refer to www.esnpartnership.eu and to each ESN Member websites:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.bankiabolso.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cgdsecurities.com.br regulated by the CVM - Comissão de Valores Mobiliários

www.cmccs.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.degroof.be regulated by the FSMA - Financial Services and Markets Authority

www.equinet-ag.de regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

www.ibg.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.pohjola.com regulated by the Financial Supervision Authority

www.snssecurities.nl regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros S.p.A.
Viale Eginardo, 29
20149 MILANO
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302



Equinet Bank AG
Gräfstraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 – 58997 – 410
Fax: +49 69 – 58997 – 299



Bank Degroof
Rue de l'Industrie 44
1040 Brussels
Belgium
Phone: +32 2 287 91 16
Fax: +32 2 231 09 04



Investment Bank of Greece
24B, Kifisias Avenue
151 25 Marousi
Greece
Phone: +30 210 81 73 000
Fax: +30 210 68 96 325



Bankia Bolsa
Serrano, 39
28001 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813
Fax: +34 91 577 3770



Pohjola Bank plc
P.O.Box 308
FI-00013 Pohjola
Finland
Phone: +358 10 252 011
Fax: +358 10 252 2703



Caixa-Banco de Investimento
Rua Barata Salgueiro, 33
1269-050 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 389 68 00
Fax: +351 21 389 68 98



SNS Securities N.V.
Nieuwezijds Voorburgwal 162
P.O.Box 235
1000 AE Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064



CM - CIC Securities
6, avenue de Provence
75441 Paris
Cedex 09
France
Phone: +33 1 4596 7940
Fax: +33 1 4596 7748

