

### Un nuevo operador

18 de julio de 2016

#### ► Consolidación en el segmento de telefonía móvil

Tras completar las adquisiciones de Pepephone (158Mn€) y Yoigo (612Mn€), **Masmovil se convertirá en el cuarto operador con red propia a nivel nacional**. La consecución de estas operaciones **simplificará el escenario competitivo en el segmento de telefonía móvil**, y reforzará la estrategia de la compañía al impulsar el lanzamiento de oferta convergente con red propia – voz, datos y banda ancha fija. Además, **Masmovil mejorará su presencia en ambos segmentos**, alcanzando **c.4,3 millones de clientes en telefonía móvil (458.000 en 2015) y una base aproximada de 70.000 clientes de banda ancha fija**.

#### ► Actualizamos estimaciones incorporando las últimas adquisiciones

Tras la publicación de los resultados de 2015 y las últimas adquisiciones realizadas por la empresa, hemos revisado nuestras estimaciones. En un escenario conservador, **sin asumir crecimiento en la nueva base de clientes** y partiendo de las estimaciones previas, **nuestras previsiones para el periodo 2015-2020e contemplan una TACC del 4,1% en ingresos y del 17,9% en EBITDA** (sobre datos proforma 2015).

#### ► Las mejoras vendrían por las sinergias y los ahorros contractuales

Con ambas adquisiciones, Masmovil espera alcanzar unos **ahorros de costes contractuales** de forma progresiva en los próximos años, **hasta alcanzar 60Mn€ en 2019e**. Este ahorro se vería penalizado por los **50Mn€ de costes de integración y transacción**, distribuidos en los tres primeros años.

Al ahorro anterior, habría que **añadir las posibles sinergias en ingresos y costes operativos**. Respecto a esto, como ya comentábamos en nuestro informe de inicio de cobertura de Masmovil el pasado mes de marzo, pensamos que la integración de Yoigo permitirá a la compañía obtener importantes sinergias:

- Mejoras en ingresos** derivadas de la venta de servicios de banda ancha fija a los actuales clientes de móvil de Yoigo, con el consiguiente **incremento del ARPU**.
- Ahorro en costes**, tanto en compras y costes centrales como, principalmente, al pasar de operar Masmovil como OMV (a través de la red de Orange) a emplear su red propia, cursando el tráfico mediante la red de Yoigo.

En nuestras estimaciones, contemplamos una **tasa de penetración de oferta convergente del 10% sobre la base de clientes de Yoigo (FTTH y xDSL) y los ahorros derivados de las mejoras contractuales**, sin considerar las posibles sinergias en costes.

#### ► Recomendación: **COMPRAR**. Precio objetivo: **32,0€/acción**

Hemos realizado la valoración de Masmovil considerando que no existe crecimiento en la base de clientes procedentes de las nuevas adquisiciones. En este escenario, nuestra valoración asume una WACC del 10,8% y una g del 1,5%. **A los precios actuales (20,7€/acción), la empresa cotiza a un múltiplo 2017e VE/EBITDA de 7,8x, teniendo un potencial de revaloración del 55%**.

#### COMPRAR

Precio objetivo (€)	32,0
Potencial (%)	55%

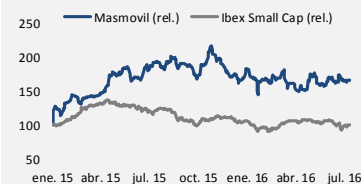
#### Datos de mercado

Precio (€) (15/07/2016)	20,7
Número de acciones (Mn)	11,7
Market Cap (Mn€)	242,4
Deuda Neta 2015 (Mn€)	43,2
Valor Empresa (Mn€)	285,6
Rentabilidad último año (%)	-10,4%
52-semanas mín./máx. (€/acc.)	17,0 / 26,5

#### Principales magnitudes y ratios

(Mn€)	2016e	2017e	2018e
Ventas	155	1.104	1.186
inc. %	19%	614%	7%
EBITDA	15	138	181
inc. %	38%	839%	31%
EBIT	-47	53	95
inc. %	n.a.	n.a.	78%
Beneficio neto	-37	8	45
inc. %	n.a.	n.a.	452%
BPA (€)	-2,20	0,48	2,67
VE/EBITDA	74,8x	7,8x	5,7x
VE/CE	1,1x	1,1x	1,1x
P/VC	2,2x	2,1x	1,6x
ROCE	-4,8%	5,5%	9,8%
DFN/EBITDA	51,9x	5,4x	3,9x

#### Evolución bursátil relativa



Fuente: Factset, Intermoney Valores

Alejandro Refojo  
arefojo@grupocimd.com  
+34 91 432 64 61

<b>I. Análisis de las adquisiciones de Pepephone y Yoigo .....</b>	<b>3</b>
Un nuevo grupo.....	3
Financiación: deuda y <i>equity</i> .....	7
Sinergias y objetivos .....	8
<b>II. Nuestras estimaciones .....</b>	<b>9</b>
Protección en un escenario de crecimiento moderado .....	9
La clave estará en las sinergias .....	10
Endeudamiento del nuevo grupo .....	10
Resumen de nuestras estimaciones .....	11
<b>III. Valoración y recomendación .....</b>	<b>13</b>
Valoración sin conversión .....	13
Valoración con conversión .....	14
Recomendación.....	14
<b>IV. Anexos.....</b>	<b>15</b>
Riesgos .....	15
Líneas de telefonía móvil por operador .....	15

## I. Análisis de las adquisiciones de Pepephone y Yoigo

### ► Un nuevo grupo

Tras anunciar en los últimos meses las adquisiciones de Pepephone (158Mn€) y Yoigo (612Mn€), **Masmovil espera convertirse a corto plazo en el cuarto operador con red propia a nivel nacional**. De completarse ambas operaciones, se simplificaría el escenario competitivo en el segmento de bajo coste, y se reforzaría la estrategia de la compañía al impulsar el lanzamiento de oferta convergente.

#### Principales indicadores de las adquisiciones

Mn€	EV	Ventas	EBITDA'15	Margen EBITDA	EV/EBITDA	Cientes Móvil	Cientes xDSL
Pepephone	158,0	64,0	13,1	20,5%	12,1x	460.000	35.000
Yoigo	612,0	865,0	83,0	9,6%	7,4x	3.300.000	-
<b>Total</b>	<b>770,0</b>	<b>929,0</b>	<b>96,1</b>	<b>10,3%</b>	<b>8,0x</b>	<b>3.760.000</b>	<b>35.000</b>

Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

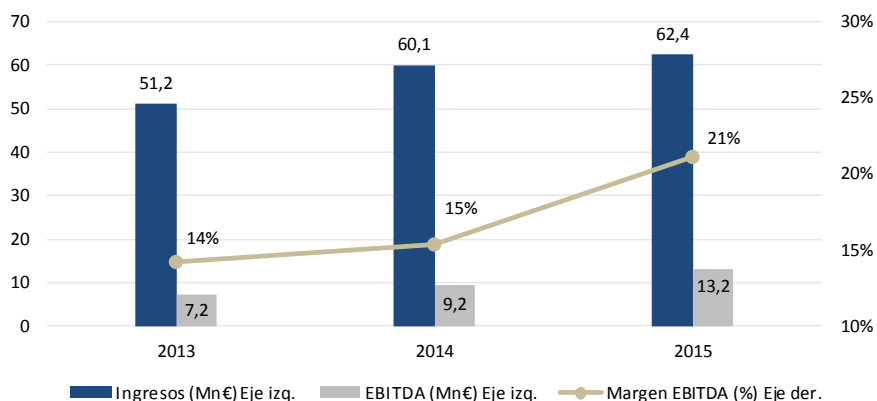
Tras integrar ambas compañías, **Masmovil tendría c.4,3 millones de clientes en el segmento de telefonía móvil (458.000 en 2015) y una base aproximada de 70.000 clientes de banda ancha fija**.

#### Pepephone: eficiencia como OMV

A finales de abril Masmovil anunciaba la **adquisición del 100% de Pepephone por un importe de 158Mn€**. Pepephone fue fundada en el año 2007, actuando desde entonces como operador móvil virtual (OMV), primero a través de la red de telefonía móvil de Vodafone y en la actualidad mediante la red de Movistar. A finales de 2015, la empresa contaba con **más de 460.000 clientes de telefonía móvil y cerca de 35.000 clientes de banda ancha fija (xDSL)** (480.000 y 42.000 clientes respectivamente en la actualidad), **unos ingresos de 64Mn€, un EBITDA de 13,1Mn€ y posición de caja neta**. **La compañía tenía en 2015 una plantilla de 22 empleados**.

La compañía ha tenido una **evolución positiva los últimos años**. A nivel de ingresos, se ha registrado un **aumento superior al 20% en el periodo 2013-2015**, pasando de 51,2Mn€ en 2013 a 62,4Mn€ en 2015. En el mismo periodo, **el margen EBITDA ha aumentado hasta el 21,1%**, superior al registrado en 2015 por Yoigo o Masmovil.

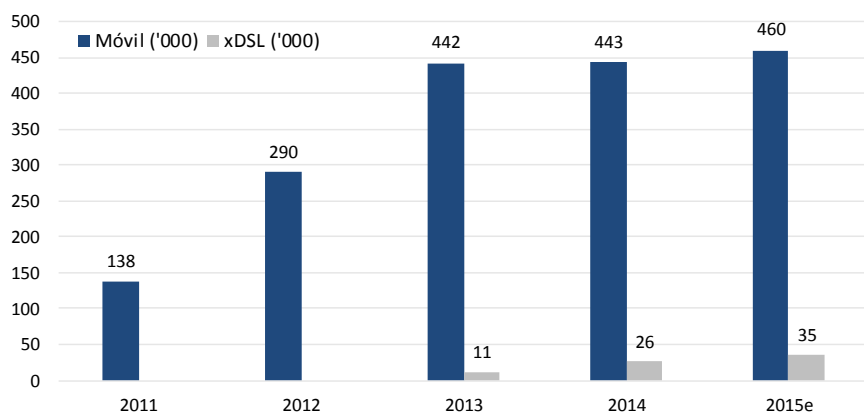
#### Evolución reciente de ingresos y EBITDA (Mn€) - Pepephone



Fuente: Intermoney Valores

Desde su fundación, Pepephone se ha caracterizado por **ofrecer precios muy competitivos y un servicio de atención al cliente único en el sector**. Este último elemento se trata del **punto diferencial de la compañía**, cuya estrategia ha pasado por aprovechar su **reducida estructura** para hacer cambios rápidos en tarifas, aplicar rebajas a todos los clientes por igual e incluso evitar promociones enfocadas exclusivamente a obtener nuevos clientes – como han implementado otros operadores en el pasado con la subvención de terminales.

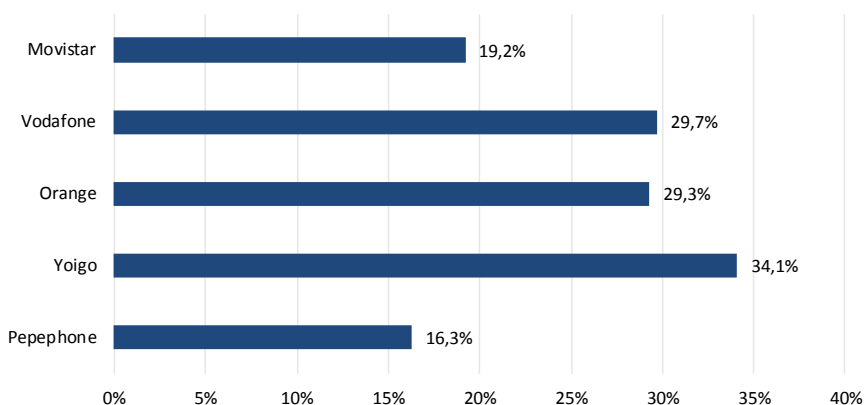
#### Evolución de usuarios de telefonía móvil y xDSL - Pepephone



Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

Todo lo anterior se refleja en la tasa de cambio (*churn rate*), según la compañía **la más baja del sector (16,3%)**, una base de clientes de **clientes de contrato del 95%** y un **alto nivel de satisfacción de los usuarios** – en los últimos años, R y Pepephone fueron elegidas las operadoras mejor valoradas por los usuarios en varias encuestas de la OCU.

#### Tasa de cambio (1S2015) (%)



Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

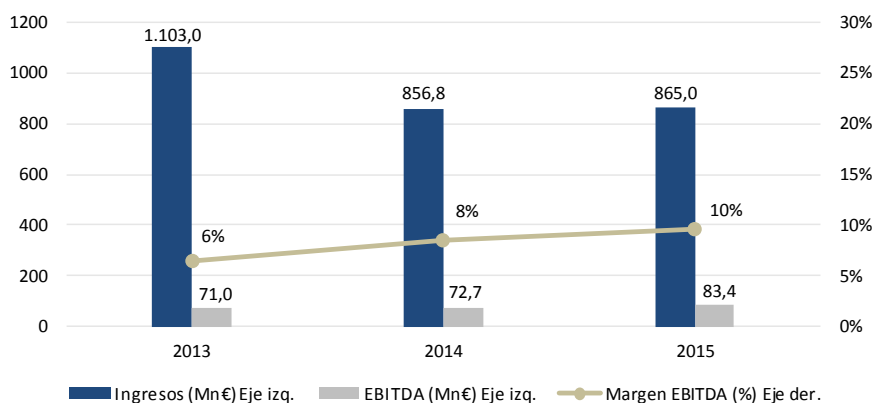
Además de lo anterior, cabe destacar la importancia del canal *online* del que dispone la empresa. Según la información aportada por Pepephone, **el 80% de las ventas realizadas en el primer semestre de 2015 se produjeron a través de la web de la compañía**.

### Yoigo: telefonía móvil con red propia

El pasado mes de junio, **Masmovil alcanzaba un acuerdo para la adquisición del 100% de Xfera Móviles S.A. ("Yoigo") por un valor de 612Mn€** (100% EV, incluyendo además de la deuda, los préstamos participativos). El importe anterior podría verse incrementado en hasta 96Mn€ (708Mn€) en caso de que el nuevo grupo alcance 300Mn€ de EBITDA en 2019. Si finalmente esta cifra se queda por debajo de los 210Mn€, no existiría ningún pago adicional. Como característica adicional, mientras que **TeliaSonera, grupo que contaba con una participación del 76,56%, percibirá todo el importe en efectivo (396Mn€)**, los accionistas españoles (ACS con un 17,0%, FCC con un 3,44% y Abengoa con un 3,0%) realizarán un *rollover* en forma de una financiación a largo plazo, convertible en acciones de Masmovil, por un **importe nominal máximo de 261Mn€** (en caso de que se superen los 300Mn€ de EBITDA en 2019). Esta nota convertible tendrá una **duración de 13 años, carencia de principal durante los 6 primeros años y un tipo de interés del 2%** (que podría aumentar en un 3% adicional si se cumplen determinadas condiciones de crecimiento de EBITDA del nuevo grupo). Los accionistas citados, tendrán la **posibilidad de ejecutar la conversión en acciones de Masmovil a un precio de 25€/acc. durante los tres primeros años y a 40€/acc. a partir de 2019.**

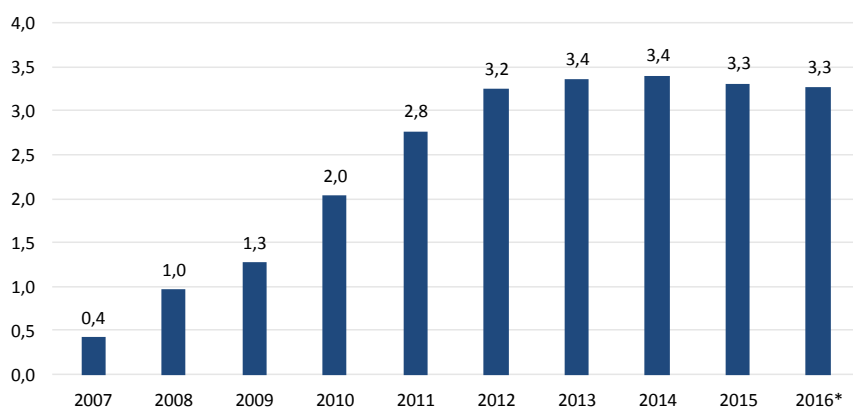
**Yoigo es el cuarto operador móvil con red propia de España, con una base de 3,3 millones de clientes de telefonía móvil** (abril de 2016, último dato reportado a la CNMC), **siendo el 70% los mismos de contrato.** La empresa posee infraestructura de red propia, con una cobertura del 85% de la población y frecuencias 1.8GHz y 2.1GHz. Además, **Yoigo dispone de más de 800 puntos de venta en exclusiva en todo el territorio nacional. En 2015, la empresa registró 865Mn€ de ingresos y un EBITDA de 83Mn€.**

Evolución reciente de ingresos y EBITDA (Mn€) - Yoigo



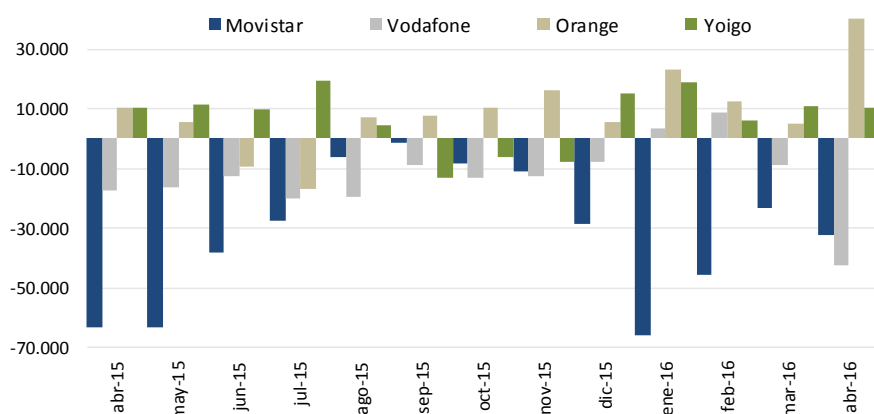
Fuente: Intermoney Valores

En los últimos tres años, **la cifra de negocios ha pasado de 1.103Mn€ en 2013 a 865Mn€ en 2015**, años en los que **el margen EBITDA aumentó del 6% al 10%**. Este comportamiento vendría explicado por un **cambio en el modelo de negocio**, primando márgenes a volumen, por ejemplo, con el cambio en la venta de terminales móviles a clientes por diferentes opciones de financiación. En referencia a esto, señalar que, en este periodo, **el negocio de telefonía móvil ha pasado de un margen bruto del 43% en 2013 al 53% registrado a finales de 2015.**

**Yoigo - Evolución del número de líneas móviles (Mn de clientes)**

Fuente: CNMC, Intermoney Valores

Como mostramos en el siguiente gráfico, en el último año, Yoigo ha sido junto con Orange el único operador con red propia que **ha mantenido una tendencia positiva en el saldo de portabilidades netas**, con un acumulado de 90.295 altas nuevas (Orange: 118.015; Vodafone: -167.121; Movistar: -414.986).

**Saldo de portabilidades netas en el último año**

Fuente: CNMC, Intermoney Valores

A diferencia de Pepephone, **Yoigo no está enfocado en el segmento de bajo coste**. Su estrategia pasa por ofrecer tarifas de voz y datos conjuntas con mejores características – por ejemplo, mayor cantidad de datos – que los operadores tradicionales con red propia, pero a un precio más atractivo. Además, la compañía posee una **fuerte identidad de marca**, siendo identificada a nivel nacional como el operador de telefonía móvil con red propia alternativo. A continuación, mostramos una comparativa de las tarifas actuales, considerando los tres operadores que formarían el nuevo grupo:

**Comparativa tarifas básicas en telefonía móvil (voz y datos)**

	Tarifa básica			Tarifa 5 GB		
	Masmovil	Pepephone	Yoigo	Masmovil	Pepephone	Yoigo
Datos	1,0GB	1,0GB	1,2GB	5,0GB	5,0GB	5,0GB
Voz	-	-	-	-	-	100 min.
Est. Llamada	18,15 cts.	18,15 cts.	20 cts.	18,15 cts.	18,15 cts.	20 cts.
Cuota mensual	<b>5,0 €</b>	<b>5,9 €</b>	<b>11,0 €</b>	<b>16,9 €</b>	<b>29,0 €</b>	<b>19,0 €</b>

Fuente: Tarifas oficiales de los operadores (IVA inc.), Intermoney Valores

En el segmento de bajo coste (tarifa básica), tanto Masmovil como Pepephone tienen un precio muy ajustado, mientras que Yoigo se aproxima más al precio de entrada de otros operadores como Movistar, Orange o Vodafone. Entre las dos primeras, la principal diferencia radica en que la tarifa básica de Pepephone incorpora internet de alta velocidad (4G). En la comparativa de tarifas con mayor cantidad de datos (5GB), Masmovil vuelve a tener el mejor precio, incorporando además en este caso internet de alta velocidad.

#### ► Financiación: deuda y equity

En la conferencia de presentación de la operación de Yoigo, Masmovil reiteraba que ambas operaciones se financiarán mediante una **combinación de deuda y ampliación de capital**. Esta última opción va en línea con la ampliación de capital aprobada en la última Junta General de Accionistas, por un **importe total de 230Mn€, a un precio de emisión de 19,55€/acc. entre capital y prima de emisión, sin derecho de suscripción preferente para los accionistas**.

No obstante, recientemente Masmovil comunicaba la entrada mediante un **convertible de entre 165Mn€ y 200Mn€ de la compañía de capital privado Providence**. Este convertible tendrá **8 años de vida, un cupón del 6,35% anual** (pagadero trimestralmente, del cual un 50% puede ser en efectivo y el restante 50% en especie). El **precio de la conversión se situará en 22€/acción**, siendo voluntaria, y pudiéndose ejecutar solamente pasados tres años y medio desde la emisión. Debido a este comunicado, estimamos que la ampliación de capital anunciada se situará en torno a 100Mn€. Con este supuesto, presentamos a continuación la estructura de financiación del nuevo grupo:

#### Financiación y estructura del nuevo grupo

	Masmovil	Pepephone	Yoigo	Adquisiciones	Grupo combinado
Nº de acciones (Mn)	11,8	1,8	3,3	5,1	16,9
Precio (€/acción)	19,55	19,55	19,55	19,55	-
Equity (Mn€)	230,0	35,0	65,0	100,0	330,0
Deuda total (Mn€)	43,2	123,0	547,0	690,0	733,2
<b>Valor Empresa (Mn€)</b>	<b>273,2</b>	<b>158,0</b>	<b>612,0</b>	<b>790,0</b>	<b>1.063,2</b>
Ingresos 2015 (Mn€)	130,2	64,0	865,0	929,0	1.059,2
Ebitda 2015 (Mn€)	10,7	13,1	83,0	96,1	106,8
EV/EBITDA Proforma'15 (x)	25,6x	12,1x	7,4x	8,2x	10,0x
EV/EBITDA 2017e	-	-	-	-	7,8x

Fuente: InterMoney Valores

En nuestras estimaciones **estamos incorporando los instrumentos convertibles** (de los accionistas españoles de Yoigo y de Providence) **como deuda**. Sin hacer esta consideración, la estructura de financiación de las dos adquisiciones sería de, aproximadamente, un 50% de equity y un 50% de deuda. Además, estamos asumiendo en la deuda total (690Mn€) de las dos adquisiciones, 20Mn€ de gastos de *advisory fees*.

En base a esta estructura, **el nuevo grupo tendría una deuda financiera (incluyendo convertibles) de 733,2Mn€ (proforma 2015) una vez completadas ambas operaciones**.

### ► Sinergias y objetivos

Con la adquisición de Yoigo, Masmovil espera alcanzar unos **ahorros en costes contractuales de forma progresiva, alcanzado 60Mn€ en 2019e**. Este ahorro se vería penalizado con unos **costes de integración y transacción de 50Mn€** distribuidos en los tres primeros años. A este ahorro derivado de las mejoras contractuales, habría que añadir las posibles sinergias en ingresos y costes operativos.

Tras las dos adquisiciones, los objetivos del nuevo grupo pasan por continuar con el desarrollo de red de fibra óptica a nivel nacional, llegando a **2,3 millones de unidades inmobiliarias en 2018**, y aprovechar la mayor base de clientes para impulsar el lanzamiento de oferta convergente. Como resumen, la empresa ha anunciado que con los datos proforma de 2015, se registrarían unos **ingresos de 1.071Mn€, EBITDA de 108Mn€** y un flujo de caja recurrente de 75Mn€ (excluyendo ahorros en costes).



## II. Nuestras estimaciones

### ► Protección en un escenario de crecimiento moderado

Debido a los riesgos de integración existentes y a la nueva estructura que tendrá Masmovil, **nuestras estimaciones asumen un escenario conservador**, tanto en la base de clientes de telefonía móvil como de banda ancha fija, así como en lo referente a la consecución de sinergias en costes.

Partiendo de las estimaciones previas que teníamos en el informe de inicio de cobertura, hemos incorporado los clientes de Pepephone (480.000 clientes de telefonía móvil y 42.000 de xDSL) desde septiembre de 2016 – fecha en la que esperamos que la compañía esté integrada con Masmovil – y en 2017, la base de clientes de Yoigo (3,3 millones). Esta integración daría como resultado **un grupo con 4,3 millones de clientes de telefonía móvil y c.320.000 clientes de banda ancha fija (xDSL y FTTH) a finales de 2017e**. En lo que a este segmento se refiere, estamos asumiendo que el crecimiento en banda ancha fija vendrá especialmente por las **opciones de venta cruzada sobre la actual base de clientes de Yoigo**. Sobre la misma, estimamos un aumento gradual de la tasa de penetración hasta alcanzar en 2020e **165.000 usuarios de fibra óptica y 165.000 usuarios de xDSL** (5% de los clientes actuales de telefonía móvil de Yoigo, respectivamente).

#### Estimaciones Intermoney vs inicio de cobertura y el plan estratégico de Masmovil

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Cientes Móvil ('000)</b>					
Plan estratégico 2015-2018	500-525	650-700	950-1.025	-	-
Inicio de cobertura	500	650	950	-	-
MM + Pepephone + Yoigo	959	4.355	4.580	4.743	4.768
<b>Cientes FBB* ('000)</b>					
Plan estratégico 2015-2018	70-90	175-220	350-400	-	-
Inicio de cobertura	70	165	325	-	-
MM + Pepephone + Yoigo	68	320	529	623	742
<b>Ingresos (Mn€)</b>					
Plan estratégico 2015-2018	152	185	250	-	-
Inicio de cobertura	146	179	245	-	-
MM + Pepephone + Yoigo	155	1.104	1.186	1.275	1.314
<b>EBITDA (Mn€)</b>					
Plan estratégico 2015-2018	15	37	70	-	-
Inicio de cobertura	16	35	68	-	-
MM + Pepephone + Yoigo	15	138	181	225	246
<b>Margen EBITDA (%)</b>					
Plan estratégico 2015-2018	10,0%	20,0%	28,0%	-	-
Inicio de cobertura	11,4%	19,6%	27,9%	-	-
MM + Pepephone + Yoigo	9,5%	12,5%	15,3%	17,6%	18,7%

Fuente: Intermoney Valores

\* FBB: Fixed Broadband Bundle

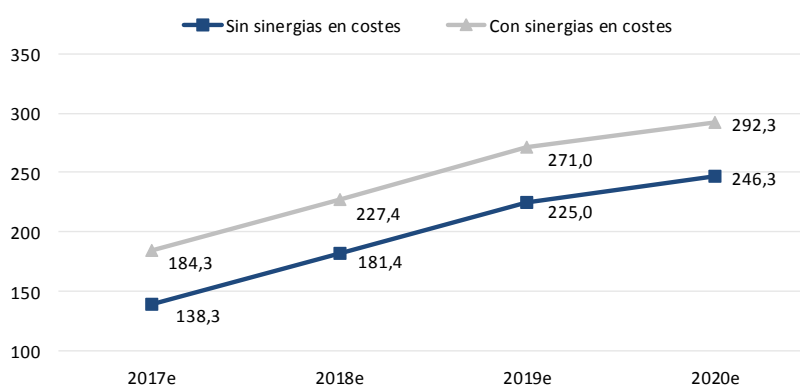
En las estimaciones anteriores, **no estamos considerando crecimiento en la base de clientes de telefonía móvil de Pepephone y Yoigo**, sí en el caso de Masmovil, donde ya teníamos estimado un aumento de usuarios, pasando de 458.000 clientes a finales de 2015 a cerca de un millón en 2020e. **Con las hipótesis anteriores, el nuevo grupo tendría 4,7 millones de clientes de telefonía móvil y 742.000 clientes de banda ancha fija en 2020e**. Esto significaría que **el 15% de los clientes totales de telefonía móvil tendrían contratado oferta convergente (xDSL o FTTH)**.

### ► La clave estará en las sinergias

Como presentamos previamente, aunque **en nuestras estimaciones estamos asumiendo sinergias en ingresos** (tasa de penetración del 10% en 2020e, sobre la base actual de clientes de Yoigo), **no estamos considerando sinergias en costes**, más allá de los ahorros derivados de la renegociación de los actuales contratos de uso de red con Telefónica (Yoigo y Pepephone) y Orange (Masmovil). Según la compañía, se esperan alcanzar unos **ahorros de costes contractuales de forma progresiva para próximos años, hasta alcanzar 60Mn€ en 2019e**. Este ahorro se vería penalizado por los **50Mn€ de costes de integración y transacción**, distribuidos en los tres primeros años.

Desde nuestra perspectiva, las posibles sinergias en aprovisionamientos, servicios centrales o la posible reducción del SAC derivada de la menor tasa de cambio (*churn rate*) por la propia oferta convergente, serán relevantes para la mejora de márgenes del nuevo grupo. Como ejemplo, en nuestro informe de inicio de cobertura, dentro del escenario de adquisición de Yoigo, asumíamos unas sinergias en costes del 5%, estimando una mejora de 46Mn€ anuales.

Evolución del EBITDA a partir de 2017e (Mn€)



Fuente: Intermoney Valores

Como mostramos en el anterior gráfico, incorporando las sinergias en costes estimadas previamente, en 2019e el nuevo grupo superaría significativamente los 210Mn€ de EBITDA mínimo del *earn-out* acordado en la operación de Yoigo.

### ► Endeudamiento del nuevo grupo

Debido al cambio estructural que sufrirá Masmovil a corto plazo, pensamos que el nivel de deuda financiera debe ser analizado a partir de 2017e – año en el que se esperan ingresos a ejercicio completo de las adquisiciones.

En este sentido, nuestras estimaciones contemplan una **deuda financiera neta a cierre de 2017e de 741,7Mn€** (vs 764,4Mn€ en 2016e), lo que se traduciría en **un ratio DFN/EBITDA de 5,4x**. Además, esperamos que este nivel de endeudamiento se reduzca gradualmente, situándose en 1,7x en 2020e. Sin incorporar los instrumentos convertibles (c.330Mn€), este nivel **sería de 2,9x en 2017e y de 1,0x en 2019e**.

Adicionalmente, en estas estimaciones, estamos incorporando el anuncio de la reciente **emisión del bono de 30Mn€ de la filial Masmovil Broadband, con un cupón anual del 5,75%**, vencimiento en 2024, cinco años de carencia de principal y amortización por tercios en los últimos tres años, así como el **acuerdo de financiación de 27Mn€ con el proveedor chino ZTE**, con similares condiciones, pero con un cupón del 5,0%. Esta financiación complementa el bono existente de 27Mn€, y tiene como fin cubrir la **financiación para el desarrollo de red de fibra óptica** en el que se espera que ZTE actué como proveedor tecnológico.

Como resumen, desglosamos los niveles de deuda considerando, exclusivamente, las características de los diferentes instrumentos financieros de deuda empleados para financiar ambas operaciones (c.733Mn€):

#### Ratios de endeudamiento - Escenarios

	Importe (Mn€)	Deuda total (Mn€)	DFN/EBITDA'17e	DFN/EBITDA'18e
Deuda bancaria	303	303	2,2x	1,7x
Deuda subordinada	100	403	2,9x	2,2x
Convertible Providence	165	568	4,1x	3,1x
Convertible acc. Yoigo	165	733	5,4x	4,0x

Fuente: Intermoney Valores

Considerando la deuda bancaria, **el ratio DFN/EBITDA sería de 2,2x en 2017e, y de 1,7x en 2018e**. Si se incorporan como deuda – al igual que en nuestro escenario base – los préstamos convertibles y la deuda subordinada, este ratio ascendería a 5,3x y 4,0x en 2017e y 2018e, respectivamente.

#### ► Resumen de nuestras estimaciones

A continuación mostramos nuestras estimaciones de resultados para los próximos años. Como hemos señalado, en las proyecciones estamos asumiendo los **ahorros contractuales y las sinergias en ingresos por venta cruzada** sobre la actual base de clientes de Yoigo (3,3 millones), **sin incorporar los posibles ahorros en costes**.

#### Estimación de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

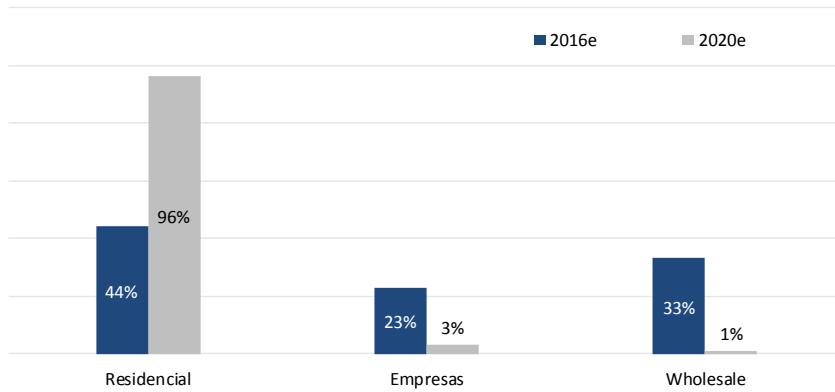
Mn€	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Ventas netas</b>	<b>130</b>	<b>155</b>	<b>1.104</b>	<b>1.186</b>	<b>1.275</b>	<b>1.314</b>
% var.	69,1%	18,7%	614,3%	7,5%	7,5%	3,0%
<b>Margen bruto</b>	<b>44</b>	<b>47</b>	<b>427</b>	<b>468</b>	<b>512</b>	<b>534</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>138</b>	<b>181</b>	<b>225</b>	<b>246</b>
% var.	190,0%	38,1%	839,4%	31,2%	24,0%	9,5%
Mg EBITDA	8,2%	9,5%	12,5%	15,3%	17,6%	18,7%
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>-47,3</b>	<b>53,4</b>	<b>95,0</b>	<b>142,2</b>	<b>169,8</b>
% var.	n.a.	n.a.	n.a.	77,9%	49,7%	19,4%
Mg EBIT	0,4%	-30,6%	4,8%	8,0%	11,2%	12,9%
Rtdo. financiero	-3	-2	-35	-33	-29	-19
Impuestos	1	12	-3	-9	-17	-23
<b>Beneficio neto</b>	<b>-2</b>	<b>-37</b>	<b>16</b>	<b>53</b>	<b>96</b>	<b>128</b>
% var.	n.a.	2349,0%	n.a.	235,4%	81,1%	33,2%
Mg Neto	-1,2%	-23,9%	1,4%	4,5%	7,5%	9,7%

Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

Además de no asumir crecimiento en la base de clientes de las dos adquisiciones, estamos contemplando unos **ARPUs medios conservadores: FTTH (35€/mes), xDSL (25€/mes) y telefonía móvil (13€/mes)**.

En estas estimaciones **la mejora en márgenes vendría por el cambio en el *mix de segmentos***, con un menor peso de los negocios de *wholesale* y empresas, y un aumento sustancial del número de usuarios de banda ancha fija (742.000 en 2020e vs 68.000 en 2016e) gracias al desarrollo de red y a la penetración de oferta convergente sobre la nueva base de clientes de telefonía móvil.

#### Distribución esperada de ingresos por segmento



Fuente: Intermoney Valores

### III. Valoración y recomendación

#### ► Valoración sin conversión

Hemos realizado la valoración de Masmovil por descuento de flujo de caja, considerando un escenario conservador sobre un **coste de los recursos propios (ke) del 16,5%, un coste del capital (WACC) del 10,8% y una tasa de crecimiento del 1,5%**, obteniendo una **valoración de 32,0€/acción**. Esto supone un potencial de revaloración del 55% frente al actual precio de mercado. En esta valoración está incorporado el número de acciones a emitir, considerando una ampliación de capital de 100Mn€.

DFC	Mn€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Valor residual
<b>EBIT</b>		<b>(47)</b>	<b>53</b>	<b>95</b>	<b>142</b>	<b>170</b>	
Impuestos		12	(13)	(24)	(36)	(42)	
<b>NOPAT</b>		<b>(35)</b>	<b>40</b>	<b>71</b>	<b>107</b>	<b>127</b>	
Amortizaciones		62	85	86	83	77	
<b>Cash flow bruto</b>		<b>27</b>	<b>125</b>	<b>158</b>	<b>189</b>	<b>204</b>	
Variación WC		0,4	16,0	1,4	1,5	0,7	
Capex		(73)	(85)	(97)	(50)	(77)	
<b>Flujo de caja libre</b>		<b>(46)</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>141</b>	<b>128</b>	<b>1.393</b>
<b>Flujo de caja descontado</b>		<b>(44)</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>98</b>	<b>80</b>	<b>876</b>
<b>Valor Empresa</b>		<b>1.107</b>					
Deuda neta (2015)		(43)					
Deuda adquisiciones		(690)					
Entrada de fondos de la ampliación		100					
V.A. créditos fiscales		65					
<b>Valor teórico de los FF.PP.</b>		<b>538</b>		WACC	10,8%		
Acciones actuales (Mn)		11,7	Tasa de crecimiento		1,5%		
Acciones a emitir en la ampliación (Mn)		5,1					
Nº de acciones final (Mn)		16,8					
<b>Precio objetivo (€)</b>		<b>32,0</b>					

Fuente: Intermoney Valores

En nuestra valoración estamos considerando los activos fiscales estimados para 2016e (c. 310Mn€), descontados a valor presente. Estos activos procederían en su mayoría de la adquisición de Yoigo. Sin incorporarlos, la valoración sería de 28,2€/acción. Adicionalmente, en este escenario **no estamos contemplando la posible ejecución a futuro de los préstamos convertibles para los accionistas españoles de Yoigo y Providence**, ni el pago de dividendos para los próximos cinco años.

Se añade a continuación una tabla de sensibilidad para el precio objetivo asumiendo diferentes escenarios en la tasa de crecimiento ("g") y en el coste del capital (WACC):

#### Análisis de sensibilidad: WACC y "g"

	WACC					
	12,8%	11,8%	10,8%	9,8%	8,8%	
g	2,5%	21,9	29,5	38,9	50,8	66,5
	2,0%	19,7	26,7	35,2	46,0	59,9
	1,5%	17,6	24,1	32,0	41,8	54,2
	1,0%	15,8	21,8	29,1	38,0	49,2
	0,5%	14,0	19,7	26,5	34,7	44,9

Fuente: Intermoney Valores

### ► Valoración con conversión

De forma complementaria a la valoración anterior, hemos incorporado unas estimaciones similares, pero incorporando la **posibilidad de que se ejecuten los préstamos convertibles en 2019e, a un precio de 22€/acción para Providence, y de 25€/acción para los accionistas españoles de Yoigo**. Esto supondría un número total de acciones en 2019e de 31,5 millones.

DFC	Mn€	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Valor residual
EBIT		(47)	53	95	142	170	
Impuestos		12	(13)	(24)	(36)	(42)	
NOPAT		(35)	40	71	107	127	
Amortizaciones		62	85	86	83	77	
Cash flow bruto		27	125	158	189	204	
Variación WC		0,4	16,0	1,4	1,5	0,7	
Capex		(73)	(85)	(97)	(50)	(77)	
<b>Flujo de caja libre</b>		<b>(46)</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>141</b>	<b>128</b>	<b>1.393</b>
Flujo de caja descontado		(44)	48	48	98	80	876
<b>Valor Empresa</b>		<b>1.107</b>					
Deuda neta (2015)		(43)					
Deuda adquisiciones		(690)					
Entrada fondos de la ampliación capital		100					
Entrada fondos convertible Providence		165					
Entrada fondos convertible accionistas esp.		181		WACC	10,8%		
V.A. créditos fiscales		65		Tasa de crecimiento	1,5%		
<b>Valor teórico de los FF.PP.</b>		<b>884</b>					
Acciones actuales (Mn)		11,7					
Acciones ampliación de capital (Mn)		5,0					
Acciones convertible Providence (Mn)		7,5					
Acciones convertible accionistas esp. (Mn)		7,2					
Nº de acciones final (Mn)		31,5					
<b>Precio objetivo (€)</b>		<b>28,0</b>					

Fuente: Intermoney Valores

Incorporando las opciones de conversión, el **precio objetivo sería de 28,0€/acción**, un 12,5% inferior al precio objetivo de nuestro precio escenario base.

### ► Recomendación

A pesar de los riesgos existentes en la integración de ambas adquisiciones, y a expensas de la aprobación de la CNMC de ambas operaciones, pensamos que Masmovil sufrirá un cambio importante, **convirtiéndose en el cuarto operador con red propia a nivel nacional**.

A la espera de que la compañía revise el último plan estratégico, reflejando la nueva dimensión del grupo, pensamos que el escenario asumido en nuestras estimaciones, sin crecimiento en la base de clientes y con sinergias en ingresos alcanzables (oferta convergente en el 10% de los clientes de Yoigo en 2020e), apoya nuestra recomendación de **Comprar, con una valoración fundamental de 32,0€/acción**.

Además de la anterior valoración, y una vez completada la integración de Pepephone y Yoigo, **esperamos que el salto al Mercado Continuo**, previsto entre el cuarto trimestre de 2016 y primero de 2017, **sea un catalizador para la compañía**, ganando en visibilidad y transparencia.

## IV. Anexos

### ► Riesgos

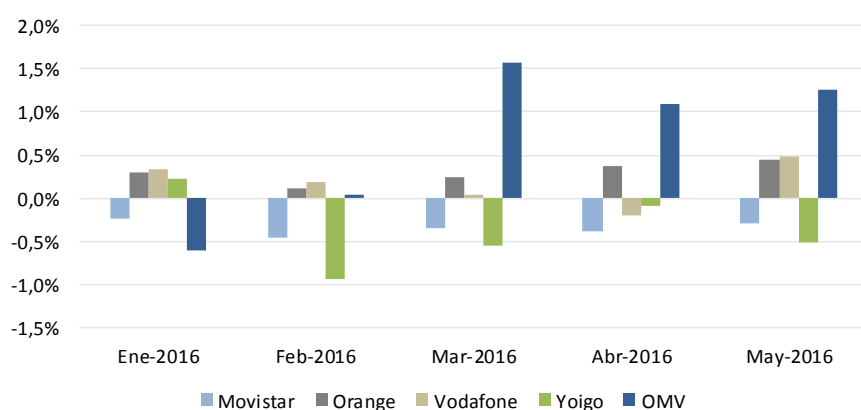
Como complemento a lo expuesto anteriormente y a lo comentado en el informe de inicio de cobertura, consideramos relevante resaltar los posibles riesgos a los que se enfrenta la compañía en la actualidad con la adquisición de Pepephone y Yoigo:

- 1. Financiación.** Además de la ampliación de capital anunciada, una parte importante de las operaciones anunciadas será financiada con deuda bancaria (c.303Mn€) y deuda subordinada (c.100Mn€). En este sentido, actualmente se desconocen las condiciones de financiación (coste, plazos, etc).
- 2. Integración.** Debido al peso que las nuevas adquisiciones tendrán en el grupo final, especialmente la de Yoigo, creemos que existen riesgos de integración a corto plazo. Para minimizar esta posibilidad, Masmovil ha incorporado en los últimos meses a su plantilla profesionales con experiencia en gestión y desarrollo de redes.
- 3. Estrategia comercial.** Masmovil todavía no ha especificado su estrategia comercial y posicionamiento de marcas a futuro. Pensamos que parte del éxito del lanzamiento de oferta convergente vendrá por una adecuada estrategia de publicidad y comunicación, así como por el posicionamiento de marcas a medio plazo (Masmovil, Pepephone y Yoigo). En lo que a esto se refiere, existe el riesgo de que el número de clientes con oferta convergente sea menor del estimado si no existe una estrategia comercial adecuada.

### ► Líneas de telefonía móvil por operador

A continuación mostramos la variación mensual hasta mayo en las líneas de telefonía móvil por operador. Como se observa, desde febrero, los operadores móviles virtuales (OMV) han ido ganando peso, teniendo a finales de mayo (último dato reportado por la CNMC) un total de 5,3 millones de líneas (c.10% del total).

Líneas de telefonía móvil por operador - Variación mensual



Fuente: CNMC, Intermoney Valores

**Masmovil - Estimaciones de resultados**

(Mn€)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Ingresos Totales</b>	<b>130,2</b>	<b>154,6</b>	<b>1104,2</b>	<b>1186,5</b>	<b>1275,0</b>	<b>1313,8</b>
Aprovisionamientos	-89,5	-110,1	-680,1	-721,8	-766,1	-783,2
Otros	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0
Margen bruto	43,6	47,4	426,9	467,7	511,8	533,6
Gastos operativos y de personal	-17,9	-16,7	-266,3	-260,0	-259,7	-259,4
<b>EBITDA</b>	<b>10,7</b>	<b>14,7</b>	<b>138,3</b>	<b>181,4</b>	<b>225,0</b>	<b>246,3</b>
Amortizaciones y provisiones	-10,2	-62,0	-84,9	-86,4	-82,8	-76,5
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>-47,3</b>	<b>53,4</b>	<b>95,0</b>	<b>142,2</b>	<b>169,8</b>
Rdo. Financiero	-2,5	-1,9	-43,8	-42,2	-39,5	-30,2
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>-2,0</b>	<b>-49,2</b>	<b>9,6</b>	<b>52,8</b>	<b>102,8</b>	<b>139,6</b>
Impuesto sociedades	0,5	12,3	-1,4	-7,9	-15,4	-20,9
<b>Beneficio neto</b>	<b>-1,5</b>	<b>-36,9</b>	<b>8,1</b>	<b>44,9</b>	<b>87,3</b>	<b>118,6</b>
<b>Balance</b>						
<b>Activos no corrientes</b>	<b>234,2</b>	<b>991,0</b>	<b>990,4</b>	<b>995,7</b>	<b>952,5</b>	<b>910,0</b>
Inmovilizado neto	96,1	277,4	285,2	282,1	279,1	276,2
Inmovilizado intangible	122,0	397,6	390,1	403,9	373,8	348,2
Otros	16,2	316,1	315,1	309,8	299,5	285,6
<b>Activo corriente</b>	<b>156,7</b>	<b>88,3</b>	<b>384,3</b>	<b>446,9</b>	<b>602,6</b>	<b>773,5</b>
Deudores comerciales	120,8	44,3	316,2	339,7	365,1	376,2
Efectivo	30,5	38,6	61,3	100,2	230,3	390,1
Otros	5,4	5,4	6,9	7,0	7,1	7,2
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>390,9</b>	<b>1.079,2</b>	<b>1.374,7</b>	<b>1.442,7</b>	<b>1.555,0</b>	<b>1.683,5</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>90,7</b>	<b>154,3</b>	<b>162,4</b>	<b>207,3</b>	<b>294,6</b>	<b>413,3</b>
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>134,0</b>	<b>859,0</b>	<b>857,1</b>	<b>855,1</b>	<b>853,1</b>	<b>851,2</b>
Deuda a l/p	59,9	786,9	786,9	786,9	786,9	786,9
Otros	74,1	72,2	70,2	68,2	66,2	64,3
<b>Pasivo corriente</b>	<b>166,2</b>	<b>65,9</b>	<b>355,2</b>	<b>380,3</b>	<b>407,2</b>	<b>419,1</b>
Deuda a c/p	123,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Acreedores comerciales	39,7	47,1	336,4	361,5	388,4	400,3
Otros	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>390,9</b>	<b>1.079,2</b>	<b>1.374,7</b>	<b>1.442,7</b>	<b>1.555,0</b>	<b>1.683,5</b>
<b>EOAF</b>						
Cash flow operativo	8,3	25,0	129,2	170,5	212,0	232,8
Variaciones de WC	-2,4	0,4	16,0	1,4	1,5	0,7
Capex	-22,2	-48,8	-85,3	-97,0	-49,8	-48,0
Intereses	-2,3	-1,9	-37,3	-35,9	-33,6	-25,7
<b>FCF</b>	<b>-18,5</b>	<b>-25,2</b>	<b>22,7</b>	<b>38,9</b>	<b>130,2</b>	<b>159,8</b>
<b>Crecimientos</b>						
Ventas	69,1%	18,7%	614,3%	7,5%	7,5%	3,0%
EBITDA	190,0%	38,1%	839,4%	31,2%	24,0%	9,5%
Beneficio neto	n.a.	2349,0%	n.a.	452,3%	94,7%	35,8%
<b>Márgenes</b>						
EBITDA / Ventas	8,2%	9,5%	12,5%	15,3%	17,6%	18,7%
EBIT / Ventas	0,4%	-30,6%	4,8%	8,0%	11,2%	12,9%
Bº neto / Ventas	n.a.	2349,0%	n.a.	452,3%	94,7%	35,8%
<b>Endeudamiento</b>						
Deuda financiera neta	43	764	742	703	573	413
Deuda neta / RRPP	47,6%	495,4%	456,7%	339,0%	194,4%	99,9%
Deuda neta / EBITDA	4,0x	51,9x	5,4x	3,9x	2,5x	1,7x
EBITDA / Rdo. financiero	4,8x	7,7x	3,2x	4,3x	5,7x	8,1x
<b>Valoración</b>						
EV/EBITDA	28,3x	74,8x	7,8x	5,7x	4,0x	3,0x
EV/CE	-14,6x	-0,5x	2,5x	0,4x	0,2x	0,2x
Nº empleados	270	281	344	398	402	406

Fuente: Masmovil, Intermoney Valores



Director General: Javier de la Parte

**DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS +34 91 432 64 61**

**Head: Esther Martín Figueroa**

Alejandro Refojo  
Álvaro Navarro  
Antonio Pausa  
Elena Fernández  
Virginia Pérez

**Sector construcción – Industriales**

Papeleras – Industriales  
Sector eléctrico – Utilities  
Alimentación – Industriales – Hoteles  
Aerolíneas – Farma  
Media – Telecoms – Industriales

**emartin@grupocimd.com**

arefojo@grupocimd.com  
anavarro@grupocimd.com  
apausa@grupocimd.com  
elenafernandez@grupocimd.com  
vperez@grupocimd.com

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

**Head: Eduardo Moreno**

Ainhoa Pérez  
Carmen Martín  
David López  
Enrique Aparicio  
Jaime Nicolás  
Javier López Medina  
Javier Soto  
Juan Pérez  
Juan San José  
Maite Franco  
Pedro Guinea  
Rubén Sánchez

**emoreno@grupocimd.com**

aperez@grupocimd.com  
carmenm@grupocimd.com  
dlopez@grupocimd.com  
eparicio@grupocimd.com  
jnicolas@grupocimd.com  
jlopez@grupocimd.com  
jsoto@grupocimd.com  
juanperez@grupocimd.com  
jsanjose@grupocimd.com  
mfranco@grupocimd.com  
pguinea@grupocimd.com  
rsanchez@grupocimd.com

## **RANKING DE RECOMENDACIONES DE IM VALORES SV**

Cualquier compañía analizada por Intermoney Valores SV, recibirá uno de las siguientes recomendaciones, que representan tan solo la visión personal de Intermoney Valores SV respecto a una acción en concreto, desde un punto de vista estrictamente fundamental.

**COMPRAR:** se espera que el valor tenga un mejor comportamiento relativo que su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe superior al 10%-15%.

**MANTENER:** se espera que el valor tenga un comportamiento relativo similar al de su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe entre el 5%-10%.

**REDUCIR:** se espera que el valor tenga un peor comportamiento relativo que su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe inferior al 5%

**Estos porcentajes son estimativos y orientativos y la recomendación puede oscilar, no ajustándose estrictamente a estos porcentajes, en función de elementos coyunturales y de tipología de sectores y valores, en función del criterio del analista.**

---

El presente informe refleja la opinión leal e imparcial de Intermoney Valores SV con los destinatarios de la misma y recoge datos que consideramos fiables. Sin embargo, el hecho de que existan múltiples factores y variables de tipo económico, financiero, jurídico, político que afectan a la misma, que son por su propia naturaleza incontrolables e impredecibles y que el informe se elabora a partir de datos suministrados por fuentes sobre las que Intermoney Valores SV no siempre tiene control y cuya verificación no siempre es posible, hace que Intermoney Valores SV no garantice la corrección de la información. En consecuencia, Intermoney Valores SV no asume responsabilidad alguna por los daños y perjuicios derivados de errores y/o incorrecciones o de la inexactitud en la información y opiniones suministradas. Los destinatarios tomarán la información recibida por Intermoney Valores SV como una opinión más con las limitaciones que le afectan.

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstas no han sido tomadas en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Los destinatarios aceptan el hecho de que la información suministrada por Intermoney Valores SV no implica en ningún caso recomendación de compra o venta de instrumentos financieros o de cualquier otra operación financiera, por lo que Intermoney Valores SV en ningún caso podrá ser objeto de reclamaciones por pérdida, daño, coste o gasto alguno derivado del uso de la información.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuido o (3) citado, sin permiso previo por escrito de Intermoney Valores SV. El destinatario será el único responsable de las consecuencias que se pudieran derivar de tales acciones, así como la salvaguarda de la información suministrada, debiendo tomar las medidas de seguridad apropiadas para la protección contra el acceso o difusión no autorizados.

El presente informe ha sido emitido conforme a la Legislación Española y, por lo tanto, su uso, alcance e interpretación deberán someterse a dicha Legislación.

Información adicional: Intermoney Valores SV SA. T: 914 32 64 00. F: 914 32 64 52. Príncipe de Vergara 131.  
28002 Madrid.

**Intermoney Valores es una entidad inscrita en el Registro Oficial de Sociedades y Agencias de Valores y Sociedades Gestoras de Cartera de la CNMV. Nº de registro oficial: 169.**

© Intermoney Valores SV.