

Desarrollo con red propia

1 de Marzo de 2016

► Nuevo escenario de crecimiento

La reciente fusión entre Orange y Jazztel abre una nueva vía de crecimiento para Masmovil. Los acuerdos de asignación de activos de banda ancha aprobados recientemente por la Comisión Europea, presentan un nuevo escenario competitivo que permitirá al Grupo aprovechar los *remedies* impuestos en el marco de la fusión entre Orange y Jazztel, a un precio muy ventajoso.

Con un modelo de negocio renovado, Masmovil afronta el futuro como cuarto operador integral a nivel nacional, en un sector altamente competitivo y en reciente consolidación.

► Plan estratégico 2015-2018: ambicioso pero alcanzable

El plan de negocio 2015-2018 estima unas ventas de 250Mn€ y un EBITDA de 70Mn€ en 2018e. Identificamos dos grandes catalizadores:

- 1. Crecimiento orgánico a través de la inversión y explotación de red de fibra óptica propia.** Acceso a 2,25-2,30 millones de unidades inmobiliarias en 2018.
- 2. Acceso preferencial a la red de par de cobre (xDSL) de Jazztel por un periodo mínimo de cuatro años,** con acceso a 18,6 millones de unidades inmobiliarias, cubriendo el 78% del territorio nacional.

A pesar de que nuestras estimaciones son ligeramente más conservadoras (245Mn€ de ventas y un EBITDA de 68Mn€, 2018e), consideramos que Masmovil está en disposición de alcanzar una nueva dimensión como empresa, pudiendo jugar un papel clave como operador alternativo con oferta convergente, gracias al acceso de unos activos muy atractivos a bajo precio.

► ¿Consolidación finalizada?

A pesar de estar en un mercado maduro, los últimos movimientos corporativos constatan como todavía existen opciones de consolidación. En este sentido, **no descartamos nuevos movimientos corporativos a corto plazo**, especialmente tras las últimas noticias sectoriales que apuntan la posible venta por parte de TeliaSonera de Yoigo, cuarto operador de telefonía móvil a nivel nacional. Como detallamos en el análisis, la operación tendría un claro sentido económico y estratégico para Masmovil.

► Recomendación: COMPRAR. Precio objetivo: 27,0€/acción

Nuestra valoración asume una WACC del 10,1% y una g del 1,5%. A los precios actuales (20,4 €/acción), la empresa cotiza a un múltiplo 2018e VE/EBITDA 5,5x.

El crecimiento previsto en el segmento de fibra óptica y el acuerdo de acceso a la red de ADSL alcanzado recientemente con Orange, pueden actuar como catalizadores ante este nuevo escenario de crecimiento. Además, pensamos que los posibles movimientos corporativos y el paso de la empresa al Mercado Continuo, pueden suponer un gran impulso para el valor.

COMPRAR

Precio objetivo (€)	27,0
Potencial (%)	32%

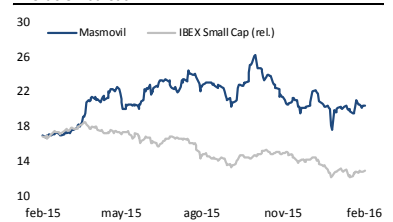
Datos de mercado

Precio (€) (26/02/2016)	20,4
Número de acciones ('000)	11.767
Market Cap (Mn€)	240,0
Deuda Neta 2015e (Mn€)	54,0
Enterprise Value (Mn€)	294,0
Rentabilidad último año	41%
52-week high/low (€)	26,5 / 15,5

Principales magnitudes y ratios

(Miles de €)	2016e	2017e	2018e
Ventas	145.869	178.945	245.115
inc. %	4%	23%	37%
EBITDA	16.568	35.143	68.378
inc. %	50%	112%	95%
EBIT	-7.796	1.320	24.280
inc. %	137%	n.a.	1740%
Beneficio neto	-8.321	-3.070	12.328
inc. %	137%	n.a.	n.a.
BPA (€)	-0,71	-0,26	1,05
VE/EBITDA	17,7x	10,5x	5,5x
P/VC	3,1x	3,2x	2,6x
ROCE	-2,5%	1,3%	9,1%
DFN/EBITDA	5,4x	3,7x	2,0x

Evolución bursátil



Fuente: Bloomberg, Intermoney Valores

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

I. Tesis de inversión	3
II. Descripción	4
Historia	4
Perfil del grupo: actividad y divisiones	4
Accionariado.....	6
III. Masmovil y el sector de las telecomunicaciones	7
Masmovil como operador móvil virtual (OMV).....	7
El mercado de telefonía móvil.....	7
Banda ancha fija: evolución y perspectivas	9
<i>Remedies</i> en el marco de la fusión entre Orange y Jazztel.....	11
Un nuevo operador con un SAC similar al de un operador con red propia:	12
IV. Plan estratégico 2015-2018: Nuevo modelo de negocio	13
Nuestras estimaciones frente al plan estratégico	15
Análisis de la deuda	16
V. Posible movimiento corporativo: adquisición de Yoigo	18
Escenario de adquisición de Yoigo	18
VI. Catalizadores adicionales: regulación y paso al mercado continuo	21
Cambio al Mercado Continuo.....	21
Nuevo marco regulatorio	21
VII. Valoración y recomendación	22
Descuento de flujo de caja	22
¿Qué descuenta la cotización actual?	22
Resumen.....	23
Riesgos	23
Múltiplos comparables	24
VIII. Anexo	25

I. Tesis de inversión

► Nuevos activos y desarrollo de red propia

La fusión entre Orange y Jazztel abre una nueva vía de crecimiento para Masmovil. Gracias a las condiciones impuestas por la Comisión Europea en la operación, la empresa **ha adquirido unos activos estratégicos a un precio muy competitivo**, entre los que se incluyen redes de fibra óptica y el acceso preferencial a la red xDSL de Jazztel. El anterior escenario es la base del plan de negocio 2015-2018, en el que la compañía estima unas **ventas de 250Mn€ y un EBITDA de 70Mn€ en 2018**, datos apoyados en:

- 1. Crecimiento orgánico a través de la inversión y explotación de red de fibra óptica propia.** Acceso a 2,25-2,30 millones de unidades inmobiliarias en 2018.
- 2. Acceso preferencial a la red de par de cobre (xDSL) de Jazztel por un periodo mínimo de cuatro años**, con acceso a 18,6 millones de unidades inmobiliarias, cubriendo el 78% del territorio nacional.
- 3. Positiva evolución de su negocio de telefonía móvil**, en el que cuentan con más de 400.000 clientes, esperando alcanzar cerca de 1Mn de abonados en 2018e (TACC 2015-2018e superior al 30%).

Con un modelo de negocio renovado, **Masmovil afronta el futuro como cuarto operador integral a nivel nacional**, en un sector altamente competitivo y en reciente consolidación.

► Movimiento corporativo con un gran potencial: compra de Yoigo

Las últimas noticias sectoriales señalan una posible venta de Yoigo por parte de sus accionistas de referencia. A pesar de la escasa información al respecto, en nuestro análisis planteamos un escenario a futuro, incluyendo las importantes sinergias que se podrían obtener – tanto en ingresos como en costes – de llevarse a cabo la operación.

La compra tendría un claro sentido económico y estratégico, dada la dimensión de Yoigo en telefonía móvil (3,3Mn de abonados de Yoigo a los que poder vender banda ancha fija mediante oferta integrada) **y los nuevos activos a los que accedería Masmovil** (la red de telefonía móvil de Yoigo). El resultado de la operación finalizaría con la **creación de un grupo que se posicionaría como cuarto operador con red propia de telefonía móvil y banda ancha fija a nivel nacional**, con una facturación superior a los 1.000Mn€ y un EBITDA en torno a los 210Mn€ post-sinergias (2017e).

► Nuevo impulso: salto del valor al Mercado Continuo

Masmovil es en la actualidad la empresa con mayor capitalización del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) (240,0Mn€). **Resulta lógico pensar que el grupo dará el salto al Mercado Continuo**, dado el avance a nivel de regulación que facilita el proceso. Este cambio aumentaría la visibilidad del Grupo de cara a nuevos inversores institucionales, aportando también una confianza adicional. Pensamos que la culminación de este proceso supondrá un importante catalizador para el valor.

► Recomendación: COMPRAR. Precio objetivo: 27,0 €/acción

Determinamos un precio objetivo de 27,0€/acción, considerando una WACC del 10% y una g del 1,5%. A los precios actuales (20,4 €/acción), **la empresa cotiza a un múltiplo 2018e VE/EBITDA 5,5x.**

II. Descripción

► Historia

En febrero de 2006 nació Masmovil de la mano del austríaco Meinrad Spenger y el noruego Christian Nyborg, que constituían en Madrid una compañía que pretendía introducirse en el negocio de la telefonía móvil, **funcionando como un Operador Móvil Virtual (OMV)**, sin red propia y con servicios para el mercado residencial de prepago y recargas automáticas a unos precios muy competitivos.

En los años siguientes, la compañía lograba crecer mediante compras y alianzas, destacando la **integración con Ibercom en 2014**, compañía que ofrecía servicios de telecomunicaciones a pequeñas y medianas empresas de ámbito nacional y que había empezado a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en 2012. Fruto de la integración de Ibercom, Masmovil pasó a actuar como **operador de telecomunicaciones alternativo con oferta integral**, con el nombre de Masmovil Ibercom.

El impulso anterior vendría acompañado en los dos últimos años con un **fuerte crecimiento inorgánico**, mediante la compra de Quantum Telecom y Xtra Telecom (2014), con las que se buscaba reforzar la presencia en el mercado mayorista y empresarial, así como las incorporaciones recientes de Embou, Ebesis y Neo (2015). **De estas tres adquisiciones, destaca la de Neo, operador especializado en el segmento de empresas y administraciones públicas**, con red 4G/LTE propia de más de 100 estaciones y presencia en 22 áreas metropolitanas.

Cuadro 1. Principales adquisiciones por volumen en 2014 y 2015

Adquisición	Forma de pago	EV	EV/Ventas	EV/EBITDA
Quantum Telecom SA	Efectivo y emisión de acciones	2,5 Mn€	0,06x	1,98x
Xtra Telecom SL	Efectivo	16,7 Mn€	0,21x	4,40x
Neo	Efectivo y emisión de acciones	27,1 Mn€	2,58x	6,12x
Ebesis y Embou	Efectivo y emisión de acciones	6,4 Mn€*	n.a.	n.a.
TOTAL		52,7 Mn€		

Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

* Considerando 20€/acc. para las 195.000 acciones pendientes de pago en 2016 y 2018

A esta vía de crecimiento se le añade la **adquisición reciente de los activos procedentes de la operación de fusión entre Orange y Jazztel**, adquisición que implica un nuevo cambio en el modelo de negocio y ofrece una clara opción de crecimiento, como analizaremos más adelante.

► Perfil del grupo: actividad y divisiones

Másmóvil Ibercom es un operador de telecomunicaciones integral, ofreciendo servicios de telefonía móvil (voz y datos), banda ancha fija y soluciones profesionales (*hosting*, servidores virtuales, *cloud*) a nivel nacional. Desde 2014 **la compañía divide sus líneas de negocio en tres segmentos: residencial, empresarial y mayorista.**

A. Residencial (38% de las ventas y margen bruto del 60% en 2015e)

En este segmento, **a día de hoy, los ingresos proceden en gran medida de la parte de telefonía móvil (prepago y contrato)**, a través de los servicios de voz y datos. Los últimos datos señalan una cifra de 400.000 líneas activas a finales de junio (aprox. 295.000 líneas 1S2014). Adicionalmente, el crecimiento está siendo mayor en los clientes de contrato, que en el último año han aumentado su peso (49% en 1S'15 vs. 37% en 1S'14).

Con la integración de Ibercom en 2014 y las posteriores adquisiciones, Masmovil ha cambiado su estructura significativamente

Importante crecimiento inorgánico entre 2014 y 2015

Adquisición reciente de los activos procedentes de la fusión entre Orange y Jazztel

En la división Residencial vemos importante crecimiento futuro por los servicios de banda ancha, con la consiguiente mejora de los márgenes

Se esperan importantes crecimientos para los próximos años en esta área, gracias al desarrollo e integración de nuevas redes y a la creación de ofertas convergentes (voz, datos y banda ancha fija); por ello, **esperamos un aumento del peso de los ingresos de banda ancha fija** (fibra y xDSL), con la consiguiente mejora de los márgenes de la división.

B. Empresas (30% de las ventas y margen bruto del 45% en 2015e)

La compañía cuenta con **25.000 clientes en el mercado empresarial**, poseyendo una **importante recurrencia en ingresos**. Los servicios ofrecidos a empresas son **principalmente de datos y voz**, aunque Masmovil también dispone de soluciones *cloud*, email, espacio web, dominios, VPS, video conferencia, así como de paquetes de comunicación específicos.

La división empresarial aporta el 38% de las ventas, con un margen bruto del 45% (2015e) y una elevada recurrencia en ingresos

La infraestructura de la empresa en este segmento está basada en 3 *data centers* (Madrid, Zaragoza y San Sebastián), las interconexiones de voz y los nodos de datos en Andalucía y Levante.

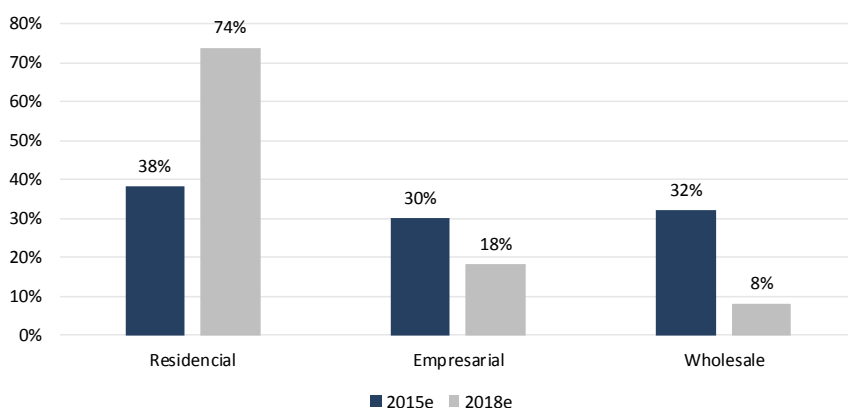
Con la integración de los nuevos activos, la compra de NEO y Ebesis, esperamos que, como en la parte residencial, este segmento continúe creciendo en los próximos años, en parte porque **una de las prioridades de la compañía pasa por aumentar el porcentaje de ingresos recurrentes** a nivel global.

C. Wholesale (32% de las ventas totales y margen bruto del 4% en 2015e)

La parte del negocio mayorista engloba la **gestión de tarjetas extranjeras y la intermediación en llamadas internacionales** mediante la compra y venta de tráfico de voz para otros operadores y *retailers*. Destacan en esta línea servicios como: reventa de telefonía de acceso indirecto, reventa de telefonía de VozIP, reventa de ADSL, terminación de tráfico nacional e internacional o la reventa de SMS masivos.

El objetivo de la compañía es reducir el peso de este segmento, con márgenes brutos muy inferiores a los de la parte residencial y empresarial.

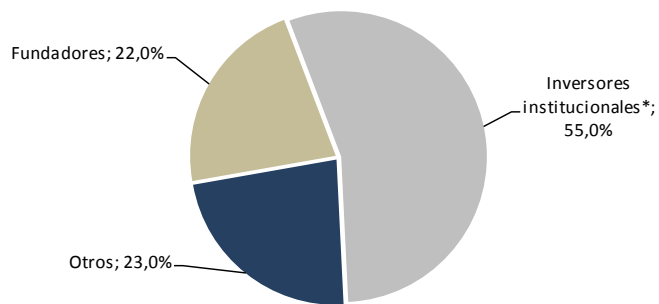
Cuadro 2. Evolución del peso de las ventas por segmento



Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

► Accionariado

Másmóvil Ibercom cuenta con la presencia de sus fundadores en el núcleo duro de su estructura accionarial. A cierre de 2015, en la relación de accionistas con una participación superior al 10%, figuran José Eulalio Poza Sanz – uno de los dos socios fundadores de Ibercom – con un 11,3% y NEO Sky 2002 S.A. con un 10,3%. Por otra parte, fuentes de la empresa apuntan a que en torno a un 20% del capital social pertenece a los fundadores (los dos socios fundadores de Ibercom y los dos de Masmovil), un 55% a inversores institucionales y un 25% a otros.

Cuadro 3. Principales accionistas reportados

Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

*Incluyendo Neo Sky

III. Masmovil y el sector de las telecomunicaciones

► Masmovil como operador móvil virtual (OMV)

En la parte móvil, **Masmovil se posiciona en el grupo de los operadores alternativos** y, dentro de los mismos, en el segmento de operadores móviles virtuales (OMV). La característica principal de estos operadores es que carecen de red propia, por lo que **tienen que suscribir un acuerdo de colaboración con un operador móvil propietario de red (OMR)** con el fin de ofrecer sus servicios, normalmente, buscando competir vía precio. En el caso concreto de Masmovil, se mantiene un **acuerdo de colaboración con Orange**, renovado recientemente hasta 2022.

En el negocio de telefonía móvil, Masmovil opera como OMV

La existencia de los operadores móviles virtuales permite fomentar la competencia en un sector en el que las barreras para entrar como OMR son altas, debido a los **elevados costes de inversión iniciales en red**. Por su parte, **el beneficio para un operador móvil de red en estos acuerdos viene por una mejora de los márgenes**, que se produce al tener que hacer frente a un menor coste de adquisición de usuario (SAC) sin variar sustancialmente el ingreso medio por usuario (ARPU); de esta forma, **el operador propietario de red consigue reducir los costes y mejorar el margen EBITDA, ofreciendo sus servicios como mayorista**.

En función del modelo de negocio adoptado como operador móvil virtual, es posible diferenciar entre:

1. **OMV revendedor.** El operador móvil virtual depende completamente del OMR, residiendo su valor en añadir su marca en las tarjetas SIM, llevar a cabo labores comerciales o en controlar la distribución, sin disponer de elementos propios de red.
2. **OMV completo.** El operador dispone de determinados elementos de red propios, lo que le permite poseer mayor flexibilidad a la hora de usar diferentes redes dentro de un mismo país, o incluso contar con departamentos técnicos propios.

En ambos escenarios, **la fuente principal de ingresos para el operador virtual procede de los pagos por conexión y servicios por parte de los clientes**. En determinados casos, esta fuente de ingresos se complementa con servicios de valor añadido (servicios *cloud*, *backup* de datos), así como con pagos de interconexión procedentes de otros operadores. **Por el lado de los costes**, estos vienen explicados mediante los **pagos que se realizan al OMR por el uso de la red**, e igualmente, por los **servicios de interconexión usados de otros operadores**. Adicionalmente, existe un alto porcentaje de costes procedentes de labores de marketing y tareas operativas.

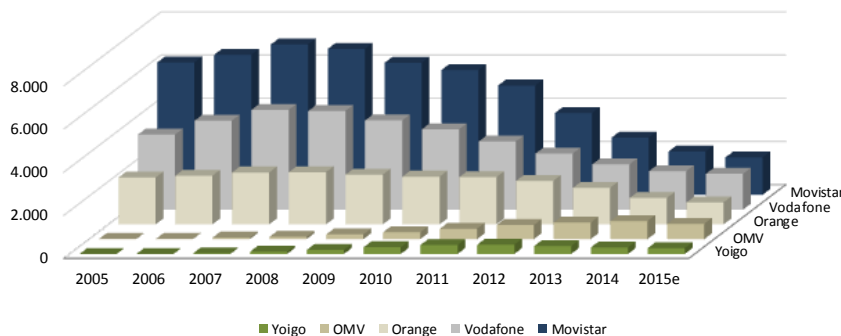
En el segmento de telefonía y datos móviles, Masmovil ha sufrido una **transformación gradual** en los últimos años, **pasando de ofrecer sus servicios exclusivamente como revendedor de Orange a buscar posicionarse dentro de los OMVs con valor añadido**, con un modelo mixto en la actualidad.

► El mercado de telefonía móvil

A nivel nacional existen cuatro operadores de telefonía móvil con red propia: Movistar, Vodafone, Orange y Yoigo. En el caso particular de Yoigo, existe una alianza con Movistar para compartir red de telefonía móvil en aquellas zonas en las que no está presente con infraestructura propia.

El origen de los operadores de móviles virtuales se remonta a la Orden Ministerial CTE/601/2002 y a la propuesta de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT), que tenía por objeto mejorar la competencia en materia de telefonía móvil, ofreciendo a los operadores independientes el acceso a las redes existentes.

Cuadro 4. Evolución de los ingresos totales de telefonía móvil por operador (Millones de €)



Los últimos datos de telefonía móvil, recogen portabilidades netas positivas en los operadores virtuales

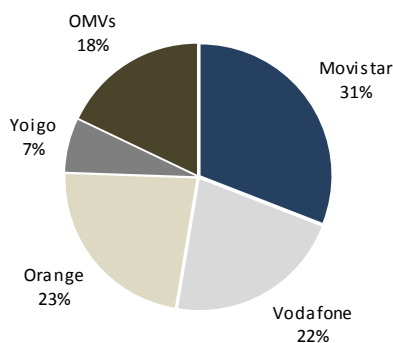
Fuente: CNMC, Intermoney Valores

A diferencia de los operadores tradicionales (exceptuando Yoigo), en los últimos diez años los operadores virtuales han conseguido aumentar la cifra de ingresos totales (TACC 2005-2015e: 48,7%).

El crecimiento de los OMVs ha venido sustentado por la evolución en el consumo de datos móviles a nivel nacional (crecimiento acumulado 2T2012-2T2015: 265%), evolución reflejada en la cifra de ingresos totales de banda ancha móvil nacional en el segundo trimestre, 898,2Mn€ (TACC 2005-2015e del 28,4%).

Considerando la transformación anterior, la cuota de mercado de líneas móviles por operador ha ido evolucionando en los últimos años. A pesar de que las tres grandes operadoras (Movistar, Vodafone y Orange) controlan aproximadamente el 75% del mercado, los operadores alternativos han conseguido llegar a un 18% de cuota (datos de la CNMC a diciembre 2015). En este sentido, esperamos que la cuota de mercado actual de los OMVs se mantenga estable o incluso se incremente en los próximos meses, tal y como se desprende de la tendencia de los saldos netos de portabilidades en 2015, en los que únicamente Yoigo y los operadores virtuales presentan una evolución positiva.

Cuadro 5. Cuotas de mercado en telefonía móvil (dic 2015)



Los OMV tienen un 18% de cuota de mercado (datos a diciembre 2015)

Fuente: CNMC, Intermoney Valores

En el caso concreto de Masmovil como operador móvil virtual (OMV), **la estrategia histórica ha girado en torno a precios muy competitivos junto con una alta calidad del servicio**. Se trata de una característica propia de los operadores móviles alternativos, cuya diferenciación principal no suele venir por los servicios de valor añadido o por la calidad ofrecida, sino vía precio (lo que explica las mayores tasas de cambio o *churn-rate* en el segmento). La estrategia de Masmovil de ofrecer precios muy competitivos con un buen servicio de atención al cliente le ha permitido cerrar el último trimestre de 2015 como líder en portabilidades.

La estrategia de Masmovil en telefonía móvil se basa en ofrecer precios muy competitivos y un buen servicio de atención al cliente

Cuadro 6. Comparativa tarifa básica contrato telefonía móvil (voz y datos)

	Masmovil	Vodafone	Movistar	Orange	Yoigo	Lowi	Tuenti	Simyo
Datos	1GB	1GB	1GB	1GB	1,2GB	1GB	1GB	1GB
SMS	9,68cts	12cts	18,15cts	12cts	20cts	10cts	Gratis (200 sms)	9cts
Est. llamada	18,15cts	20cts	20cts	20cts	12,10 cts	18,15cts	50 min.(18,15cts)	100 min.(18,15cts)
Cuota mensual	5 €	12 €	12 €	11,95 €	11 €	6 €	7 €	9,50 €

Fuente: Tarifa oficial del operador, Intermoney Valores

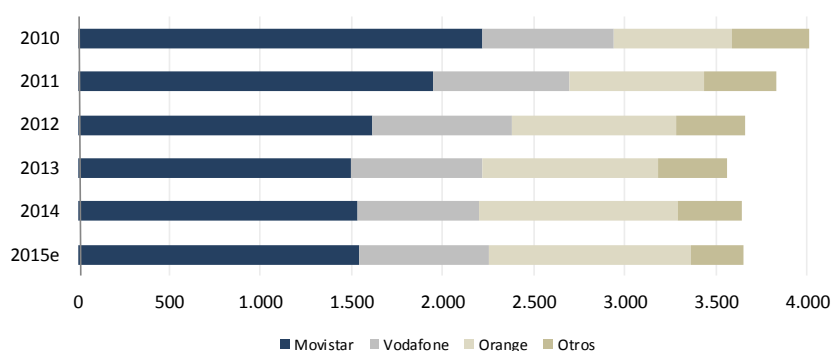
Dentro de la tarifa básica de telefonía móvil, con acceso a voz y datos, **Masmovil se posiciona como el operador más barato**, considerando los operadores con red de telefonía propia (Vodafone, Movistar, Orange y Yoigo) y los principales OMVs (Lowi, Tuenti y Simyo).

► Banda ancha fija: evolución y perspectivas

El mercado de banda ancha fija engloba las tres tecnologías más importantes en la actualidad: xDSL (*Digital Subscriber Line*), HFC (*Hybrid Fibre Coaxial*) y FTTH (*Fiber to the Home*). Estamos ante un mercado con mayor concentración que el segmento de telefonía móvil, en el que **Movistar posee aproximadamente el 44% de cuota en líneas de banda ancha fija (dic-2015)**.

Los ingresos totales en banda ancha fija han crecido a una TACC del 4,8% en los últimos diez años, destacando el crecimiento significativo en operadores de red alternativos como Jazztel (TACC 2005-2015e: 36,1%). A mediados de 2015, el 43,2% de los ingresos totales procedían de Telefónica (Movistar). Orange (30,1%) y Vodafone (19,2%) – considerando las últimas adquisiciones – completaban el liderazgo a nivel de ingresos.

Cuadro 7. Evolución de los ingresos totales de banda ancha fija por operador (Millones de €)

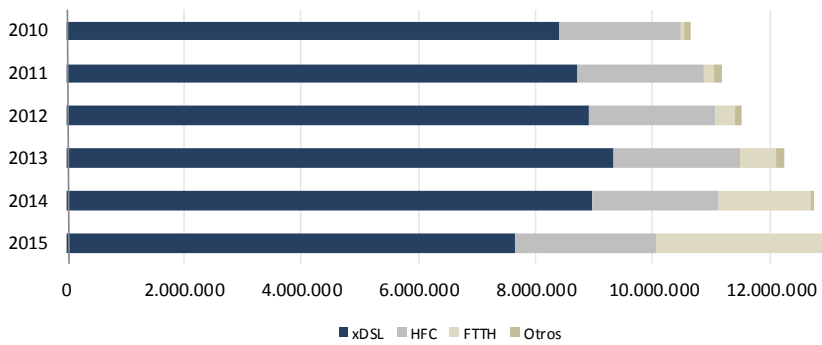


Fuente: CNMC, Intermoney Valores

El acceso por xDSL sigue siendo mayoritario (58%)...

...pero la fibra óptica es la tecnología que más crece (con 3,1Mn de líneas a diciembre 2015, ya supone un 24% del total)

Por tipo de tecnología, **el acceso mediante xDSL sigue siendo mayoritario, representando el 58% de las líneas totales** (7,6 millones de líneas a dic-2015). No obstante, los datos recientes constatan un **mayor despliegue y contratación de accesos de fibra óptica (FTTH)**, con una tasa anual de crecimiento compuesto del 109% en los últimos cinco años (vs -0,6% en xDSL para el mismo periodo). Esperamos que este crecimiento continúe en los próximos años, considerando las posibilidades de expansión de red y los últimos datos (dic-2015), que muestran un registro de 3,1 millones de líneas de fibra óptica.

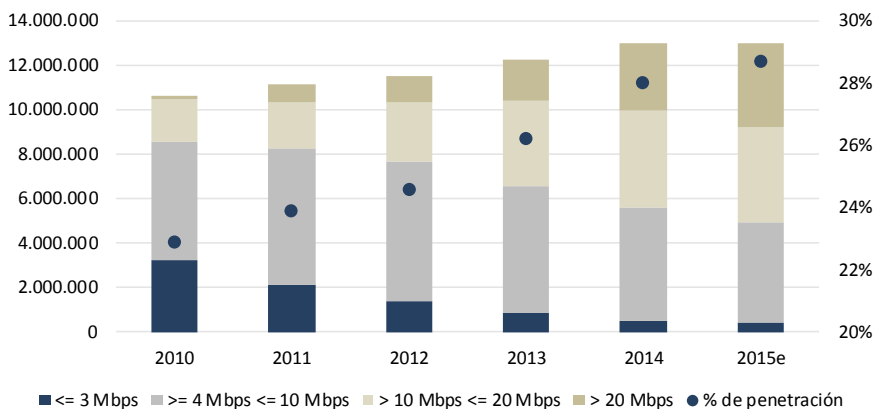
Cuadro 8. Líneas de banda ancha por tecnología

Fuente: CNMC, Intermoney Valores

Telefónica es el operador más destacado en este segmento, poseyendo en torno al 72% de las líneas de fibra óptica a nivel nacional.

El desarrollo reciente de la fibra óptica se explica por las ventajas a nivel de experiencia de usuario (alta velocidad), pero también por las **mejoras en márgenes para el operador, con un ARPU más alto frente a tecnologías alternativas** y la posibilidad de crear nuevas ofertas convergentes más competitivas en servicio y precio.

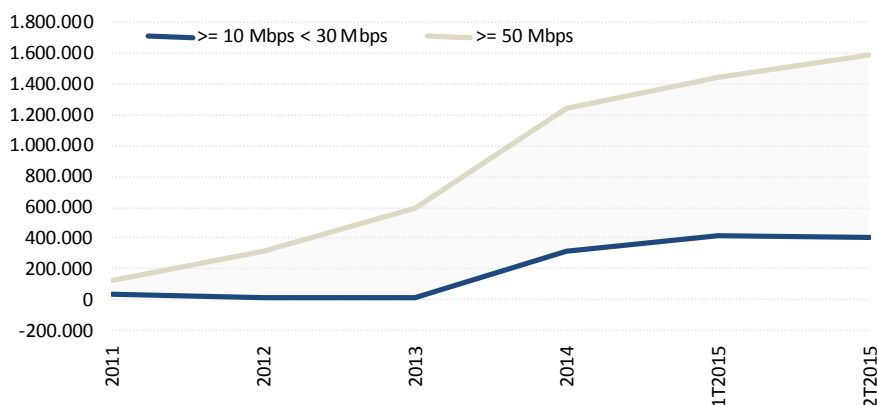
La fibra óptica supone mayores ARPUs y mejoras en márgenes para el operador

Cuadro 9. Número de líneas de banda ancha por velocidad y % de penetración (líneas/100 hab.)

Fuente: CNMC, Intermoney Valores

Las líneas de más de 20Mbps se han multiplicado por cuatro en los tres últimos años hasta c. 4Mn

En los últimos años, **el número de líneas de alta de velocidad ha tenido un crecimiento espectacular, multiplicándose por cuatro el número de líneas de más de 20Mbps entre 2012 y 2015e**, en consonancia con la evolución positiva de la tasa de penetración de banda ancha fija a nivel nacional (28,1% de líneas por cada 100 habitantes, 2T2015). Por otra parte, a pesar de las limitaciones de la red de cobre, los **operadores alternativos han impulsado ofertas con mayores velocidades** de conexión (mayores a 20 Mbps) mediante la implementación de la tecnología VDSL, cuya característica principal radica en el uso de cuatro canales para la transmisión de datos (dos de subida y dos de bajada), a diferencia de los dos canales usados por la tecnología ADSL, alcanzando mejores velocidades de transmisión.

Cuadro 10. Evolución del número de líneas FTTH por velocidad

Fuente: CNMC, Intermoney Valores

Por tecnología, en el segmento de FTTH el crecimiento acumulado en el número de líneas con velocidad superior a 50 Mbps ha sido del 83% en el último periodo (2T2014-2T2015), especialmente en zonas urbanas o en municipios con más de 100.000 habitantes. En este sentido, la tasa de penetración de fibra óptica continúa siendo baja en aquellas zonas con menos de 50.000 habitantes (0,5% de penetración de líneas FTTH por cada 100 habitantes vs. 2,0% de media nacional en 2T2014, último dato disponible) lo que apoya la estrategia Masmovil al invertir en zonas con un menor número de competidores en fibra óptica.

La tasa de penetración de la fibra óptica sigue siendo baja en poblaciones con menos de 50.000 habitantes

Aunque todavía es pronto para definir el posicionamiento de la compañía en el segmento de banda ancha fija y en oferta convergente, pensamos que, al igual que en telefonía móvil, se buscará competir con precios más agresivos. Como se observa en la comparativa, el máximo rival en estos momentos sería Jazztel (43,48€/mes).

Cuadro 11. Comparativa tarifa básica fibra + voz móvil + datos

	Vodafone	Movistar*	Orange	Jazztel
Velocidad	50Mbps	30Mbps	50Mbps	50Mbps
Voz móvil	200min.	200min.	200min.	200min.
Datos móviles	1,5GB	2GB	2GB	1,5GB
Cuota mensual	47,0 €	50,0 €	47,0 €	43,5 €

Fuente: Tarifa oficial del operador a 19/02/2016, Intermoney Valores

(*) La oferta de Movistar incluye TV (Movistar+, Yomvi y canales en abierto)

► Remedios en el marco de la fusión entre Orange y Jazztel

En el marco de la operación de fusión en 2015 entre Orange y Jazztel, la Comisión Europea imponía una serie de obligaciones (*remedies*) a los dos participantes, teniendo en cuenta las siguientes características:

La Comisión Europea obligó a vender parte de la red de fibra de Orange para autorizar su fusión con Jazztel

- **Eliminación de la presión competitiva:** reducción del número de operadores con red fija propia de cuatro a tres, **concentrándose el 92% de los ingresos de banda ancha fija en Movistar, Orange y Vodafone.**
- **Altas barreras de entrada:** necesidad de grandes inversiones para el despliegue de redes de nueva generación (NGN), altos costes de equipamiento y de red para acceder a las redes desarrolladas por Telefónica (Movistar) y finalmente, una regulación muy estricta para el acceso al mercado mayorista, especialmente en telefonía móvil.

Las obligaciones propuestas tenían como objetivo favorecer la competencia, evitando una subida en las tarifas actuales y permitiendo que un cuarto operador pudiese competir en el segmento de banda ancha fija y telefonía móvil. En este sentido, las medidas giraron en torno a tres tecnologías, dándose las siguientes condiciones:

1. **Red de fibra (FTTH):** desinversión por parte de Orange en la red de FTTH, comprendiendo entre 700.000 y 800.000 unidades inmobiliarias y cubriendo 13 áreas urbanas situadas en las cinco ciudades españolas más grandes: Madrid, Barcelona, Málaga, Sevilla y Valencia. Además, Orange adquiriría el derecho de uso del 40% de la red (con el fin de seguir ofreciendo servicio a sus propios clientes) durante 35 años, mediante un pago único inicial y sucesivos pagos recurrentes de mantenimiento de red.
2. **Red de cobre (xDSL):** acceso mayorista durante un periodo mínimo de cuatro años (prorrogable por 4 años adicionales) a la red ADSL de Jazztel (cubriendo el 78% del territorio español), para el comprador de la red de fibra óptica. Las condiciones económicas del acuerdo obligaban al comprador a desembolsar:
 - a. Una tarifa mensual específica por línea.
 - b. Un IRU (pago por derecho de uso) asociado a la red de ADSL financiado al 0%, con un calendario de pagos establecidos hacia el final del periodo.
3. **Red móvil (2G, 3G y 4G):** acceso preferencial a la red móvil de Orange incluyendo los servicios de datos (2G, 3G y 4G), en caso de que el operador comprador no dispusiese de acceso a dichos servicios hasta el momento.

Un nuevo operador con un SAC similar al de un operador con red propia:

Con las tres medidas propuestas se buscaba que un nuevo operador tuviese la oportunidad de hacer frente a un **coste de adquisición de usuario (SAC) similar al de un operador con red propia**. Asimismo, la Comisión Europea daba especial relevancia a que el comprador contase con la capacidad para ofrecer oferta convergente (*multiple-play packages*).

Finalmente, en el contexto expuesto, Masmovil alcanzaba un acuerdo con Orange por un importe de 89Mn€. Además, dentro del acuerdo se especificaba un pago por parte de Orange sobre derechos de uso de red (*Indefeasible rights of use (IRU)*) de 69Mn€, por lo que el importe neto de la adquisición de los activos y derechos de uso adquiridos, asciendía a 20Mn€, precio muy razonable si se valoran las sinergias y el crecimiento que dichos activos aportarán a la compañía.

Masmovil alcanzó un acuerdo con Orange por 89Mn€, que queda en 20Mn€ considerando los derechos de uso de red

Dicha transacción permite al Grupo poseer activos propios de red de fibra óptica y acceder de forma preferencial a la red ADSL de Jazztel, pudiendo competir con oferta convergente con los operadores tradicionales.

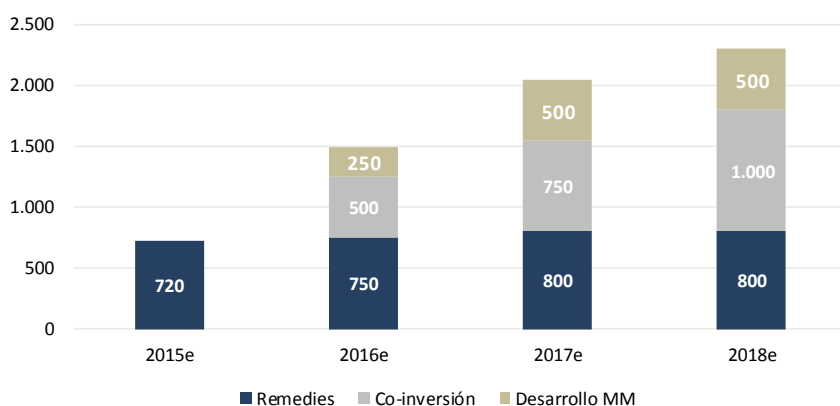
IV. Plan estratégico 2015-2018: Nuevo modelo de negocio

En octubre de 2015, **Masmovil presentaba un nuevo plan estratégico (2015-2018)**, confirmando un cambio significativo en el modelo de negocio tras la incorporación de los activos recientemente adquiridos. Las previsiones de la compañía contemplan:

1. **Expandir el número de unidades inmobiliarias accesibles con fibra óptica**, con una **previsión de 2,3Mn de unidades en 2018e**, frente a las 720.000-800.000 unidades procedentes de la operación con Orange. Además, el plan contempla el **despliegue de red propia** mediante dos vías: co-inversión con Orange para llegar a 1Mn de unidades inmobiliarias y desarrollo propio hasta alcanzar 500.000 unidades inmobiliarias. El objetivo principal del desarrollo de red propia, es poder llegar a aquellos municipios con una población inferior a 50.000 habitantes, en los que la tasa de penetración de fibra óptica continúa siendo baja.

Masmovil prevé alcanzar los 2,3Mn. de unidades inmobiliarias accesibles con su red de fibra en 2018e

Cuadro 12. Número de unidades inmobiliarias por año (miles) - Fibra óptica



Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

2. **Aumentar la base de clientes de banda ancha fija y de telefonía móvil**. En concreto, en telefonía móvil la compañía espera pasar de **420.000 usuarios en 2015e hasta 950.000-1,0Mn en 2018e** (TACC del 31%/35%), alcanzando una cuota de mercado del 2,5% en telefonía móvil.

En el segmento de banda ancha fija, las estimaciones presentadas en el plan reflejan una evolución **desde 25.000 clientes a finales de 2015e, hasta 350.000-400.000 clientes para 2018e** (TACC del 141%/152%). Al igual que en el segmento anterior, se prevé para 2018e alcanzar una cuota de mercado del 2,5%.

Tanto en telefonía móvil como en banda ancha fija, el plan de negocio de Masmovil prevé alcanzar una cuota de mercado del 2,5% en 2018e

En referencia al crecimiento del número de clientes de banda ancha fija, consideramos clave analizar el porcentaje de clientes de fibra óptica (FTTH) sobre unidades inmobiliarias accesibles en comparables. Con un acceso similar al que tendrá Masmovil en un primer momento, **Orange tenía en 2014 una tasa del 6,6% de clientes de fibra óptica** (53.000 clientes) **sobre unidades inmobiliarias accesibles** (800.000 unidades inmobiliarias). En el mismo periodo, **esta tasa era del 5,3% para Jazztel**. Además, si valoramos el acceso a la red ADSL (18,6Mn de unidades inmobiliarias), Jazztel tenía en 2014 un porcentaje del 7,4% de clientes ADSL activos sobre unidades inmobiliarias accesibles. Nuestras estimaciones de abonados de fibra de Masmovil implican una tasa de penetración sobre unidades inmobiliarias accesibles del 6,2% en 2018e, lo que consideramos razonable a la vista de los datos de Orange y Jazztel.

- 3. Mejora de la cifra de ingresos: frente a los 140Mn€ que tenemos estimados para 2015, Masmovil espera alcanzar los 250Mn€ de ventas en 2018e** (TACC del 34%). Esta cifra de ingresos estará condicionada por dos factores clave: el crecimiento de usuarios de fibra óptica y el ingreso medio por cliente (ARPU) de telefonía móvil y banda ancha fija. En el siguiente cuadro se recoge la información del ingreso medio por usuario de los principales competidores, tanto en banda ancha fija como en telefonía móvil.

Cuadro 13. ARPU (€/mes) de los principales competidores - 3T 2015

	Orange	Movistar	Vodafone
Telefonía Móvil	14,1	15,7	16,6
Banda ancha fija	28,5	29,4	-
Fusión	-	75,5	-

Fuente: Datos oficiales operadores, InterMoney Valores

- 4. Multiplicar por 6 el EBITDA de 2015.** Masmovil espera una **mejora en el margen EBITDA del 8% en 2015e al 28% para 2018e**, lo que se traduciría en un EBITDA 2018e de 70Mn€, frente a los 11,5Mn€ de 2015e (TACC del 82,6%). Esta mejora vendrá por (i) la normalización de los gastos no operativos a los que han tenido que hacer frente con las últimas integraciones; (ii) la reducción del peso del negocio de Wholesale, de menores márgenes; (iii) la división de Residencial, que aumentará su peso en el grupo (74% de las ventas en 2018 según nuestras estimaciones) al tiempo que mejorará sus márgenes gracias al crecimiento en fibra óptica (con mayores márgenes que en ADSL y en telefonía móvil).
- 5. Inversión acumulada hasta 2018e de 259Mn€, con una parte fija (118Mn€) y otra variable (141Mn€) sujeta a la adquisición de clientes.** La compañía ha marcado como objetivo que, para 2018e, el total de inversiones (Capex) sobre ingresos se sitúe en torno al 28%, incluyendo aquí el Capex de despliegue de red (que se completará ese año) y siendo el Capex significativamente menor en los años posteriores.
- 6. Un nivel de deuda financiera neta sobre EBITDA en torno a 2x para 2018e.** Además, se estima que la deuda neta total (con y sin recurso) pasará de 53Mn€ en 2015e hasta 134Mn€ en 2018e. En este sentido, el ratio esperado sería inferior al de los principales comparables (Telefónica: 2,8x; Vodafone: 2,6x; Orange: 1,9x para 2015e). **La deuda anterior incluye el bono de 27Mn€** que la compañía ha emitido en junio de 2015 (5,5% de interés anual y vencimiento en 2020). Además, se contempla como vía complementaria de financiación, la **emisión de un bono corporativo** o un **acuerdo de vendor financing con algún proveedor tecnológico por un importe aproximado de 74Mn€**; aunque este acuerdo todavía no ha sido confirmado, pensamos que puede suponer una vía factible para canalizar la financiación restante.

En el cuadro 14 detallamos las previsiones de la compañía para el periodo 2015e-2018e. En nuestra opinión, aunque las estimaciones del plan de negocio de Masmovil son ambiciosas, consideramos que son alcanzables. Por otra parte, al tratarse de un negocio con un elevado apalancamiento operativo, el fuerte incremento en ventas se traducirá en un aumento sustancial del EBITDA.

Cuadro 14. Plan de negocio 2015-2018

	2015e	2016e	2017e	2018e	TACC 15-18e
Clientes banda ancha fija ('000)	25	70-90	175-220	350-400	141%/152%
Cuota de mercado (%)	0,2%	0,6%	1,40%	2,50%	
Clientes telefonía móvil ('000)	420	500-525	650-700	950-1.025	31%/35%
Cuota de mercado (%)	1,0%	1,3%	1,7%	2,5%	
Ingresos (Mn€)	146	152	185	250	20%
EBITDA (Mn€)	11,5	15	37	70	83%
EBITDA/Ventas (%)	8%	10%	20%	28%	
Capex fijo (Mn€)	52	33	22	11	
Capex fijo/Ventas (%)	35,6%	21,7%	11,9%	4,4%	
Deuda financiera (Mn€)	53	88	126	134	36%
DFN/EBITDA (x)	4,61x	5,87x	3,41x	1,91x	

Fuente: InterMoney Valores, Masmovil

► Nuestras estimaciones frente al plan estratégico

Nuestras estimaciones asumen un escenario algo más conservador en el número de clientes de banda ancha fija, no obstante, no difieren demasiado en la tasa de crecimiento en ventas (TACC 2015e-2018e en ingresos: 20,5%).

Cuadro 15. Estimaciones InterMoney vs plan de negocio de Masmovil

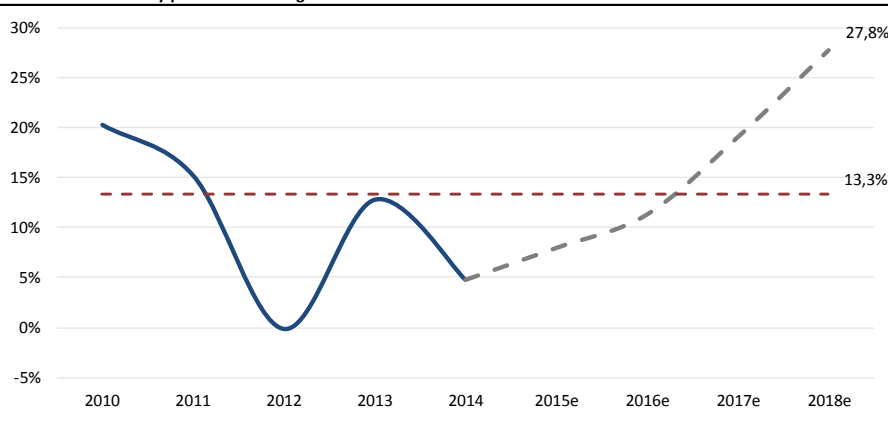
	2015e	2016e	2017e	2018e
Cientes FBB* ('000)				
Masmovil	25	70-90	175-220	350-400
InterMoney	25	70	165	325
Diferencia (%)	-	-	-5,7%/-25%	-7,1%/-18,7%
Ingresos (Mn€)				
Masmovil	146	152	185	250
InterMoney	140	146	179	245
Diferencia (%)	-4%	-4%	-3%	-2%
EBITDA (Mn€)				
Masmovil	11,5	15	37	70
InterMoney	11	16	35	68
Diferencia (%)	-4%	7%	-5%	-3%
Margen EBITDA (%)				
Masmovil	8,0%	10,0%	20,0%	28,0%
InterMoney	7,9%	11,4%	19,6%	27,9%

Fuente: InterMoney Valores, Masmovil

* FBB: Fixed Broadband Bundle

Nuestras estimaciones son algo más conservadoras que la parte baja del plan de negocio

Desde nuestra perspectiva, **los ingresos procedentes de los nuevos activos de red fija no tendrán visibilidad en 2015**, siendo en 2017 cuando se comiencen a ver mejoras relevantes en ingresos y márgenes.

Cuadro 16. Evolución y previsión del Margen EBITDA

Fuente: InterMoney Valores, Masmovil

Además, en línea con los ingresos medios por usuario (ARPU) de los comparables, mostrados en el cuadro 13, estimamos un **ARPU de 35€/mes para usuarios de fibra óptica y de 30€/mes para usuarios de ADSL**. En la parte móvil, con cerca de un 50% de clientes de contrato, el ARPU estimado es de 9€/mes. Considerando lo anterior, detallamos nuestras estimaciones de resultados en el siguiente cuadro:

Cuadro 17. Estimación de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

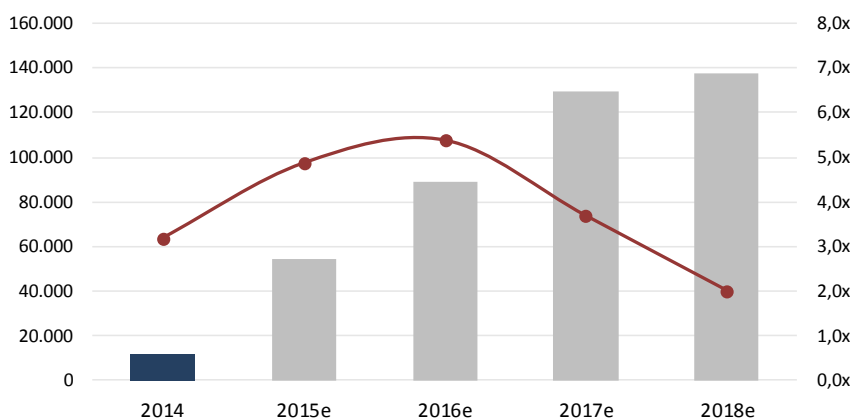
Miles de €	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Ventas netas	77.005	140.000	145.869	178.945	245.115
% var.	891,7%	81,8%	4,2%	22,7%	37,0%
Margen bruto	20.339	52.688	61.086	84.805	129.178
EBITDA	3.674	11.076	16.568	35.143	68.378
% var.	269,8%	201,5%	49,6%	112,1%	94,6%
Mg EBITDA	4,8%	7,9%	11,4%	19,6%	27,9%
EBIT	(175)	(3.288)	(7.796)	1.320	24.280
% var.	n.a.	1778,9%	137,1%	n.a.	1739,9%
Mg EBIT	-0,2%	-2,3%	-5,3%	0,7%	9,9%
Resultado financier	(300)	(1.393)	(3.299)	(5.413)	(7.843)
Impuestos	809	1.170	2.774	1.023	(4.109)
Beneficio neto	122	(3.511)	(8.321)	(3.070)	12.328
% var.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mg Neto	0,16%	-2,51%	-5,70%	-1,72%	5,03%

Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

► Análisis de la deuda

A cierre de 2014, la deuda neta de la compañía era de 11,7Mn€, lo que se traduciría en un ratio DFN/EBITDA de 3,2x. Dada la transformación reciente de la compañía, tanto en activos como en ingresos, pensamos que estos datos no son comparables con los niveles de deuda actuales.

Cuadro 18. Estimación de la deuda neta (Miles de €) y múltiplo DFN/EBITDA



Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

A finales del primer semestre de 2015 (último dato publicado), la deuda neta se situaba en los 23,1Mn€. **Nuestras estimaciones contemplan una deuda neta a cierre de 2015 de 54,0Mn€, con un ratio DFN/EBITDA de 4,9x; dicho ratio de endeudamiento se irá reduciendo hasta situarse en 2,0x en 2018e (con un nivel de deuda neta de 137,5Mn€).** Mencionar aquí que en la emisión del bono corporativo (en junio de 2015) se contemplaban una serie de *covenants*. De dichos *covenants*, solo uno se refiere a la situación financiera, y es el que fija un ratio DFN/EBITDA por debajo de 3x, considerando exclusivamente la deuda con recurso, por lo que en ningún ejercicio, según nuestras estimaciones, se estaría incumpliendo este *covenant*.

Por otra parte, a pesar de lo presentado en el último plan de negocio, **actualmente no está confirmada la principal vía de financiación** que tendrá la compañía para afrontar el desarrollo de red de fibra óptica, más allá de la emisión de bonos corporativos por importe de 27Mn€ realizada a finales de junio de 2015, aunque todo apunta a una emisión de bonos de proyecto o a un acuerdo de *vendor financing* con algún fabricante tecnológico.

V. Posible movimiento corporativo: adquisición de Yoigo

► Escenario de adquisición de Yoigo

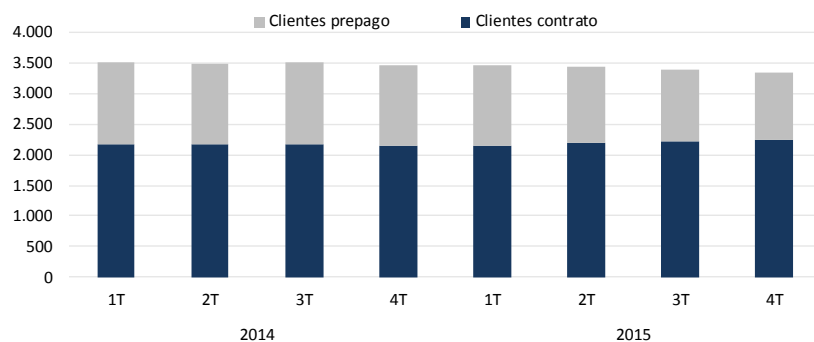
En relación a las últimas noticias publicadas en prensa respecto a una posible adquisición de Yoigo por parte de Masmovil, **valoramos a continuación las implicaciones financieras y estratégicas para la compañía**. Sin incorporar este escenario a la valoración final, pensamos que la operación tendría un claro sentido estratégico y económico:

1. Sinergias en telefonía móvil y banda ancha fija

A través de su red propia, **Yoigo contaba con 3,34 millones de clientes de telefonía móvil a finales de 2015**, siendo el 67% de los mismos clientes de contrato y el 33% clientes de prepago, lo que se traduciría en una **cuota de mercado aproximada del 6,5%**. Con la adquisición de Yoigo, **Masmovil reforzaría su estrategia como operador integral**, disponiendo de oferta convergente con red propia completa – telefonía y banda ancha fija. Además, existiría una **mejora significativa en el margen operativo** en telefonía móvil, abandonando el modelo de operador móvil virtual.

La operación de adquisición de Yoigo tendría un claro sentido estratégico y económico

Cuadro 19. Evolución trimestral de clientes en Yoigo (Miles de clientes)



Fuente: Intermoney Valores, Yoigo

Igualmente, la integración de Yoigo traería consigo **importantes sinergias para el segmento de banda ancha fija**, gracias a las **opciones de venta cruzada**, reduciendo el esfuerzo comercial necesario para cumplir los objetivos de usuarios previstos en el plan estratégico hasta 2018 (350.000 – 400.000 usuarios de banda ancha fija para 2018e).

Por último, **la adquisición contaría con la aprobación de la Comisión Europea**, cuyo objetivo – como se ha constatado con los *remedies* en la operación entre Orange y Jazztel – es **crear un cuarto operador a nivel nacional**, asegurando un buen nivel de competencia en el sector.

2. Estructura financiera: una nueva dimensión

La cifra de ingresos netos registrada en Yoigo en 2015 asciende a 854,4Mn€ (Tipo de cambio EUR/SEK: 9,3533), alcanzando un EBITDA de 77Mn€ (Margen EBITDA 2015: 9,01%). A falta de los datos de balance consolidado de 2015, Yoigo tenía una deuda financiera neta a cierre de 2014 de 127Mn€. Adicionalmente, en 2014, la empresa contaba con unos activos por impuestos diferidos de 340,1Mn€ - no contemplados en nuestro escenario.

Cuadro 20. Magnitudes del grupo integrado

	Masmovil (MM)	Yoigo*	MM+Yoigo (pre-sinergias)	Sinergias	MM+Yoigo (post-sinergias)
Ingresos 2017e (Mn€)	179	854	1.033	5%	1.085
Costes (Mn€)	(144)	(777)	(921)	5%	(875)
EBITDA 2017e (Mn€)	35	77	112		210
Margen EBITDA (%)	19,6%	9,0%	10,9%		19,3%
DFN 17e (Mn€) **	130	127	515		515
DFN/EBITDA (x)	3,7x	1,7x	4,6x		2,5x

Fuente: Intermoney Valores

* Para Yoigo, no consideramos crecimiento en ventas ni EBITDA vs. cifras de 2015

** Deuda neta de Yoigo a cierre de 2014

En nuestras hipótesis, **partimos de las cifras estimadas de Masmovil en 2017e**. Vemos posibles las sinergias en ingresos una vez que la compañía disponga en 2017 de un acceso a 2,3Mn de unidades inmobiliarias en fibra óptica.

Para ver el racional de la operación, hemos asumido las siguientes hipótesis:

a) Sinergias en ingresos del 5%: es previsible que parte de los 3,34Mn de abonados de móvil de Yoigo contraten el servicio de banda ancha de Masmovil, mejorando así el ARPU y los ingresos, incluso sin asumir un mayor ritmo de captación de clientes gracias a una mejor oferta integrada de servicios. Estas sinergias supondrían unos **52Mn€ de ingresos** adicionales; esto supondría asumir que **el 4% de la base de clientes de Yoigo contrata servicios de banda ancha fija** (con un ARPU de 30-35€ en función de si es con FTTH o con ADSL), equivalente a una **tasa de penetración del 7,5% sobre unidades inmobiliarias accesibles con fibra óptica** según las estimaciones de despliegue de red de Masmovil a cierre de 2017e. Así, **el nuevo grupo obtendría una cifra de ingresos en torno a los 1.085Mn€**.

b) Sinergias en costes del 5%: la principal sinergia estaría en el coste de los servicios de telefonía móvil que actualmente tiene Masmovil (a día de hoy opera como OMV a través de la red de Orange), al poder gestionar todo su tráfico a través de red propia. Adicionalmente, también habría sinergias en compras y en costes centrales. Siendo conservadores, **pensamos que estas sinergias podrían rondar los 46Mn€ anuales**.

c) Un nuevo grupo de unos 1.085Mn€ de ingresos y un EBITDA en torno a los 210Mn€. Considerando las cifras de 2017e en el caso de Masmovil y de 2015 para Yoigo, así como las sinergias estimadas tanto en ingresos como en costes, **nos encontraríamos con un grupo que superaría los 1.000Mn€ de facturación y un margen EBITDA cercano al 20%**.

d) Posible múltiplo EV/EBITDA de adquisición. Aplicando un ratio de **5,0x VE/EBITDA 2015 en Yoigo**, estaríamos hablando de una operación de **c.385Mn€**. Teniendo en cuenta los 127Mn€ de deuda neta que tenía Yoigo a cierre de 2014 (no tenemos datos de 2015), supondría un desembolso de **c.258Mn€**.

e) Un nivel de endeudamiento asequible. El nuevo grupo tendría una deuda de **c.515Mn€**, lo que implica un **ratio DFN/EBITDA** inicial de **4,6x** pero que se reduciría a **2,5x** **asumiendo la consecución íntegra de las sinergias** anteriormente planteadas.

El grupo tendría una nueva dimensión y se convertiría en un jugador clave en el sector

Cuadro 21. Valoración de Yoigo y nuevos ratios de endeudamiento

VE/EBITDA aplicado	Valor operación (Mn€)	Deuda grupo integrado	Pre-sinergias		Post-sinergias	
			EBITDA	DFN/EBITDA	EBITDA	DFN/EBITDA
4,0x	308	438	112	3,9x	210	2,1x
4,5x	347	476	112	4,2x	210	2,3x
5,0x	385	515	112	4,6x	210	2,5x
5,5x	424	553	112	4,9x	210	2,6x
6,0x	462	592	112	5,3x	210	2,8x

Fuente: Intermoney Valores

3. Operación con sentido estratégico

Yoigo ha registrado un beneficio neto negativo en los últimos dos ejercicios reportados (2014 y 2013), en parte, debido a una estrategia agresiva de captación de clientes en los últimos años. Tras no conseguir adquirir los activos procedentes de la fusión entre Orange y Jazztel, **la compañía se centra exclusivamente en el segmento de telefonía móvil**, lo que limita su capacidad para competir con operadores con oferta convergente.

Pensamos que la fusión con un operador con red propia de banda ancha fija, permitiría a Yoigo aumentar su base de clientes, pudiendo incorporar oferta convergente. Además, **los accionistas principales (TeliaSonera, ACS, FCC y Telvent) lograrían desprenderse de un activo no estratégico** y que actualmente registra pérdidas.

A pesar de la existencia de otros posibles compradores - Euskaltel, Telecable o diferentes fondos de capital riesgo – pensamos que **la operación con mayor sentido estratégico será aquella que logre complementar la red de telefonía móvil de Yoigo con activos de banda ancha fija a nivel nacional.**

VI. Catalizadores adicionales: regulación y paso al mercado continuo

► Cambio al Mercado Continuo

Los avances regulatorios respecto al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y la conocida como “ley ascensor” para facilitar el cambio al Mercado Continuo, podrían acelerar el “salto” de Masmovil a **un mercado que le aportaría mayor visibilidad y una confianza adicional de cara a nuevos inversores.**

Cotizar en el Mercado Continuo daría mayor visibilidad a la empresa

Masmovil es en la actualidad la compañía con mayor capitalización en el MAB (240,0Mn€). Consideramos razonable que la empresa abandone, en los próximos meses, un mercado que limita su visibilidad, lo que supondría un importante catalizador para el valor.

► Nuevo marco regulatorio

Al escenario previsto de crecimiento, se suma la posibilidad de un **mayor acceso a redes xDSL y de fibra óptica a nivel nacional**, gracias a la aprobación de una nueva regulación mayorista para los mercados de banda ancha, cuyo objetivo fundamental es **favorecer la competencia**. En este sentido, la Comisión Nacional del Mercado de la Competencia (CNMC) ha aprobado recientemente un proyecto en el que se contempla cómo **Telefónica tendría que compartir su red de fibra óptica en aquellas zonas en las que no exista competencia en redes de nueva generación** – entendiendo por “competencia” que existan al menos tres redes de fibra óptica o cable coaxial simultáneas que tengan una cobertura mínima del 20%, en alguna de las centrales de banda ancha del municipio. No obstante, **los precios mayoristas en dichas zonas de no competencia no estarían orientados a costes**, siendo el operador el que fijaría un precio de acceso razonable – para el acceso a la red de fibra. Además, la medida obliga a Telefónica a realizar una oferta mayorista a los operadores alternativos, de acceso sobre fibra y cobre para el sector empresarial en todo el territorio nacional.

A priori, consideramos esta medida como positiva para Masmovil, a la espera de conocer nuevos detalles sobre los precios fijados por Telefónica en la oferta mayorista.

VII. Valoración y recomendación

► Descuento de flujo de caja

Hemos realizado la valoración de Masmovil por descuento de flujo de caja, considerando el crecimiento previsto sobre un coste de los recursos propios (*ke*) del 14,5%, un coste del capital (WACC) del 10,1% y una tasa de crecimiento del 1,5%, obteniendo una **valoración de 27,0€/acción, lo que supone un potencial de revalorización del 32% frente al actual precio de mercado.**

DFC						
Miles de €	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Valor residual
EBIT	(7.796)	1.320	24.280	48.239	61.584	
Impuestos	1.949	(330)	(6.070)	(12.060)	(15.396)	
NOPLAT	(5.847)	990	18.210	36.179	46.188	
Amortizaciones	24.364	33.823	44.098	44.294	36.111	
Cash flow bruto	18.517	34.813	62.308	80.473	82.299	
Variación WC	237	1.338	2.678	1.963	331	
Capex	(48.750)	(55.250)	(67.000)	(19.750)	(36.111)	
Flujo de caja libre	(29.995)	(19.098)	(2.014)	62.686	46.519	546.493
Flujo de caja descontado	(27.619)	(15.966)	(1.529)	43.199	29.107	341.940
Valor empresa	369.133					
Deuda neta (2015e)	(53.966)			WACC	10,1%	
V.A créditos fiscales	4			Tasa de crecimiento	1,5%	
Minoritarios	0					
Market Cap	315.171					
Acciones ('000)	11.767					
- Autocartera ('000)	98					
Nº de acciones final ('000)	11.669					
Precio objetivo (€/acción)	27,0					

Fuente: Intermoney Valores

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%	11%	10%	9%	8%
2,5%	21,6	25,8	31,2	38,2	47,7
2,0%	20,3	24,2	29,0	35,2	43,4
1,5%	19,1	22,7	27,0	32,5	39,8
1,0%	18,1	21,3	25,3	30,3	36,7
0,5%	17,1	20,1	23,7	28,2	34,0

Fuente: Intermoney Valores

En la valoración anterior no se contemplan posibles ampliaciones de capital ni el pago de dividendos para los próximos años.

► ¿Qué descuenta la cotización actual?

La cotización actual (c.20,0€/acc.) implicaría un **cumplimiento del plan de un 75% respecto a la parte baja del número de clientes de banda ancha fija 2018e** (260.000 vs 350.000 clientes), y de un **71% en relación a los números de clientes de telefonía móvil** (675.000 vs 950.000 clientes).

A nivel de cuenta de resultados, el anterior escenario supondría unos de ingresos de 209Mn€ en 2018e (un 16% inferior respecto a los 250Mn€ del plan de negocio) y un EBITDA de 53Mn€ (un 25% inferior a los 70Mn€ previstos en el plan).

A continuación, comparamos estas implicaciones a nivel de valoración con las cifras del plan y nuestras estimaciones:

Cuadro 22. Escenario 2018e descontado en la cotización de mercado vs. estimaciones Intermoney y plan de negocio de Masmovil

	Cientes FBB ('000)	Ingresos (Mn€)	EBITDA (Mn€)	Margen EBITDA (%)	Precio implícito (€/acc)
Masmovil (optimista)	400	277	82	29,5%	34,6
Masmovil (conservador)	350	251	70	28,2%	28,6
Intermoney	325	245	68	27,8%	27,0
Cotización	260	209	53	25,3%	20,1

Fuente: Intermoney Valores, Masmovil

► Resumen

Tras haber sufrido un fuerte cambio en el modelo de negocio, Masmovil afronta el futuro con la ambición de un nuevo plan estratégico, pero con la solidez que le otorgan unos activos clave para crecer como operador integral. A pesar de los retos existentes, pensamos que la compañía está en disposición de alcanzar los objetivos marcados para los próximos tres años. Iniciamos la cobertura de Masmovil con una **recomendación de Comprar y una valoración fundamental de 27,0€/acción.**

► Riesgos

A pesar del aumento esperado en el valor de la empresa para los próximos años, resulta prudente resaltar los siguientes riesgos relacionados con la compañía y el sector:

- 1. Marco regulatorio.** La propuesta de la CNMC obliga a Telefónica a dar una oferta mayorista de fibra óptica en determinados municipios. En este sentido, existen numerosas incertidumbres en lo referente a las condiciones finales del acuerdo, lo que podría alterar las opciones de crecimiento futuro de Masmovil.
- 2. Grado de concentración en la parte de banda ancha fija.** En este segmento, el mercado está dominado por tres empresas: Movistar, Orange (incluyendo Jazztel) y Vodafone. Creemos que a pesar de los esfuerzos de las autoridades regulatorias por favorecer la competencia, es preciso señalar el riesgo que tendría para Masmovil el lanzamiento de nuevas ofertas más agresivas, especialmente dentro de las ofertas convergentes, incluyendo los servicios de televisión (*4-play*: voz, datos, fibra y TV) que los operadores tradicionales han comenzado a comercializar.
- 3. Fondo de comercio.** En el 1S2015 el importe del fondo de comercio (*goodwill*) suponía en torno al 47% de los activos totales. A pesar de que el crecimiento de esta partida va en consonancia con las adquisiciones realizadas, pensamos que supone un punto a destacar a nivel de balance dado su importe (89,4Mn€, 1S2015).
- 4. Soluciones Over The Top (OTT).** La consolidación y desarrollo de aplicaciones que se ejecutan sobre la red, sin necesidad de contratar nuevos servicios con el operador, supone un gran desafío para el segmento de telefonía móvil. Será preciso monitorizar la evolución futura de los ingresos de telefonía móvil, especialmente, en la parte de voz. A pesar de esto, se espera un aumento significativo en el consumo de datos gracias al éxito de estas aplicaciones, lo que amortiguaría el descenso de ingresos por llamadas.

► **Múltiplos comparables**

Incluimos en el siguiente cuadro con los múltiplos de los principales comparables que operan en el territorio nacional. Es preciso recordar que las compañías con las que espera competir Masmovil – especialmente en fibra óptica – tienen una dimensión mucho mayor, tanto en volumen de negocios como en servicios ofrecidos, por lo que el siguiente cuadro no debe ser interpretado en términos relativos, sino como datos de referencia.

Cuadro 23. Comparables

	Mkt. Cap (Mn€)	EV (Mn€)	VE/EBITDA 16e	EBITDA Mg 16e (%)	DFN/EBITDA 16e
Telefónica	46.851	110.988	7,5x	30,9%	2,7x
Orange	42.356	73.915	5,8x	30,9%	1,8x
Vodafone	74.060*	115.951*	7,3x	28,4%	2,5x

Fuente: Intermoney Valores, FactSet. Datos a 19-feb-2016

*Tipo de cambio aplicado EUR/GBP: 0,7729

VIII. Anexo

► Fundadores

Meinrad Spenger: Co-fundador de Masmovil y CEO de Masmovil Ibercom. Licenciado en Derecho (Grz/Austria y Trieste/Italia), MBA por el Instituto de Empresa (IE) y la Escuela de Negocios SDA Bocconi (Milán). Trabajó como consultor de McKinsey, ocupando el cargo de Engagement Manager. Fue miembro del “European Telecom Practice”.

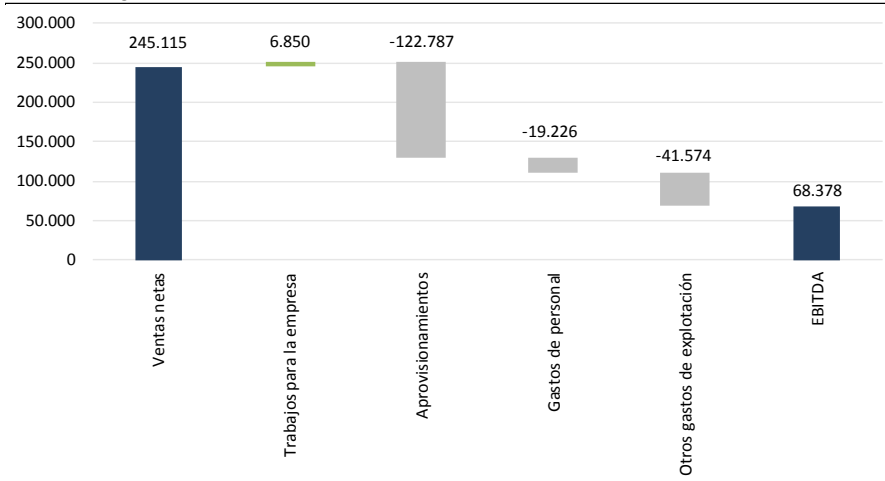
Christian Nyborg: Co-fundador de Masmovil y Director de la División Internacional de Másmóvil Ibercom. Máster en Económicas por la Norwegian School of Mananagement (BI) (Noruega/USA) y MBA en la Escuela Italiana de Negocios SDA Bocconi (Milán). Trabajó como directivo para Ericsson en varios países, en el área de Desarrollo de Negocio, así como consultor en el sector OMV en España

José Eulalio Poza: Co-fundador de Ibercom y Vicepresidente de Másmóvil Ibercom. Licenciado en Informática por la Universidad del País Vasco. Ha sido investigador y profesor en la Facultad de Informatica de la Universidad del País Vasco. Desempeñó varios cargos de responsabilidad en Ibercom, como el de director técnico o consejero delegado.

Luis Villar: Socio y accionista de referencia de Ibercom y miembro de su Consejo de Administración, donde fue responsable tanto de las finanzas corporativas como del desarrollo estratégico de la compañía. Ha sido asimismo Director de Oficina de la Caja Rural Navarra y La Caixa durante más de 4 años. Licenciado en CCEE por la Universidad de Deusto.


► Desglose EBITDA 2018e

Cuadro 24. Desglose EBITDA 2018e



Fuente: Intermoney Valores

Masmovil - Estimaciones

							
Miles de €	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Ventas	77.005	140.000	145.869	178.945	245.115	293.621	301.798
Trabajos realizados para la empresa	2.152	3.912	4.076	5.001	6.850	8.206	8.434
Aprovisionamientos	(58.818)	(91.224)	(88.859)	(99.141)	(122.787)	(140.317)	(141.600)
Margen Bruto	20.339	52.688	61.086	84.805	129.178	161.510	168.633
Gastos operativos y de personal	(8.412)	(16.233)	(17.740)	(18.547)	(19.226)	(19.924)	(20.643)
Otros ingresos de explotación	264	321	0	0	0	0	0
Otros gastos de explotación	(8.517)	(25.700)	(26.777)	(31.114)	(41.574)	(49.053)	(50.295)
EBITDA	3.674	11.076	16.568	35.143	68.378	92.532	97.695
Depreciación y amortización	(3.905)	(14.435)	(24.364)	(33.823)	(44.098)	(44.294)	(36.111)
Otros resultados	56	71	0	0	0	0	0
EBIT	(175)	(3.288)	(7.796)	1.320	24.280	48.239	61.584
Rdo. Financiero	(300)	(1.393)	(3.299)	(5.413)	(7.843)	(8.312)	(4.921)
Rdo. Por participación	(212)	0	0	0	0	0	0
Beneficio antes de impuestos	(687)	(4.681)	(11.095)	(4.093)	16.437	39.927	56.663
Impuestos	809	1.170	2.774	1.023	(4.109)	(9.982)	(14.166)
Beneficio neto	122	(3.511)	(8.321)	(3.070)	12.328	29.945	42.497
Flujo de caja							
EBITDA	3.674	11.076	16.568	35.143	68.378	92.532	97.695
Impuestos	809	1.170	2.774	1.023	(4.109)	(9.982)	(14.166)
Intereses	(718)	(1.569)	(3.475)	(5.589)	(8.019)	(8.488)	(5.097)
Inversiones en activo fijo	(14.286)	(60.750)	(48.750)	(55.250)	(67.000)	(19.750)	(18.000)
Inversiones en circulante	7.470	2.549	237	1.338	2.678	1.963	331
Otros	19.547	35.275	(2.598)	(847)	176	176	176
Flujo de caja libre	16.496	(12.249)	(35.243)	(24.181)	(7.896)	56.452	60.939
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0
Balance							
Activo fijo	84.853	146.633	173.792	212.551	235.374	210.774	192.653
Fondo de maniobra	(6.875)	(9.424)	(9.662)	(11.000)	(13.678)	(15.640)	(15.971)
Total Activo	126.549	213.175	242.590	294.066	342.330	336.378	321.401
Fondos Propios	65.635	83.243	74.922	71.852	84.180	114.125	156.622
Deuda financiera neta	11.717	53.966	89.209	129.700	137.518	81.009	20.060
Crecimiento							
Ventas	891,7%	81,8%	4,2%	22,7%	37,0%	19,8%	2,8%
EBITDA	269,8%	201,5%	49,6%	112,1%	94,6%	35,3%	5,6%
Beneficio neto	n.a.	n.a.	137,0%	(63,1%)	n.a.	142,9%	41,9%
EPS	(83,2%)	n.a.	137,0%	(63,1%)	n.a.	142,9%	41,9%
Márgenes							
EBITDA/Ventas	4,8%	7,9%	11,4%	19,6%	27,9%	31,5%	32,4%
EBIT/Ventas	(0,2%)	(2,3%)	(5,3%)	0,7%	9,9%	16,4%	20,4%
Beneficio neto/Ventas	0,2%	(2,5%)	(5,7%)	(1,7%)	5,0%	10,2%	14,1%
Activos fijos/Ventas	164,3%	152,3%	166,3%	164,3%	139,7%	114,6%	106,5%
EBITDA / (Activos fijos + Fdo. de maniobra)	4,7%	8,1%	10,1%	17,4%	30,8%	47,4%	55,3%
Beneficio neto / Fondos Propios	0,2%	(4,2%)	(11,1%)	(4,3%)	14,6%	26,2%	27,1%
Apalancamiento							
Deuda Neta / Fondos Propios	0,18	0,65	1,19	1,81	1,63	0,71	0,13
Deuda Neta / EBITDA	3,2	4,9	5,4	3,7	2,0	0,9	0,2
Número de empleados	296	560	600	615	625	635	645

INTERMONEY VALORES SV | GRUPO CIMD

Director General: Javier de la Parte

DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS +34 91 432 64 61

Head: Esther Martín Figueroa

Alejandro Refojo
Álvaro Navarro
Antonio Pausa
Elena Fernández
Virginia Pérez

Sector construcción – 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.