

En proceso de integración

2 de febrero de 2017

► Las mejoras contractuales permitirán anticipar las sinergias previstas

Masmovil firmaba el pasado mes de octubre un acuerdo global con Orange en el que destacan tres aspectos: **expansión de la red de telefonía móvil propia con la red de Orange en todas sus frecuencias, acceso mayorista a la red de fibra óptica ("FTTH")** y, consecuentemente, **la anticipación de las sinergias previstas** tras las adquisiciones de Pepephone y Yoigo.

De esta forma, se espera que **los ahorros contractuales que la compañía preveía de forma progresiva, alcanzando 60Mn€ en 2019e**, se consigan, previsiblemente, en los próximos 18 meses. A esto cabría sumarle una posible **reducción de los costes de integración planteados inicialmente** (50Mn€ durante los primeros tres años).

► Datos positivos en móvil... a la espera de datos oficiales en oferta convergente

Los datos de portabilidades recientes en el segmento de telefonía móvil han sido **muy positivos para Masmovil y Yoigo**. Durante la segunda mitad de 2016, **las portabilidad netas acumuladas superaron los 116.000 usuarios en Masmovil y 38.000 en Yoigo**. A pesar del comportamiento negativo de Pepephone en el mismo periodo, con la pérdida acumulada de 26.450 usuarios, creemos que estos datos son relevantes por dos motivos:

- **Estrategia de marca.** Las dos marcas que registraron un mejor comportamiento están posicionadas en diferentes segmentos, lo que indicaría cómo **el nuevo grupo está ganando usuarios en telefonía móvil en el segmento de bajo coste (Masmovil) y en el de mayor valor añadido (Yoigo)**.
- **Descenso de clientes de telefonía móvil en otros operadores.** En el mismo periodo, destacan las **pérdidas netas de 107.250 y 107.150 clientes en Movistar y Vodafone**, respectivamente. Será necesario analizar en los próximos informes de las compañías, si el crecimiento en la segunda mitad de 2016 en oferta convergente ha compensado la caída de clientes en telefonía móvil.

A la espera de conocer los primeros datos oficiales en la captación de usuarios en banda ancha fija, tras el lanzamiento de la oferta convergente es posible comprobar el posicionamiento que ha adoptado Masmovil: **servicio sin contenido premium a un precio básico**. Pensamos que **se trata de una estrategia acertada**, en un contexto generalizado de subidas en las tarifas convergentes.

► Recomendación: **COMPRAR**. Precio objetivo: **32,6€/acción (vs. 28,0€/acc. precio objetivo anterior con conversión)**

Nuestra valoración de Masmovil asume que no existe crecimiento en la base de clientes procedentes de Yoigo y Pepephone. Además, estamos considerando la ejecución de los instrumentos convertibles, debido a que el precio de mercado se sitúa por encima del precio de conversión (Providence: 22,0€/acc.; Accionistas esp. de Yoigo: 25,0€/acc.). En este escenario, nuestra valoración asume una WACC del 10,0% y una g del 1,5%. **A los precios actuales (28,2€/acción), la empresa cotiza a un múltiplo 2017e VE/EBITDA de 8,8x, teniendo un potencial de revaloración del 14%.**

COMPRAR

Precio objetivo (€)	32,6
Potencial (%)	14%

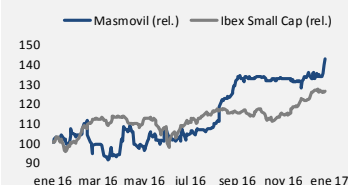
Datos de mercado

Precio (€) (1/02/2017)	28,7
Número de acciones (Mn)	20,0
Market Cap (Mn€)	572,6
Deuda Neta (Mn€)	738,9
Valor Empresa (Mn€)	1.311,5
Rentabilidad último año (%)	43,2%
52-semanas mín./máx. (€/acc.)	17,1 / 28,4

Principales magnitudes y ratios

(Mn€)	2016e	2017e	2018e
Ventas	393	1.173	1.248
inc. %	201%	199%	6%
EBITDA	36	147	192
inc. %	243%	302%	31%
EBIT	-27	56	97
inc. %	n.a.	n.a.	75%
Beneficio neto	-22	13	47
inc. %	n.a.	n.a.	276%
BPA (€)	-1,29	0,75	2,80
VE/EBITDA	34,1x	8,8x	6,5x
VE/CE	1,2x	1,2x	1,2x
P/VC	2,3x	2,3x	1,9x
ROCE	-2,6%	5,3%	9,3%
DFN/EBITDA	19,8x	5,0x	3,6x

Evolución bursátil relativa



Fuente: Factset, Intermoney Valores

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

I. Acuerdos con Orange y Telefónica	3
Acelerando las sinergias y facilitando el cambio de red	3
Acuerdo global con Orange: anticipación de las sinergias	3
Acuerdo global con Telefónica: un cambio de red móvil más flexible	4
II. Posicionamiento en oferta móvil y convergente	5
La estrategia en oferta convergente: posicionamiento en precio	5
Las portabilidades en telefonía móvil están respondiendo positivamente	6
Aprobación de la nueva oferta mayorista de fibra óptica	7
III. Adquisición de Llamaya	8
Expansión en el segmento de telefonía étnica	8
IV. Nuestras estimaciones	9
Objetivos de crecimiento alcanzables	9
Emisión de pagarés a corto plazo y nivel de deuda esperado	10
Resumen de nuestras estimaciones	11
V. Valoración y recomendación	13
Valoración considerando la ejecución de los convertibles	13
Recomendación	14
Riesgos	14

I. Acuerdos con Orange y Telefónica

► Acelerando las sinergias y facilitando el cambio de red

Como destacamos en la nota anterior (“Acuerdo global con Orange”), el pasado mes de octubre Masmovil **alcanzaba un acuerdo con Orange** en el que destacaba especialmente el **acceso mayorista a toda la red de fibra óptica (“FTTH”) del operador francés**. A éste, se le sumaba el **acuerdo firmado en diciembre con Telefónica**, gracias al cual Masmovil seguirá contando también con los **servicios de roaming nacional** en Yoigo y Pepephone hasta 2019.

Ambos acuerdos permitirán a la empresa **optimizar su estructura de costes, aumentar la capacidad de comercialización de la oferta móvil y convergente**, así como **facilitar la migración de la red de Telefónica a la red de Orange** en los próximos años. A continuación, repasamos los principales puntos de dichos acuerdos.

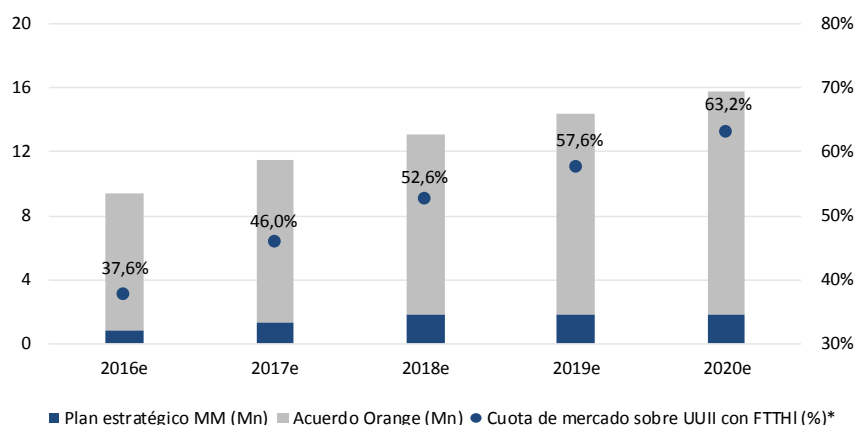
► Acuerdo global con Orange: anticipación de las sinergias

Los aspectos más relevantes del acuerdo alcanzado con el operador francés el pasado mes de octubre, se basaban en la **expansión de la red de telefonía móvil propia con la red de Orange** en todas sus frecuencias, el **acceso mayorista a la red de fibra óptica** y, consecuentemente, en la anticipación de las sinergias previstas tras las adquisiciones de Pepephone y Yoigo.

Respecto a éste último punto, en el anuncio de adquisición de Yoigo, Masmovil estimaba unos **ahorros en costes contractuales de forma progresiva, alcanzando 60Mn€ en 2019e**, a su vez, **penalizados por unos costes de integración y transacción de 50Mn€** durante los primeros tres años. En este sentido, tras el acuerdo firmado con Orange, **la compañía prevé la anticipación de estas sinergias**, previsiblemente, a los próximos 18 meses, al igual que **la reducción de los costes de integración** planteados inicialmente.

Como analizamos más adelante, pensamos que el componente clave del acuerdo es la nueva base de accesos de fibra óptica, equiparando la cobertura en FTTH de Masmovil a la de Orange. Además de las 800.000 unidades inmobiliarias con cobertura de fibra óptica propia de Masmovil, **la compañía tendrá acceso desde este año a 8,6Mn de unidades inmobiliarias adicionales** (UUII de Orange a cierre de 2T'16).

Unidades inmobiliarias accesibles por Masmovil (Mn) y porcentaje sobre el acceso total en FTTH (%)

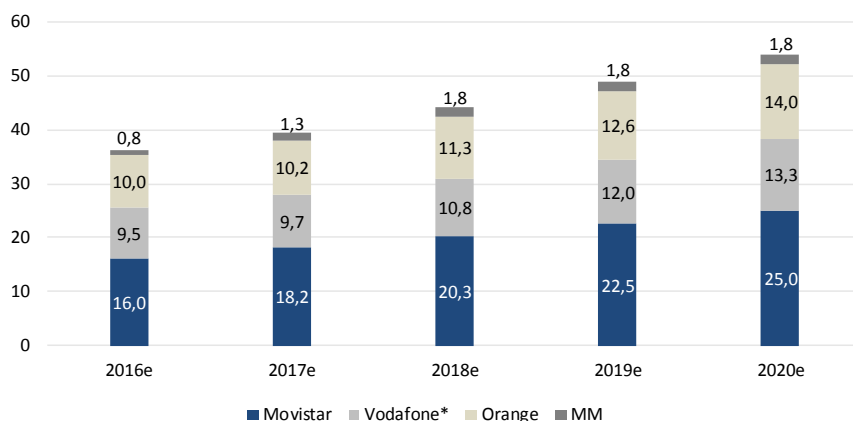


Fuente: Compañías, Masmovil, Intermoney Valores

(*) Considerando el acceso FTTH de los principales operadores: Movistar, Vodafone y Orange

En el gráfico anterior presentamos una estimación del acceso que podría alcanzar la compañía en los próximos años, además del porcentaje de acceso que tendría mediante el acuerdo con Orange sobre el total de accesos FTTH. Se trata de una previsión basada en los planes de expansión de red de cada operador hasta 2020e (por ejemplo, **el objetivo de Orange es superar las 14Mn de unidades**) y en el acuerdo de co-despliegue de redes FTTH entre Masmovil y Orange, que permitirá al operador español alcanzar las 2,3Mn UUll de accesos (propios y compartidos) en los próximos tres años. De esta forma, **Masmovil tendría acceso a 15,8Mn en 2020e en FTTH.**

Acceso esperado a unidades inmobiliarias con FTTH por operador hasta 2020 (Mn)



Fuente: Compañías, Intermoney Valores

*Vodafone: estimación de crecimiento anual del 8,7% hasta 2020e

► Acuerdo global con Telefónica: un cambio de red móvil más flexible

El acuerdo firmado con Telefónica el pasado mes de diciembre, se relaciona con las dos nuevas compañías del grupo, Yoigo y Pepephone. De esta forma, **Telefónica seguirá prestando los servicios de roaming nacional a ambas compañías** durante la fase de migración a la red de Orange. Adicionalmente, a partir desde comienzos del presente año, **el servicio ofrecido tendrá la misma calidad que el ofertado por Telefónica a sus clientes.**

Como parte complementaria al anterior acuerdo, **ambas compañías han resuelto los conflictos legales que existían entre Yoigo y Telefónica** respecto al servicio de *roaming* nacional y al servicio de interconexión móvil. Como consecuencia de lo anterior, **Yoigo abonará en los próximos meses 11,1Mn€ a Telefónica** por la resolución amistosa de todos los conflictos legales vigentes. En este sentido, en el hecho relevante¹ se especifica que se trata de un importe provisionado anteriormente.

Pensamos que lo más relevante del acuerdo es que **se asegura una transición más flexible para los usuarios de Yoigo y Pepephone a la red de Orange**, a la vez que se mejoran las condiciones del servicio ofrecido por Telefónica.

¹ HR de 14 de diciembre de 2016: Acuerdo global con Telefónica

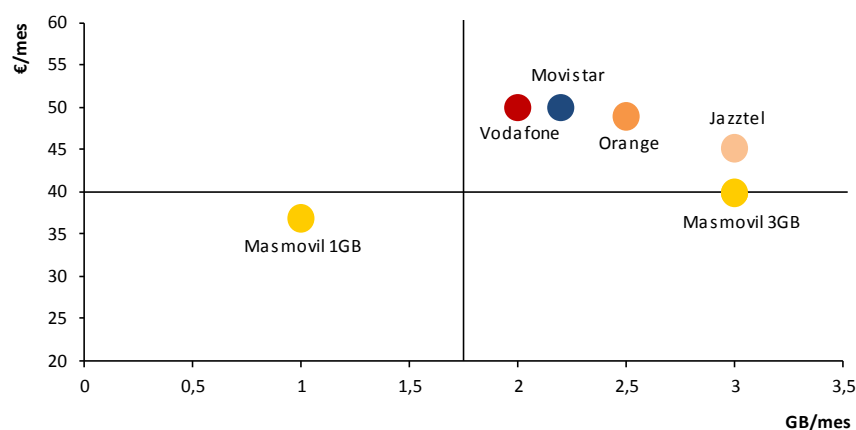
II. Posicionamiento en oferta móvil y convergente

► La estrategia en oferta convergente: posicionamiento en precio

A la espera de que la compañía presente un plan estratégico revisado, en el que además de las previsiones de crecimiento e inversión para los próximos años del nuevo grupo, se pueda ver el posicionamiento final de las marcas, tras el lanzamiento en 2016 de la oferta convergente (banda ancha fija + móvil + voz) es posible comprobar **el posicionamiento por el que ha apostado Masmovil: servicio sin contenidos premium a un precio muy ajustado.**

En el siguiente gráfico comparamos la oferta básica de Masmovil con la de los principales operadores nacionales, con un combinado que incluye 50MB de velocidad de descarga a través de fibra óptica, línea de telefonía fija y una línea móvil con datos. En esta comparativa, **la tarifa de Masmovil asciende a 36,9€/mes (IVA incl.), incluyendo 1GB de datos móviles y llamadas ilimitadas desde la línea móvil. Se trata de un precio más ajustado que el del siguiente operador, Jazztel, que cuenta con una tarifa de 45,2€/mes (IVA incl.), un 22,5% por encima del precio de Masmovil** aunque incluyendo mayor consumo de datos móviles, 3,0GB. No obstante, Masmovil también dispone de un paquete ("Masmovil 3GB") con mayor cantidad de datos móviles, cuyo precio asciende a 39,89€/mes (IVA incl.), **un 11,7% inferior a la tarifa de Orange.**

Comparativa gráfica de la oferta convergente básica (50MB) por operador (€/mes y GB/mes) (17/01/2017)



Fuente: Compañías, Intermoney Valores

El esquema anterior es similar en la oferta convergente FTTH de 300MB. En este caso, la tarifa de Masmovil de 3GB está por debajo de la del siguiente operador, Jazztel, **en un 12,7%.**

Comparativa oferta convergente 300MB/200MB por operador

	Movistar	Vodafone	Orange	Jazztel	Masmovil 3GB
Velocidad (MB)	300	300	300	200	300
Voz móvil (min.)	Ilimitadas	200	200	200	Ilimitadas
Datos móviles (GB)	2,2	2,0	2,5	2,0	3,0
Cuota mensual (€/mes)	62,0	62,0	59,0	57,2	49,9

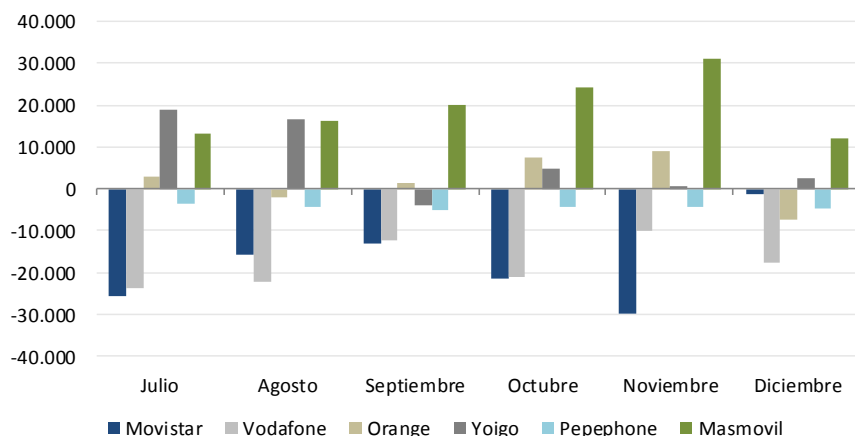
Fuente: Compañías, Intermoney Valores

La estrategia de lanzamiento de oferta convergente de Masmovil es acertada, especialmente, en un contexto de subidas generalizadas de las tarifas por parte de los otros operadores. No obstante, **queda pendiente comprobar el éxito de la misma con la publicación de los próximos datos oficiales.**

► Las portabilidades en telefonía móvil están respondiendo positivamente

A la espera de que se materialice el crecimiento en la captación de usuarios de banda ancha fija, **los últimos datos de portabilidades en el segmento de telefonía móvil han sido muy positivos para Masmovil y Yoigo**. De esta forma, **durante la segunda mitad de 2016 las portabilidades netas acumuladas ascendieron a 116.400 en Masmovil y a 38.900 en Yoigo**. Como aspecto negativo, cabría destacar el comportamiento de **Pepephone, que acumuló un descenso de 26.450 usuarios en el mismo periodo**.

Evolución de las portabilidades netas en telefonía móvil ('000 clientes)



Fuente: AdslZone, Intermoney Valores

Pensamos que **los datos recientes de portabilidades móviles son positivos** para el nuevo grupo, especialmente, debido a los siguientes puntos:

- **Estrategia de marca.** Las marcas que han registrado un mejor comportamiento están posicionadas en diferentes segmentos. De esta forma, mientras que **la oferta de Masmovil está centrada en el precio, la estrategia de Yoigo pasa por ofrecer tarifas de voz y datos conjuntas de mayor valor añadido** – por ejemplo, con mayor cantidad de datos. Aunque todavía no existe un posicionamiento por marca definido para el nuevo grupo, creemos que este escenario no cambiará excesivamente en el futuro.

Comparativa tarifas en telefonía móvil - Masmovil-Yoigo (voz y datos)

	Tarifa básica		Tarifa alternativa	
	Masmovil	Yoigo	Masmovil	Yoigo
Datos móviles (GB)	1,0	1,2	4,0	5,0
Voz	Ilimitadas	Ilimitadas	Ilimitadas	Ilimitadas
Est. Llamada (cts.)	18,15	18,15	18,15	18,15
Cuota mensual (€/mes)	5,0	11,0	14,9	19,0

Fuente: Compañías, Intermoney Valores

- **Cifras de los principales operadores.** En el periodo comparable, dos de los mayores operadores de telefonía móvil, **Movistar y Vodafone, han registrado pérdidas netas de 107.250 y 107.150 clientes, respectivamente**. Este comportamiento podría tener dos lecturas: por una parte, el paso de clientes móvil a oferta convergente en estos operadores o, alternativamente, la pérdida de los clientes totales. En este sentido, será preciso esperar a los resultados anuales de ambas compañías, para analizar si el crecimiento en la segunda mitad de 2016 en oferta convergente ha compensado la caída de clientes en telefonía móvil.

► Aprobación de la nueva oferta mayorista de fibra óptica

Como hemos venido apuntando en informes anteriores, la propuesta de la CNMC, que obligaba a Telefónica a ofrecer una oferta mayorista de banda ancha fija en zonas de no competencia, nos parecía positiva, debido a que era una opción que **permitía a Masmovil expandir su base de unidades accesibles en fibra óptica** sin incurrir en nuevos despliegues de red. Es necesario recordar que esta propuesta tenía como fin el acceso de otros operadores a la red FTTH de Telefónica, en aquellas zonas en las que no existiese suficiente competencia – al menos, tres operadores ofertando el mismo servicio.

En los últimos meses se ha avanzado de forma significativa en este sentido. Tras la aprobación de la propuesta inicial en 2016, **a inicios del presente año la CNMC aprobaba la nueva oferta mayorista de fibra óptica**. En el documento se marcan las **condiciones técnicas del nuevo servicio mayorista** de acceso a la red de fibra óptica de Telefónica, conocido como NEBA (Nuevo Servicio Ethernet de Banda Ancha). Adicionalmente, **la CNMC aprobaba una reducción de los precios mayoristas por capacidad**, rebajando en torno a un 40% el precio por capacidad contratada en cada punto de acceso. Por último, el organismo regulador señalaba también **la necesidad de ofrecer el servicio a los otros operadores con la máxima velocidad disponible (300Mbps)**. Se espera que la regulación de acceso mayorista en fibra entre en vigor en 2018.

Pensamos que **esta regulación favorecerá claramente a los operadores con un menor desarrollo de redes** de fibra óptica, como es el caso de Masmovil. Este hecho, unido al acuerdo con Orange, debería de permitir al nuevo grupo aumentar su cuota de mercado y conseguir sus objetivos internos de forma más cómoda.

III. Adquisición de Llamaya

► Expansión en el segmento de telefonía étnica

Masmovil anunciaba recientemente un acuerdo para la adquisición de Llamaya (“Llamaya”), operador móvil virtual (OMV), **por un importe de 29,7Mn€ a pagar en efectivo**. Esta valoración **implica un múltiplo de 2,9x EV/EBITDA**, según el EBITDA estimado por Masmovil (10Mn€) después de la integración. **El precio podría verse incrementado en hasta 12Mn€ (hasta 41,7Mn€)** en función de la evolución de ciertos parámetros operativos, **pagadero en su caso durante el 2018 y 2019**. De dicho importe, 4,5Mn€ serían en efectivo y el resto en efectivo o acciones a elección de Masmovil.

Llamaya forma parte de los activos que componen la unidad de negocio relativa a la actividad de operador móvil virtual (OMV) de More Minutes Communications, S.L. (“More Minutes”). **La empresa comenzó a operar en España en 2009**, a través de la red de Orange.

Llamaya actúa como operador étnico, centrándose principalmente en el mercado Centroamericano, principalmente en el segmento de prepago. Según el hecho relevante de la operación, la empresa ha generado unas **ventas brutas de 22,5Mn€ en 2016** y posee una **cartera de 170.000 clientes activos, con un ARPU mensual superior a 10€**.

Con esta operación, **Masmovil espera expandir su ámbito de actividad en el segmento étnico y obtener sinergias** con su negocio de terminación de llamadas internaciones, que cuenta con más de 650 minutos anuales de tráfico.

Como mostramos a continuación, **hemos incorporado a nuestras estimaciones la incorporación de Llamaya**, aunque no obstante prevemos que, a nivel global, **esta operación no debería alterar significativamente el escenario del nuevo grupo a medio plazo** tras la adquisición de Yoigo y Pepephone en 2016.

IV. Nuestras estimaciones

► Objetivos de crecimiento alcanzables

Uno de los puntos clave en el nuevo grupo será el número de captaciones de usuarios en oferta convergente. El posible éxito en el lanzamiento de la oferta convergente **permitirá a la empresa aumentar el ingreso medio por usuario (ARPU)**, así como mejorar los márgenes operativos tras la combinación de las tres compañías.

Nuestras estimaciones asumen nuevamente un escenario conservador, especialmente si consideramos el acuerdo que la compañía ha alcanzado con Orange y por el que, como hemos afirmado, Masmovil expandirá su acceso a hogares con fibra óptica. Pensamos que tiene sentido basar nuestras estimaciones en un escenario conservador, ya que **seguimos viendo riesgos de ejecución e integración en la consolidación del nuevo grupo**, especialmente, debido al nivel de deuda asumido tras ambas operaciones.

Considerando el mayor acceso FTTH que tendrá Masmovil, seguimos asumiendo una **tasa de penetración del 10% (5% en FTTH y 5% en xDSL) en la base de clientes actuales de Yoigo (3,3Mn) en 2020e**. A estos usuarios cabría sumarle las estimaciones previas que teníamos para los usuarios de **Masmovil y Pepephone, c.1Mn de clientes de telefonía móvil y 76.000 clientes de banda ancha fija en 2016e**. Adicionalmente, incorporamos los 170.000 usuarios de telefonía móvil procedentes de la adquisición de Llamaya. De esta forma, tras la integración de las tres compañías **se espera que el grupo alcance los c.4,5Mn de clientes en el segmento de móviles y 244.000 clientes en banda ancha fija en 2017e**.

Nuevamente, en las estimaciones anteriores **no estamos considerando crecimiento en la base de clientes de telefonía móvil de Pepephone y Yoigo**. En el caso de Masmovil, en línea con los últimos datos de portabilidades netas, prevemos un aumento de usuarios, **alcanzando c.900.000 clientes en 2020e**. Además, para 2016e, estamos asumiendo la consolidación de Pepephone desde septiembre y de Yoigo desde octubre.

Estimaciones Intermoney

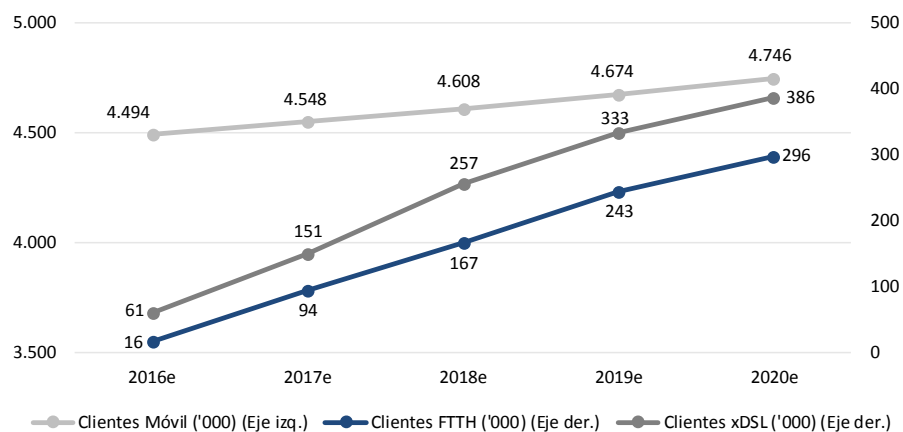
	2016e*	2017e	2018e	2019e	2020e
Clientes Móvil ('000)	4.494	4.548	4.608	4.674	4.746
% var.	881,2%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%
ARPU Medio (€/mes)	14,0	14,0	14,0	14,1	14,1
Ingresos Móvil (Mn€)	227	765	777	789	802
Clientes Banda Ancha ('000)	76	244	424	576	683
% var.	305,5%	220,0%	73,7%	35,7%	18,5%
xDSL ('000)	61	151	257	333	386
% sobre BUs	0,3%	0,8%	1,4%	1,8%	2,1%
FTTH ('000)	16	94	167	243	296
% sobre BUs	0,1%	0,8%	1,3%	1,7%	1,9%
% Clientes FBB/Clientes Móvil	1,7%	5,4%	9,2%	12,3%	14,4%
ARPU xDSL (€/mes)	25,0	25,3	25,5	25,8	26,0
ARPU FTTH (€/mes)	30,0	30,3	30,6	30,9	31,2
Ingresos FBB (Mn€)	8,6	79,7	140,1	193,0	231,6
Venta de terminales (Mn€)	57,4	229,5	232,5	235,8	239,5
Empresarial y otros (Mn€)	99,3	99,0	98,7	98,4	98,1
Ingresos totales (Mn€)	392,5	1.173,2	1.247,9	1.316,0	1.370,7

Fuente: Intermoney Valores

* Consolidación de Pepephone desde Sep-2016 y de Yoigo desde Oct-2016

Se trata de unos objetivos alcanzables si consideramos que Masmovil anunciaba en el anexo del informe semestral que esperaba superar los 100.000 clientes en banda ancha fija en 2016, y que **el porcentaje de clientes de banda ancha fija sobre el total de clientes de móvil implícito en nuestras estimaciones se aproximaría al 15% en 2020e.**

Evolución esperada en el número de clientes del nuevo grupo (móvil y banda ancha fija)



Fuente: Intermoney Valores

Por otra parte, destaca cómo **el porcentaje de clientes estimados sobre las unidades accesibles FTTH sería el 1,9% en 2020e (3,1% sobre las UUII actuales)**, muy inferior al porcentaje registrado en los principales operadores. Como ejemplo, **la tasa de penetración sobre UUII con FTTH de Telefónica ascendía al 17,0% en 3T'16**, mientras que **para Orange este porcentaje era del 14,5% en el 2T'16** (últimos datos disponibles).

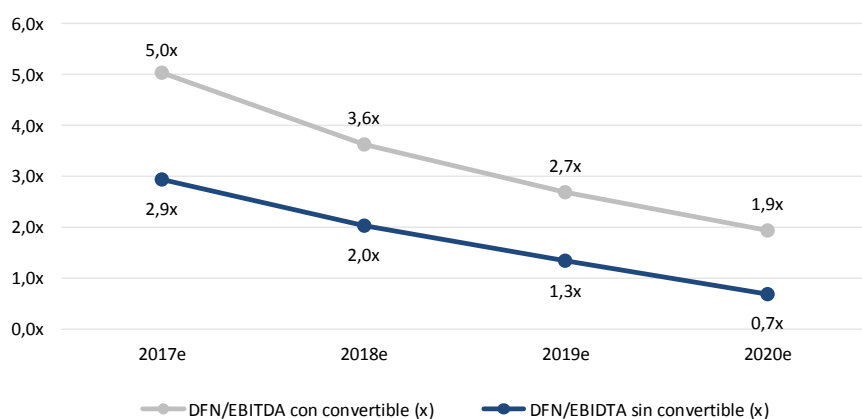
► Emisión de pagarés a corto plazo y nivel de deuda esperado

Paralelamente a los anuncios relativos a la financiación de la adquisición de Pepephone y Yoigo, así como al **acuerdo de financiación de 27Mn€ con el proveedor chino ZTE y la emisión del bono de 30Mn€ de la filial Masmovil Broadband**, la compañía anunciaba el pasado 21 de septiembre de 2016 la **emisión de pagarés con un límite de saldo vivo de 30Mn€**, colocando en la emisión inaugural un total de 10Mn€ a tres meses a un tipo nominal del 1,50% y, en el tramo de vencimiento a seis meses, 20Mn€ a un tipo nominal del 1,75%.

Como recordamos en el anterior informe ("Un nuevo operador"), **vemos oportuno analizar el nivel de deuda financiera a partir de 2017e**. Este ejercicio reflejará de forma más objetiva la nueva realidad de la empresa, tras la integración de las tres compañías.

A la espera de conocer oficialmente el porcentaje de recursos empleados para el desarrollo de la red de fibra óptica propia, nuestras estimaciones contemplan una **deuda financiera neta a cierre de 2017e de 738,9Mn€** (vs. 724,2€ en 2016e), lo que se traduciría en un **ratio DFN/EBITDA de 5,0x**, que se reduciría gradualmente hasta 1,9x en 2020e. Si excluimos en el anterior cálculo los instrumentos convertibles de Providence (165,0Mn€) y de los accionistas españoles de Yoigo (144,3Mn€), este nivel sería de **2,9 x en 2017e y de 0,7x en 2020e**.

Evolución esperada de la DFN/EBITDA (x)



Fuente: InterMoney Valores

A continuación mostramos un resumen de la estructura financiera de la empresa tras las adquisiciones de Pepephone y Yoigo. **El importe total de deuda senior e intermedia ascendería a 481,1Mn€**, lo que supondría un ratio de **DFN/EBITDA de 3,3x sobre el EBITDA de 2017e** (146,7Mn€).

Estructura financiera del nuevo grupo

	Importe (Mn€)	Deuda total (Mn€)	DFN/EBITDA'17e	DFN/EBITDA'18e
Deuda bancaria	385,6	385,6	2,6x	2,0x
Deuda subordinada	95,5	481,1	3,3x	2,5x
Convertible Providence	165,0	646,1	4,4x	3,4x
Ampliación de capital	160,0			
Importe total adq.	806,1			
DFN Masmovil'16e	78,1	724,2	5,0x	3,6x
DFN Masmovil'16e s/c*	78,1	414,9	2,9x	2,0x

Fuente: InterMoney Valores

*Excluyendo los instrumentos convertibles

► Resumen de nuestras estimaciones

En nuestras estimaciones de resultados **estamos asumiendo un adelanto de los ahorros contractuales a 2018e**, así como las **sinergias por venta cruzada sobre la actual base de clientes de Yoigo (3,3Mn)**. Por otra parte, no estamos considerando los posibles ahorros extraordinarios en aprovisionamientos, servicios centrales o la posible reducción del SAC como consecuencia de la menor tasa de cambio ("*churn rate*") con oferta convergente.

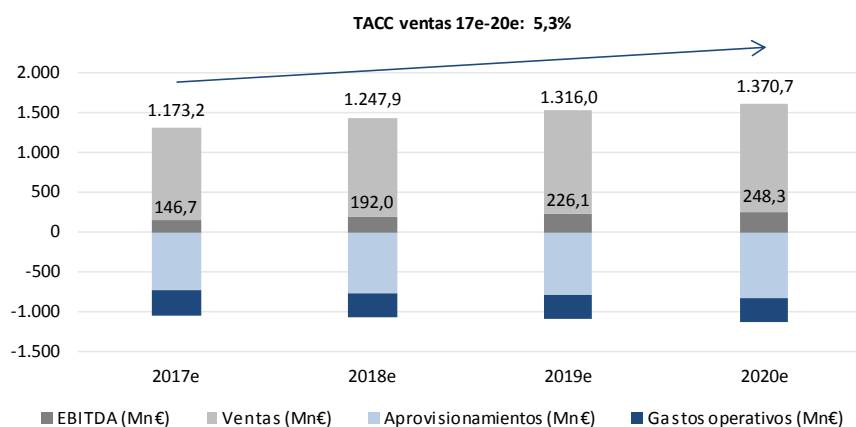
Como hemos indicado, no estamos incorporando crecimiento en la base de clientes de telefonía móvil de las dos adquisiciones, y contemplamos los siguientes **ARPUs medios: FTTH (30,8€/mes), xDSL (25,6€/mes) y telefonía móvil (14,0€/mes)**. Con estas variables, Masmovil alcanzaría una **cifra de ventas en 2017e de 1.173,2Mn€ y un EBITDA de 146,7Mn€**.

Estimación de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (Mn€)

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC 17-20e
Ventas netas	130,2	392,5	1.173,2	1.247,9	1.316,0	1.370,7	5,3%
% var.		201,4%	198,9%	6,4%	5,5%	4,2%	
Margen bruto	43,6	120,6	448,8	485,6	519,1	545,6	
EBITDA	10,7	36,5	146,7	192,0	226,1	248,3	19,2%
% var.		242,5%	302,0%	30,9%	17,8%	9,8%	
Mg EBITDA	8,2%	9,3%	12,5%	15,4%	17,2%	18,1%	
EBIT	0,5	-27,0	55,7	97,4	130,2	153,9	
% var.		n.a.	n.a.	74,8%	33,6%	18,3%	
Mg EBIT	0,4%	-6,9%	4,8%	7,8%	9,9%	11,2%	
Rtdo. financiero	-2,5	-1,9	-41,0	-42,0	-39,0	-32,8	
Impuestos	0,5	07,2	(2,2)	(8,3)	(13,7)	(18,2)	
Beneficio neto	-1,5	-21,7	12,5	47,1	77,5	103,0	
Mg Neto	-1,2%	-5,5%	1,1%	3,8%	5,9%	7,5%	

Fuente: Masmovil, Intermoney Valores

En estas previsiones, **la mejora en márgenes vendría por el mayor peso de los usuarios de telefonía móvil y banda ancha fija** (4,3Mn y 0,244Mn en 2017e, respectivamente). En este sentido, pensamos que los acuerdos señalados al inicio de la nota con Orange y Movistar, permitirán hacer más factibles estas previsiones.

Evolución esperada de las ventas y EBITDA (Mn€)

Fuente: Intermoney Valores

En cualquier caso, es necesario destacar que se tratan de estimaciones temporales, **a la espera de analizar los primeros datos oficiales de captación de usuarios con oferta convergente** y de que la empresa presente un plan estratégico actualizado, incorporando la nueva estructura del grupo.

V. Valoración y recomendación

► Valoración considerando la ejecución de los convertibles

Hemos realizado la valoración de Masmovil por descuento de flujo de caja, considerando un **coste de los recursos propios (ke) del 15%**, un **coste del capital (WACC) del 10,0%** y una **tasa de crecimiento del 1,5%**, obteniendo una **valoración de 32,6€/acción**. Esto supone un **potencial de revaloración del 14%** frente al actual precio de mercado. En esta valoración estamos asumiendo la ejecución de los instrumentos convertibles a un precio de 22€/acc. (Providence) y 25€/acc. (accionistas españoles de Yoigo).

DFC	Mn€	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor residual
EBIT		56	97	130	154	169	
Impuestos		(14)	(24)	(33)	(38)	(42)	
NOPAT		42	73	98	115	127	
Amortizaciones		91	95	96	94	91	
Cash flow bruto		133	168	194	210	217	
Variación WC		13,1	1,3	1,1	0,9	0,8	
Capex		(131)	(104)	(111)	(78)	(89)	
Flujo de caja libre		15	65	84	132	127	1.547
Flujo de caja descontado		14	54	64	91	79	968
Suma FCF descontados		302					
VR actualizado		968					
Valor Empresa		1.270					
Deuda neta (2016e)		(724)					
Entrada de fondos de la ampliación		160					
Entrada fondos convertible Providence		165					
Entrada fondos convertible accionistas esp		161					
V.A. créditos fiscales		73					
Valor teórico de los FF.PP.		1.104					
Acciones actuales (Mn)		20,0					
Acciones convertible Providence (Mn)		7,5					
Acciones convertible accionistas esp.		6,4					
Nº de acciones final (Mn)		33,9					
Precio objetivo (€)		32,6					
				WACC	10,0%		
			Tasa de crecimiento		1,5%		

Fuente: Intermoney Valores

Además, en la valoración anterior incorporamos los activos fiscales estimados para 2016e (c. 310Mn€), descontados a valor presente. Estos activos proceden en su mayoría de la adquisición de Yoigo. Sin tenerlos en cuenta, la valoración sería de 30,5€/acción. Adicionalmente, en este escenario, no estamos contemplando el pago de dividendos para los próximos cinco años.

Añadimos 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				
	12,0%	11,0%	10,0%	9,0%	8,0%
2,5%	26,7	31,1	36,8	44,1	54,1
2,0%	25,4	29,5	34,6	41,1	49,8
g 1,5%	24,3	28,0	32,6	38,5	46,2
1,0%	23,2	26,7	30,9	36,3	43,1
0,5%	22,2	25,5	29,4	34,3	40,4

Fuente: Intermoney Valores

► Recomendación

Reiteramos nuestra recomendación de **Comprar, con una valoración de 32,6€/acción, asumiendo la ejecución de los convertibles**. Este precio objetivo es un **16,4% superior al precio anterior asumiendo el mismo escenario, 28,0€/acc.**

A la espera de que la compañía anuncie en los próximos meses un nuevo plan estratégico, pensamos que **nuestra recomendación está basada en un escenario conservador**, una vez finalizada la integración de las tres compañías. Igualmente, será clave ver los primeros datos oficiales de captación de usuarios con oferta convergente, aunque **no estamos asumiendo crecimiento en la base de clientes procedentes de las dos adquisiciones**, además de prever una **tasa de penetración sobre unidades inmobiliarias en FTTH muy baja** (1,9% en 2020e con expansión de red y 3,1% sobre las UUll disponibles en la actualidad) respecto a las empresas comparables.

Complementariamente, **seguimos viendo el salto al Mercado Continuo como un catalizador para la compañía**, con el que ganaría en transparencia y visibilidad, a pesar de que el proceso está siendo más lento de lo inicialmente estimado. En este sentido, no prevemos novedades hasta el cuarto trimestre del año.

► Riesgos

Paralelamente a lo expuesto en anteriores informes, consideramos oportuno resaltar los posibles riesgos a los que se enfrenta el nuevo grupo tras la incorporación de Pepephone y Yoigo:

- 1. Apalancamiento financiero.** A pesar de que en el nivel de deuda actual del grupo es lógico excluir los instrumentos convertibles, la realidad es que a corto plazo la reducción del endeudamiento vendrá condicionada por la consecución de las sinergias previstas y el éxito en la captación de clientes. De esta forma, prevemos un ratio de DFN/EBITDA 2017e de 5,0x, que pasaría a 2,9x sin considerar los convertibles.
- 2. Estrategia comercial en oferta convergente.** Creemos que el posicionamiento de la compañía en oferta convergente es acertado, compitiendo en precios en un escenario de subidas generalizadas de tarifas por parte de los otros operadores. No obstante, será necesario analizar, con la publicación de los primeros datos oficiales, el éxito de la estrategia comercial en oferta convergente.

Masmovil - Estimaciones de resultados

(Mn€)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Ingresos Totales	130,2	392,5	1173,2	1247,9	1316,0	1370,7
Aprovisionamientos	-89,5	-274,8	-727,3	-765,2	-799,9	-828,2
Otros	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0
Margen bruto	43,6	120,6	448,8	485,6	519,1	545,6
Gastos operativos y de personal	-17,9	-64,3	-270,9	-258,2	-256,5	-259,7
EBITDA	10,7	36,5	146,7	192,0	226,1	248,3
Amortizaciones y provisiones	-10,2	-63,5	-91,0	-94,6	-96,0	-94,3
EBIT	0,5	-27,0	55,7	97,4	130,2	153,9
Rdo. Financiero	-2,5	-1,9	-41,0	-42,0	-39,0	-32,8
Beneficio ordinario	-2,0	-28,9	14,7	55,4	91,2	121,1
Impuesto sociedades	0,5	7,2	-2,2	-8,3	-13,7	-18,2
Beneficio neto	-1,5	-21,7	12,5	47,1	77,5	103,0
Balance						
Activos no corrientes	234,2	1.029,5	1.067,8	1.071,7	1.060,7	1.032,5
Inmovilizado neto	96,1	313,9	339,4	333,6	328,1	322,9
Inmovilizado intangible	122,0	399,5	413,9	429,1	432,6	421,8
Otros	16,2	316,1	314,6	309,0	299,9	287,8
Activo corriente	156,7	203,1	427,8	491,8	599,1	744,9
Deudores comerciales	120,8	112,4	335,9	357,3	376,8	392,5
Efectivo	30,5	84,9	84,9	127,4	215,1	345,2
Otros	5,4	5,8	7,0	7,1	7,2	7,3
TOTAL ACTIVO	390,9	1.232,6	1.495,7	1.563,5	1.659,8	1.777,5
Patrimonio neto	90,7	229,0	241,5	288,6	366,1	469,1
Pasivo no corriente	134,0	865,2	877,9	875,9	873,9	872,0
Deuda a l/p	59,9	793,0	807,7	807,7	807,7	807,7
Otros	74,1	72,2	70,2	68,2	66,2	64,3
Pasivo corriente	166,2	138,4	376,2	399,0	419,7	436,4
Deuda a c/p	123,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Acreedores comerciales	39,7	119,6	357,4	380,2	401,0	417,6
Otros	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
TOTAL PASIVO	390,9	1.232,6	1.495,7	1.563,5	1.659,8	1.777,5
EOAF						
Cash flow operativo	8,3	41,8	137,9	180,9	213,7	235,3
Variaciones de WC	-2,4	4,4	13,1	1,3	1,1	0,9
Capex	-22,2	-68,0	-121,9	-104,0	-94,0	-78,3
Intereses	-2,3	-1,9	-34,8	-35,7	-33,1	-27,9
FCF	-18,5	-23,7	-5,8	42,5	87,7	130,1
Crecimientos						
Ventas	69,1%	201,4%	198,9%	6,4%	5,5%	4,2%
EBITDA	190,0%	242,5%	302,0%	30,9%	17,8%	9,8%
Beneficio neto	n.a.	1340,1%	n.a.	275,7%	64,6%	32,9%
Márgenes						
EBITDA / Ventas	8,2%	9,3%	12,5%	15,4%	17,2%	18,1%
EBIT / Ventas	0,4%	-6,9%	4,8%	7,8%	9,9%	11,2%
Bº neto / Ventas	n.a.	1340,1%	n.a.	275,7%	64,6%	32,9%
Endeudamiento						
Deuda financiera neta	43	724	739	696	609	479
Deuda neta / RRPP	47,6%	316,2%	305,9%	241,3%	166,3%	102,0%
Deuda neta / EBITDA	4,0x	19,8x	5,0x	3,6x	2,7x	1,9x
Deuda neta ajustada / EBITDA	4,0x	11,4x	2,9x	2,0x	1,3x	0,7x
EBITDA / Rdo. financiero	4,8x	19,2x	3,6x	4,6x	5,8x	7,6x
Valoración						
EV/EBITDA	28,3x	34,1x	8,8x	6,5x	5,2x	4,2x
EV/CE	-14,6x	-1,2x	2,2x	0,6x	0,4x	0,3x
Nº empleados	270	351	483	538	543	549

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

Wilson Hudkins

emoreno@grupocimd.com

aperez@grupocimd.com

carmenm@grupocimd.com

dlopez@grupocimd.com

eaparicio@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

whudkins@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.