



axesor corporate rating

MASMOVIL IBERCOM, S.A.

Fecha de publicación: 05/05/2015

Director de Análisis

Julián Villalba Checa
jvillalba@axesor-rating.es

Analista Senior

Rosa M^a Santiago Maldonado
rsantiago@axesor-rating.es

Tabla de Contenidos

1. Introducción	2
1.1 Escala de rating	4
2. Resumen Ejecutivo	5
2.1 Calificación axesor rating	5
3. Perfil de la empresa	8
3.1 Actividad y ámbito de actuación	8
3.2 Trayectoria	8
3.3 Estructura empresarial	9
4. Análisis cualitativo	10
4.1 Posicionamiento competitivo	10
4.2 Gestión empresarial (management)	15
4.3 Calificación sectorial	20
5. Análisis cuantitativo	23
5.1 Principales magnitudes financieras	23
5.2 Resultados y rentabilidad	24
5.3 Estructura financiera y endeudamiento	26
5.4 Liquidez y generación de caja	28
5.5 Proyecciones financieras	30
5.6 Indicadores financieros	31
6. Anexos	32
6.1 Estados contables	32

1 Introducción

La calificación de riesgo emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso.

La información utilizada tiene tanto un componente privado, facilitado por el propio ente calificado, como un componente de carácter público, siendo las principales fuentes de información utilizadas:

1. **Cuentas anuales**
2. **Página web corporativa**
3. **Toda la información publicada por los Boletines Oficiales**
4. **Rating book facilitado por la compañía**

De tal manera nuestras calificaciones se encuentran basadas en documentos e información proporcionada de forma voluntaria y tanto pública como privada por el ente calificado.

El uso de esta información ha sido realizado aplicando las mejores prácticas realizadas por parte de nuestros analistas de rating. Además, siempre que se ha considerado necesario, todo detalle de la información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar la plausibilidad y coherencia de la misma. Sin embargo, axesor rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor ha prestado servicios auxiliares a terceros vinculados a la entidad calificada, no así a la misma; lo cual, conforme a nuestra Política de Conflictos de Intereses, no supone conflicto ya que dicha venta no supera el 5% de la cifra neta de negocio.

La **metodología** de las calificaciones emitidas ha sido realizada bajo el marco regulatorio de la Normativa 1060/2009 del Parlamento Europeo referente a las Agencias de Calificación de Rating. Dicha metodología, conjuntamente a los análisis de sensibilidad de las hipótesis y correlaciones utilizadas, puede encontrarse detallada en nuestra página web a libre disposición de consulta, www.axesor-rating.es.

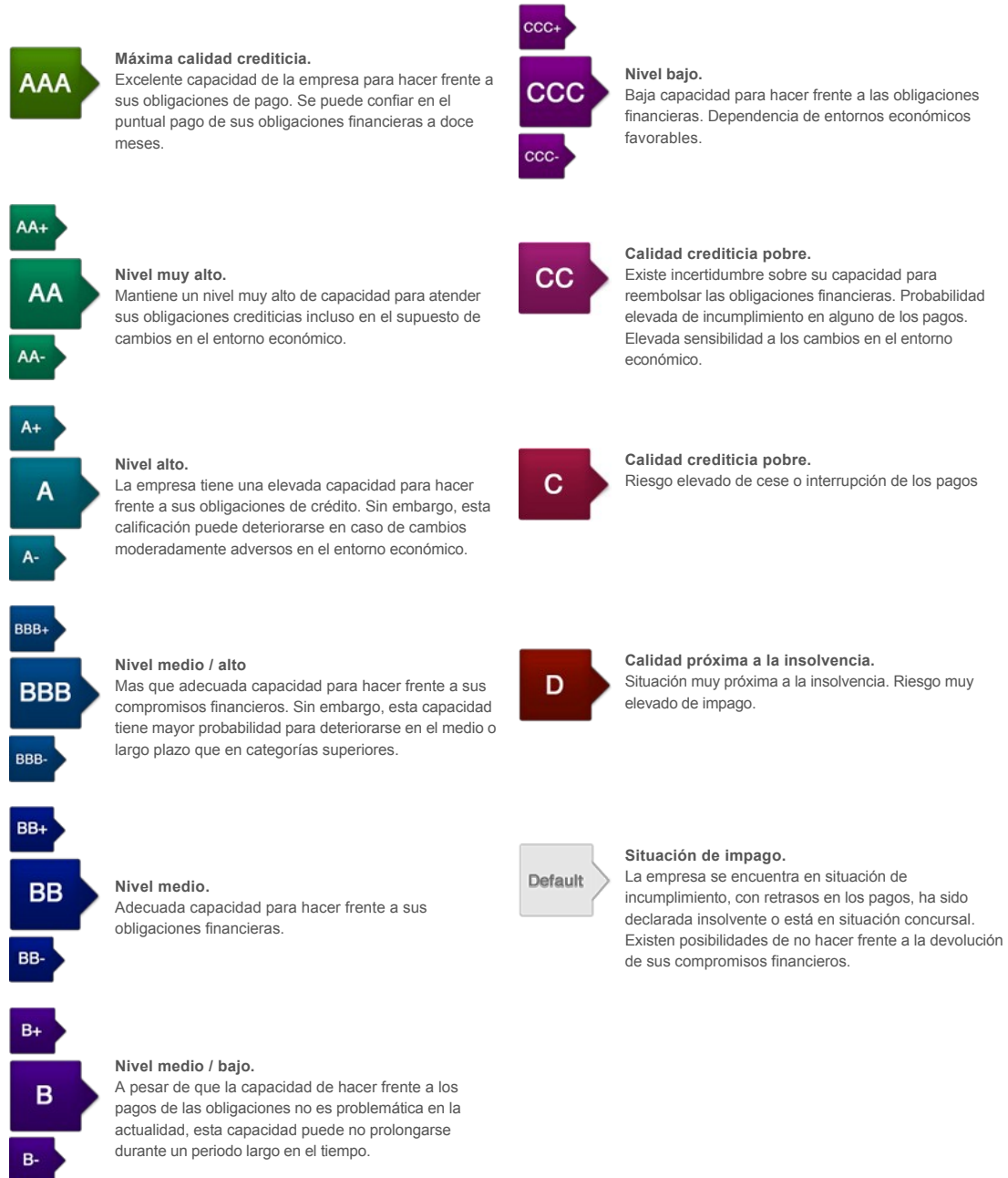
Conjuntamente a la **escala de rating**, se indica la tendencia de la calificación a modo descriptivo de la situación actual de la compañía respecto a la última calificación otorgada.

Tendencia de la Calificación

Estado	Descripción
Tendencia positiva	Perspectiva de mejora en el corto plazo
Tendencia negativa	Perspectiva de empeoramiento en el corto plazo
Estable	Sin perspectiva de cambio en el corto plazo
En observación	En proceso de revisión

1.1 Escala de rating

La **escala de rating**, va desde AAA (máxima calidad crediticia) hasta situación de Default, donde la sociedad se encuentra en estado de incumplimiento, presenta retrasos en los pagos o ha sido declarada insolvente o está en situación concursal:



2 Resumen Ejecutivo

A continuación, se detalla un Resumen ejecutivo sobre la calificación asignada por **axesor rating** a **MASMOVIL IBERCOM, S.A.** La calificación otorgada tiene como enfoque la evaluación de la solvencia y el riesgo de crédito asociado en el medio y largo plazo. El rating otorgado ha sido notificado a la empresa calificada, no siendo modificado desde entonces.

2.1 Calificación axesor rating

Denominación Social MASMOVIL IBERCOM, S.A. NIF A20609459		Tendencia Positiva
---	--	---------------------------

Perfil de Actividad

El Grupo MASMOVIL es un operador integral de telecomunicaciones independiente que presta servicios universales de telecomunicaciones (fijo, móvil, ADSL, fibra, datacenter y servicios de valor añadido) en las tres áreas de negocio: residencial, empresas y operadores.

El ámbito de actuación comprende todo el territorio nacional con una cartera de 700.000 clientes en el área residencial (300.000 en móvil/banda ancha y 400.000 en VozIP) y 25.000 en el área de empresas.

Fundamentos

Perfil de negocio

- **Posicionamiento adecuado pero limitado a su tamaño actual, con perspectivas favorables de consolidación tras el proceso de adquisiciones desarrollado.**

Tras el proceso de adquisiciones desarrollado, el Grupo MASMOVIL se posiciona como la sexta operadora en España por detrás de Telefónica, Vodafone-Ono, Jazztel-Orange, Yoigo y British Telecom y la cuarta operadora con oferta integral. Actualmente, presenta una cuota aproximada de mercado por ingresos del 0,8% en servicios fijos, 0,5% en telefonía móvil y 2% en servicios mayoristas con tendencia creciente.

- **Oferta convergente de servicios que le permite competir en el mercado nacional, el cual tiende a la consolidación.**

El grupo tiene diversificada sus líneas de negocio presentando una oferta integral de telecomunicaciones y oferta de servicios diferenciados en los segmentos residencial, empresarial y de operadores. La prestación de un servicio convergente se convierte en una ventaja competitiva y en una oportunidad para el grupo diferenciándolos de los operadores alternativos que carecen de esta capacidad.

- **Estrategia focalizada en el crecimiento inorgánico que ha favorecido la solidez y la notoriedad del grupo sin que suponga un desequilibrio para su situación financiera.**

El grupo ha desarrollado una intensa actividad corporativa en base al cumplimiento del plan de negocio llevando a cabo un proceso de adquisiciones selectivas con el objeto de completar la oferta de servicios y aumentar su tamaño. A pesar de la fuerte actividad de adquisiciones desarrollada, ha logrado mantener una situación financiera equilibrada.

Perfil financiero

- **Sólida y equilibrada estructura financiera con unos adecuados niveles de endeudamiento a pesar de la fuerte política de adquisiciones desarrollada en 2014.**

La elevada autonomía financiera del grupo dota de robustez a la estructura financiera reflejando un adecuado grado de independencia respecto a la financiación de terceros. El crecimiento inorgánico del grupo durante 2014 no se ha traducido en un elevado nivel de endeudamiento que suponga un desequilibrio, tal y como refleja el positivo valor del ratio del ratio deuda financiera ebitda (1,32x).

- **Rentabilidades mermadas por el proceso de adquisiciones y reestructuración del grupo.**

Los resultados obtenidos durante 2014 deben ser contextualizados en el proceso de adquisiciones desarrollado por la compañía. La facturación consolidada del grupo se ha cifrado en 77M€ y el ebitda en 3,67M€ alcanzando un margen ebitda sobre ventas de 4,77%. Se estima una mejora paulatina de los márgenes gracias al crecimiento y a las economías de escala a consolidar, tal y como se refleja en el plan de negocio del grupo (en 2015 se estima que el margen ebitda sobre ventas alcance el 9%).

- **Adecuada situación de liquidez favorecida por una elevada flexibilidad financiera, aunque marcada por la inestabilidad en la generación de caja en el último ejercicio.**

El grupo presenta capacidad suficiente para atender sus compromisos de pago a corto plazo favorecido por una elevada flexibilidad financiera y una adecuada posición de tesorería (8,8M€ en efectivo y 2,7M€ en inversiones financieras temporales). La elevada flexibilidad financiera de la compañía, dada su condición de empresa cotizada, facilita el acceso a fuentes de financiación externas con el acceso al mercado de capitales. En 2014, ha llevado a cabo de forma satisfactoria una ampliación de capital por importe de 25M€.

Principales magnitudes financieras (miles de euros).					
Magnitud	2012	2013	2014	2015e	Var. 14-12
Facturación	7.376	7.765	77.005	176.045	944%
Ebitda	-10	994	3.674	15.762	36.840%
Ebitda s/ ventas	-0,14%	12,80%	4,77%	8,95%	3.619%
Resultado neto	122	343	122	6.953	0%
Rentabilidad económica	-5,15%	1,95%	-0,14%	6,00%	97%
Rentabilidad financiera	3,39%	4,29%	0,19%	6,29%	-94%
Patrimonio neto	3.604	7.990	65.635	110.461	1.721%
Endeudamiento	5.175	6.792	60.914	49.174	1.077%
Deuda financiera total	3.447	5.069	16.371	16.789	375%
Deuda financiera neta	2.533	253	4.857	16.574	92%
DFN/ Ebitda	-253,3	0,25	1,32	1,05	99%
Total activo	8.779	14.782	126.549	159.636	1.341%
Fondo de maniobra	242	3.804	-2.935	-2.366	-1.313%

Tendencia

En opinión de axesor la tendencia del presente rating es **positiva**. La rentabilidad de la compañía se verá beneficiada por las sinergias y economías de escala derivadas del proceso de adquisiciones desarrollado por el grupo.

Asimismo, estimamos que MASMOVIL mantendrá una adecuada capacidad para atender sus compromisos de pago a fecha de vencimiento.

Nuestra opinión de crédito está basada, por un lado, en un análisis cuantitativo en términos financieros entre los años 2012 y 2014 (31.12) y por otro lado, en un análisis cualitativo fundamentado en los datos obtenidos tanto de fuentes públicas como privadas.

Madrid, 5 de mayo de 2015



Julián Villalba Checa
Rating Manager axesor rating



Rosa Mª Santiago Maldonado
Analista Senior axesor rating

3 Perfil de la empresa

3.1 Actividad y ámbito de actuación

El grupo MASMOVIL es un operador integral de telecomunicaciones independiente que presta servicios universales de telecomunicaciones (fijo, móvil, ADSL, fibra, datacenter y servicios de valor añadido) en las tres áreas de negocio: residencial, empresas y operadores.

Desde su constitución en 1997, ha seguido una política de crecimiento orgánico e inorgánico que le ha permitido consolidar su posicionamiento competitivo presentando una oferta convergente y universal de servicios de telecomunicaciones. Aunque cotiza en el MAB desde el 2012, el grupo empresarial actual es el resultado de la integración, durante 2014, de distintos operadores de telecomunicaciones con crecimientos sostenidos en sus respectivos mercados: MASMOVIL (mercado residencial), IBERCOM (empresas), QUANTUM (operadores), XTRA TELECOM (empresas y operadores) y THE PHONE HOUSE MOVIL (residencial).

Tras estas operaciones, el Grupo MASMOVIL se ha convertido en el sexto operador nacional a nivel de ingresos y el cuarto con una oferta integral.

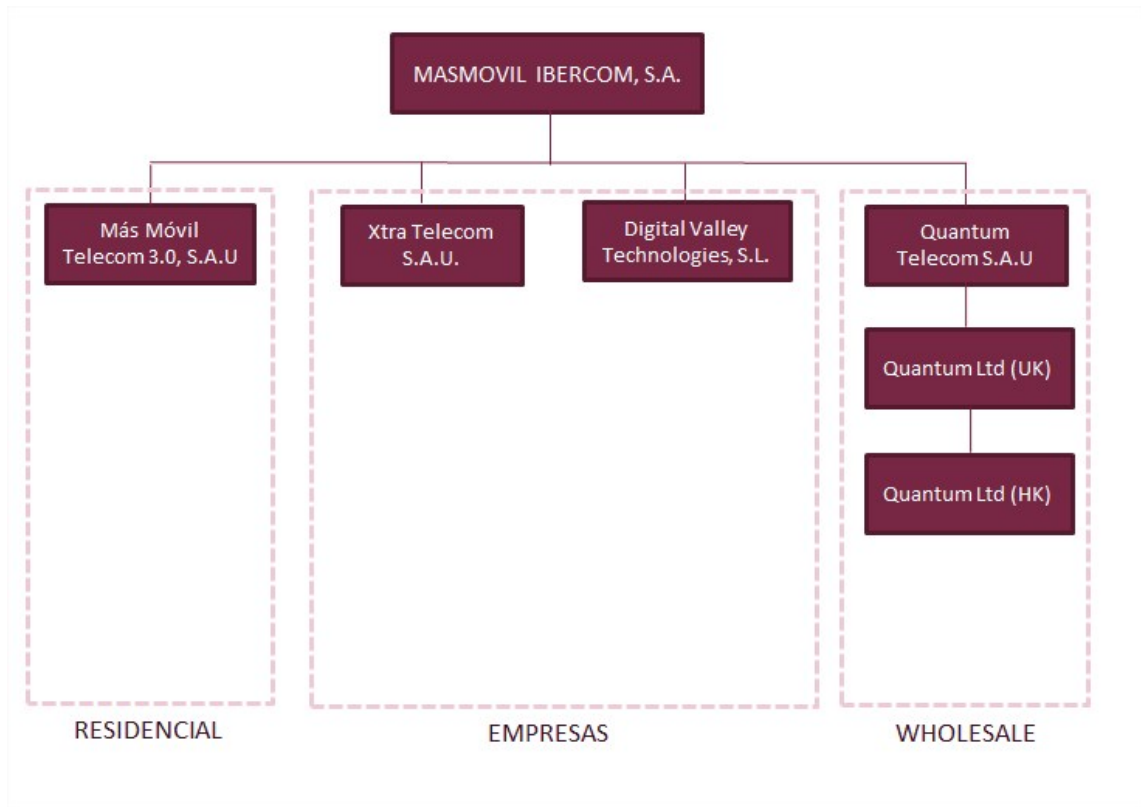
El ámbito de actuación de MASMOVIL comprende todo el territorio nacional con una cartera de 700.000 clientes en el área residencial (300.000 en móvil/banda ancha y 400.000 en VozIP) y 25.000 en el área de empresas.

3.2 Trayectoria

- **1997.** Fundación en San Sebastián de Ibercom, como operador independiente de telecomunicaciones especializado en la venta y distribución de servicios internet, datacenter y telecomunicaciones a empresas.
- **2002.** Compra de la cartera de clientes de Loop Telecom, filial española de la multinacional americana Covad Telecom a los que prestaba servicios propios de un ISP (acceso a internet, ADSL...).
- **2005.** Adquisición de los activos de Balada, la filial del Grupo Dominion (hoy parte de Cie Automotive) que prestaba servicios de acceso a internet y data.
- **2006.** Inauguración ampliación del Data Center de San Sebastián, alcanzando los 250 m2 de superficie. Fundación de MASMOVIL. Obtención licencia de OMV de CMT de Ibercom y MASMOVIL.
- **2007.** Compra a Tiscali Spa del negocio de empresas en España y sus instalaciones ubicadas en Madrid lo que le permitió incorporar los servicios de voz fija a su oferta.
- **2011.** Finalización de la reestructuración de la red comercial, orientando el acercamiento al mercado, principalmente, a través de distribuidores y *re-sellers*, mientras que las grandes cuentas se gestionan directamente.
- **2012.** Salida al MAB de Ibercom: captación de 2,5M€. Toma de participación mayoritaria en el capital de Comymedia Proyectos Y Servicios, S.L
- **2013.** Inicio comercialización plataforma de OMV Full Ibercom se convierte en operador global de telecomunicaciones. Ampliación de capital por 4,3M€ con una sobresuscripción del 350%.
- **2014.** Año de intensa actividad corporativa: integración con MASMOVIL, adquisición de Digital Valley Technologies, Quantum Telecom y Xtra Telecom y la división de telecomunicaciones en España de The Phone House.
- **2015.** Adquisición de las compañías Embou y Ebasis. Actualmente se encuentra en proceso de adquisición de la compañía Neo (fase final).

3.3 Estructura empresarial

El grupo MASMOVIL se configura como un grupo compuesto por distintas sociedades todas ellas en el ámbito del servicio de telecomunicaciones. Durante el 2014, el grupo ha llevado a cabo de una reorganización societaria con fusiones entre las diferentes filiales con el fin de racionalizar y unificar la gestión y administración de sociedades adecuándolas a las líneas de negocio.



4 Análisis cualitativo

4.1 Posicionamiento competitivo

“Proceso intenso de adquisiciones en fase de integración, obteniendo una oferta convergente de servicios que le permitirá consolidarse como una opción frente a los principales operadores nacionales.”

En opinión de asesor, calificamos el posicionamiento competitivo del Grupo MASMOVIL en el mercado de los servicios de telecomunicaciones como adecuado en su amplitud de servicios ofertados pero limitado por su tamaño actual, con una cuota aproximada de mercado por ingresos del 0,8% en servicios fijos, 0,5% en telefonía móvil y 2% en servicios mayoristas con tendencia creciente.

Tras la integración de las distintas compañías que componen actualmente el grupo, se posiciona como la sexta operadora en España por detrás de Telefónica, Vodafone-Ono, Jazztel-Orange, Yoigo y British Telecom y la cuarta operadora con oferta integral.

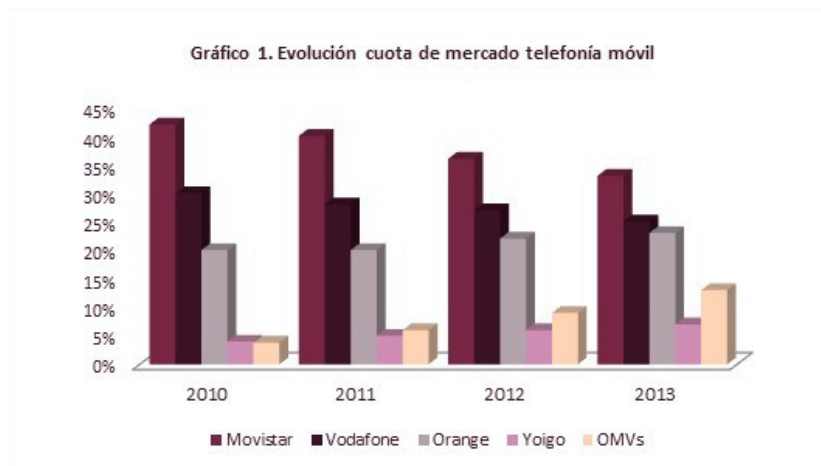
Tabla 1. Ranking actual de operadores nacionales

Ranking	Operadores nacionales	Ingresos 2013(M€)
1	Telefónica	13.376
2	Vodafone - Ono	6.045
3	Orange - Jazztel	5.084
4	Yoigo	1.122
5	British Telecom	450
6	MASMOVIL	147*

*Datos proforma 2014

El mercado de telecomunicaciones en España refleja unos altos niveles de concentración en términos de cuotas de mercado, destacando el liderazgo de las compañías tradicionales. No obstante, en los últimos años, tanto en el segmento residencial como en el empresarial, se está reduciendo la cuota del operador tradicional, ya que existe un mayor número de operadores que actúan en los segmentos de telefonía móvil, voz fija y banda ancha, reflejándose una tendencia de traslado de la demanda de los operadores tradicionales a los alternativos.

Esta tendencia es especialmente significativa en el mercado de la telefonía móvil donde en 2013 los operadores alternativos han alcanzado una cuota de mercado conjunta de un 13% frente al 4% de 2010.



Como respuesta a la pérdida de cuota de mercado, los operadores tradicionales han lanzado ofertas convergentes y universales que combinan distintos servicios en telecomunicaciones. Esta consolidación hacia una oferta convergente hará que permanezcan competitivas solo aquellas compañías que puedan ofrecer una oferta integrada. Por este motivo, se han incrementado los procesos de integración y fusión de empresas, aumentando la concentración del sector. Desde el punto de vista de asesor, consideramos la reducción de *players* como una oportunidad para MASMOVIL reforzando su posicionamiento competitivo como alternativa a los operadores tradicionales.

A pesar del fuerte crecimiento experimentando en los últimos años por el conjunto de empresas independientes, se considera que las perspectivas de crecimiento de los operadores móviles virtuales (OMV's) se mantendrán para los próximos ejercicios. En comparación con otros mercados europeos, el mercado español de los OMV's se encuentra en una fase emergente con recorrido para continuar creciendo (en países como Alemania o Dinamarca las cuotas de mercado de los OMV's son superiores al 20%).

En España, se prevé que en los próximos años el mercado continuará creciendo impulsado por los datos móviles. En el periodo 2010-2013, los ingresos de los datos móviles han crecido en un 19% anual y de 2012 a 2014 el tráfico de datos se ha incrementado un 122%. Se prevé que el tráfico de datos se multiplique por diez en el periodo 2013-2019, creciendo a un ritmo del 45% anual.

El grupo tiene su origen en el año 1997 y ha conseguido consolidar un rápido crecimiento como operador de telecomunicaciones desarrollando una política de expansión a través de crecimiento inorgánico, principalmente. El grupo es resultado de la integración de diferentes compañías con unas tasas de crecimiento sostenidas y con un posicionamiento dispar en distintos segmentos de mercado (residencial, empresas y operadores de telecomunicaciones).

Las distintas adquisiciones realizadas por el grupo han favorecido su posicionamiento competitivo convirtiéndose en un operador de telecomunicaciones integral que presta servicios universales en los segmentos residencial, empresarial y de operadoras posicionándose como la principal alternativa a los grandes operadores. Este incremento de tamaño la sitúa en condiciones competitivas para poder competir ante los cambios acontecidos en el mercado, destacando la tendencia a la convergencia en los servicios que limita el crecimiento de otras compañías independientes, siendo la convergencia una condición necesaria para poder competir en el mercado (ver Calificación Sectorial), aunque aún es deseable poder disponer de un mayor tamaño para consolidar su posición. La prestación de un servicio convergente se convierte en una fuerte ventaja competitiva y una oportunidad para el grupo diferenciándolos de los operadores alternativos que carecen de esta capacidad.

La estrategia de adquisiciones desarrollada en el último ejercicio ha permitido al grupo diversificar sus líneas de negocio presentando una oferta integral de telecomunicaciones y ofrecer servicios diferenciados. La potenciación de la venta cruzada y la obtención de importantes ventajas competitivas derivadas de sinergias y efectos de escala mejorará previsiblemente el margen operativo del grupo en los próximos ejercicios en la medida que consiga un mayor volumen de negocio.

La oferta convergente de la que dispone MASMOVIL tras el proceso de adquisiciones realizado, la sitúa en condiciones para poder competir con las principales empresas del mercado. El objetivo de la compañía es situarse como el quinto operador de telecomunicaciones con una oferta integral.

Actualmente, el grupo se encuentra en proceso de adquisición de la compañía NEO, operador de telecomunicaciones especializado en el segmento de empresas y Administraciones Públicas. Con la adquisición de esta compañía, el grupo se podrá beneficiar del uso exclusivo de la red 3,5 GHz (red de más de 100 estaciones Base principalmente sobre tecnología 4G/LTE con cobertura en el 80% del tejido empresarial español) en gran parte de España. Además, se beneficia de unas inversiones acumuladas de más de 130M€ en el desarrollo de banda ancha e infraestructura de red ofreciendo a los clientes mayores velocidades 4G/LTE. La tecnología 4G LTE es la más avanzada de las tecnologías móviles actualmente y permite una mayor velocidad y capacidad para descarga de datos de manera inalámbrica, con inferiores costes de operación y mantenimiento, convirtiéndose en una importante oportunidad para MASMOVIL. NEO presta servicio a aproximadamente 1.200 empresas y en 2013 ha facturado 25M€ y ha registrado un ebitda de 6M€.

El grupo opera fundamentalmente a nivel nacional (ha facturado 0,64M€ en Inglaterra con la división de Quantum en Reino Unido) manteniendo una clara tendencia hacia la consolidación. Una mayor diversificación internacional sería deseable, especialmente en mercados con mayor potencial de crecimiento.

El proceso de reestructuración organizativa realizado por el grupo, tras la política de adquisiciones desarrollada, ha permitido simplificar la gestión de sus marcas identificándolas con cada línea de negocio:

- **Residencial (MASMOVIL).** El grupo presenta más de 700.000 clientes en esta área muestra una clara tendencia ascendente, con crecimientos anuales superiores al 20% en clientes desde 2008 (el volumen de clientes en 2014 ha experimentado un crecimiento del 26%).
- **Empresas (XTRA TELECOM).** Actualmente, presenta una cartera de 25.000 empresas. Se ofrece una oferta *multi-play* (datos, voz, móvil y VAS).
- **Mayoristas (XTRA QUANTUM).** Presenta una amplia oferta de servicios de voz mayorista a operadores y *retailers*. Esta línea de negocio es la que se estima que representará mayor peso en la facturación del grupo aunque presenta unos márgenes significativamente inferiores a los obtenidos en el segmento residencial y de empresas.

Tabla 2. Distribución de la facturación por área de negocio (2014-2016). Miles de €.

Área de negocio	2014			2015e			2016e		
	Importe	Peso	M. bruto s/ventas	Importe	Peso	M. bruto s/ventas	Importe	Peso	M. bruto s/ventas
Residencial	18.306	22%	49,68%	33.471	19%	65,18%	37.204	20%	66,44%
Empresa	32.490	40%	26,17%	50.701	29%	51,56%	56.284	30%	52,37%
Mayorista	30.631	38%	3,91%	91.873	52%	4,17%	92.792	50%	4,18%
Ajustes	- 4.422	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	77.005		23,62%	176.045		29,42%	186.280		31,18%

A fecha de cierre del ejercicio 2014, el volumen de clientes asciende a más de 725.000 clientes. Este sentido destaca la positiva evolución operativa del grupo en 2014 donde los clientes ganados vía portabilidades experimentaron un crecimiento del 158% en el sector frente a la reducción que registra la media del mercado (-8%). De esta forma, en 2014 el grupo se posiciona como séptimo operador móvil de España en el ranking de portabilidades netas del sector (en 2013 ocupaba el decimocuarto lugar).

Además, a pesar de la alta competitividad del sector, MASMOVIL presenta unas tasas de rotación en residencial bajas con tendencia decreciente (el sector se caracteriza por presentar unas tasas de cancelación de clientes superiores al 30% a nivel general).

Tabla 3. Tasa de cancelación de clientes en el segmento residencial		
Tipología	2014	2015e
Móvil Prepago	16,56%	16,39%
Móvil Postpago	4,38%	4,14%
Móvil Marcas Blancas	n/a	3,06%
Embou	-	2,51%
NEO	-	0,69%

Respecto a la composición de la cartera de clientes, se encuentra altamente diversificada reduciendo el riesgo de crédito puesto que la exposición es distribuida entre un gran número de clientes y contrapartes. La elevada diversificación de clientes permite que el saldo deudor del grupo se mantenga en niveles pocos significativos, sin que representen un riesgo para la liquidez de la compañía.

En relación a los proveedores destaca Orange, principal proveedor de red. El grupo no dispone de red propia para la totalidad de su oferta, incrementando la dependencia respecto a sus proveedores de red. No obstante, uno de los objetivos del grupo es la adquisición de infraestructura de red que le permita la explotación de redes propias con el objeto de reducir esta dependencia.

Por otro lado y respecto a los pares del grupo, en los resultados de 2013, se observa una tendencia decreciente en los ingresos de los líderes del sector, Telefónica y Vodafone, con pérdida de rentabilidad en el caso de Vodafone mientras que Telefónica ha mejorado sus indicadores a pesar de haber reducido su volumen de ingresos. Orange y Yoigo han mantenido una tendencia de crecimiento, no obstante mientras que Yoigo ha mejorado sus márgenes (aunque mantiene valores negativos en el valor ebitda detraídos los capex), los de Vodafone se han debilitado ligeramente.

En el caso de MASMOVIL la compañía registra en 2014 unos márgenes menores consecuencia del proceso de reestructuración. Sin embargo, se prevé que los márgenes mantengan una tendencia ascendente en los próximos ejercicios manteniéndose en unos niveles similares o superiores al de sus pares (ver Análisis Cuantitativo).

Respecto a la situación financiera, las compañías líderes del sector mantienen unos niveles de endeudamiento adecuados con unas estructuras financieras equilibradas y solventes donde el mayor esfuerzo inversor ya ha sido realizado. Telefónica, Vodafone-Ono y Orange- Jazztel pertenecen a grupos empresariales internacionales, lo que a priori les otorga una mayor estabilidad y respaldo financiero.

- **Telefónica.** Multinacional española y una de las mayores compañías de telecomunicaciones del mundo por capitalización bursátil y número de clientes. Presente en 21 países y con una base de clientes de más de 341 millones de accesos, Telefónica tiene una fuerte presencia en España, Europa y Latinoamérica, donde concentra la mayor parte de su estrategia de crecimiento. En telefonía móvil Movistar presenta una cuota de mercado del 33% en 2013.

- **Vodafone-Ono.** Vodafone España forma parte del Grupo Vodafone, una de las principales compañías de telecomunicaciones a nivel mundial. Se encuentran presentes en 26 países de los 5 continentes y presentan acuerdos con otros 52 en todo el mundo. Ofrece un abanico completo de servicios de telecomunicaciones unificados, incluidas comunicaciones de voz, datos móviles y banda ancha fija. En 2013 alcanzó una cuota de mercado del 25%. En 2014, ha adquirido el operador de cable español Ono reforzando su oferta en combinados.
- **Orange España- Jazztel.** Pertenece al Grupo Orange, uno de los principales operadores de telecomunicaciones mundiales con 244 millones de clientes. Ofrece oferta convergente en telefonía móvil, fija, banda ancha y televisión dirigida tanto a particulares como a empresas. En España ocupa el segundo lugar como proveedor de ADSL y el tercero como operador de móvil (en 2013 tiene una cuota de mercado del 23%), constituyendo el segundo mercado del grupo con cerca de 14,6 millones de clientes. Actualmente la compañía se encuentra en proceso de compra de Jazztel.
- **Yoigo.** Operador de telecomunicaciones fundado en el año 2000. Opera bajo la marca Yoigo desde el 2006. Actualmente, ofrece servicios convergentes de telefonía móvil y fija, manteniendo una cuota de mercado a finales de 2013 de 7%. La totalidad de sus ventas se concentran en territorio nacional.

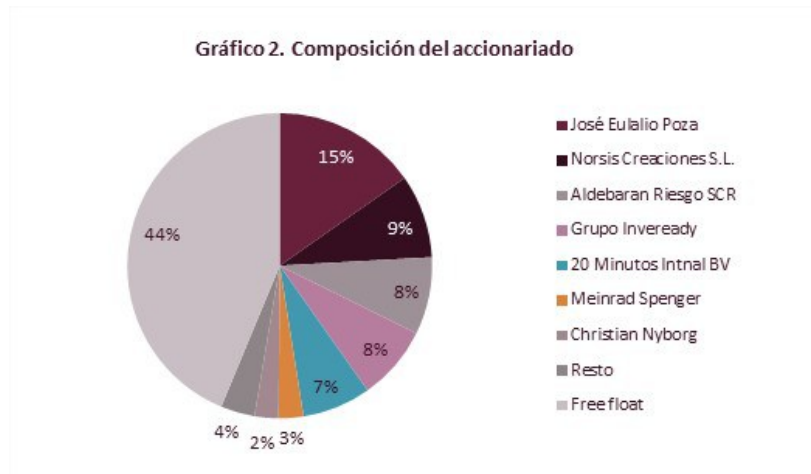
4.2 Gestión empresarial (management)

“La estrategia de adquisiciones desarrollada unida a una conservadora política financiera favorecen la solidez y la notoriedad del grupo dentro del proceso de consolidación existente en el sector.”

En opinión de axesor, la gestión empresarial de MASMOVIL se califica como adecuada con una influencia favorable en la evolución de la compañía. La apuesta por una política orientada al crecimiento y consolidación como operador integral a través de una estrategia de adquisiciones ha favorecido el desarrollo del grupo en un sector que tiende a la convergencia en la oferta de servicios.

Estructura de la propiedad y administración

La estructura de la propiedad de MASMOVIL se encuentra ampliamente diversificada. Los accionistas con una participación en la propiedad de la compañía superior al 3% representan el 47% del total, siendo el *free float* de un 44%.



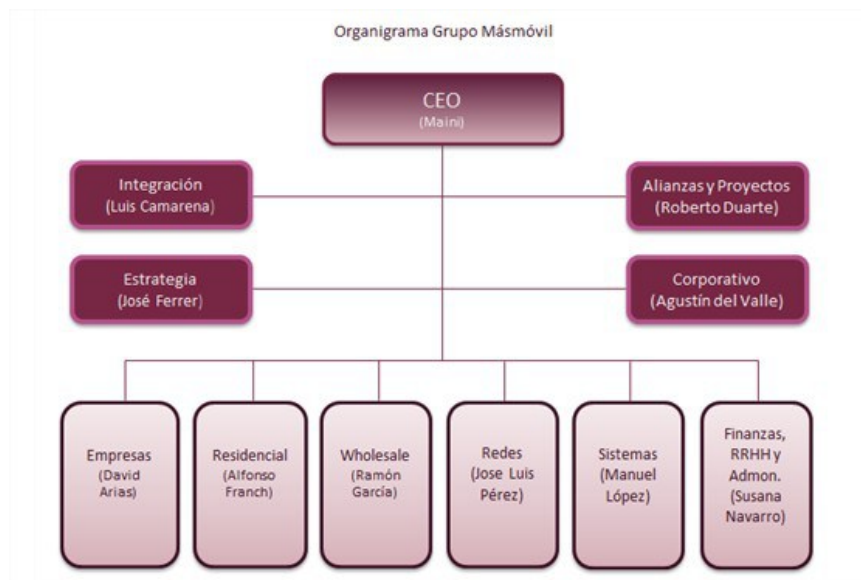
Los principales accionistas de la compañía son los fundadores de Ibercom, José Eulalio Poza y Luis Villar (mediante la compañía Norsis Creaciones) con una participación del 15% y 9%, respectivamente. Además, entre los accionistas significativos se encuentran las entidades de capital riesgo, Grupo Inveready y Aldebaran Riesgo SCR y la editorial del diario 20 minutos. Los cofundadores de MASMOVIL, Meinrad Spenger y Christian Nyborg, controlan el 5% del capital de la compañía.

Desde el año 2012, la compañía (entonces Ibercom) cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). No obstante entre los objetivos a corto plazo del grupo, se encuentra el paso al Mercado Continuo. Este hito se encuentra pendiente de la evolución de la regulación normativa que facilitará la cotización en el Mercado Continuo de las empresas de tamaño reducido que actualmente coticen en el MAB.

Valoramos la composición del Consejo de Administración como adecuada, no existiendo concentración de poderes que pudiera afectar negativamente al proceso de toma de decisiones. Los miembros del Consejo de Administración presentan una adecuada especialización técnica, que unido a experiencia laboral, conceden al Consejo un perfil coherente para su ámbito de actuación, lo cual consideramos clave de cara a la estabilidad del negocio en el sector.

Tabla 4. Composición del Consejo de Administración	
Nombre	Cargo
Meinrad Spenger	Presidente y Consejero Delegado
José Poza	Vicepresidente
Roberto Duarte	Consejero
Isabel Arcones	Consejero
Josep M ^a Echarri Torres	Consejero
Carlos Abad	Consejero
Alberto Castañeda	Secretario No Consejero

Respecto al equipo directivo consideramos que presentan un adecuado perfil técnico y notable experiencia para el desempeño de sus funciones y conocimiento de la actividad dotando de valor al proceso de toma de decisiones. El organigrama directivo muestra una estructura profesional consecuyente con las necesidades de la compañía, respondiendo a la realidad de una empresa del tamaño y ámbito de actuación de MASMOVIL.



Asimismo, se disponen de distintos comités internos que favorecen la diversidad en las decisiones así como adecuados sistemas de *reporting* que benefician el funcionamiento operativo del grupo y permiten establecer adecuados sistemas de control.

Las cuentas anuales consolidadas de 2014 han sido auditadas por KPMG obteniendo un resultado favorable y sin salvedades.

Calidad de la gestión y estrategia de negocio

Desde el punto de vista de axesor, valoramos de forma positiva el desempeño del grupo quedando reflejado en los niveles de crecimiento sostenido experimentados y en una mayor notoriedad y reforzamiento del posicionamiento competitivo en el mercado. Asimismo se valora positivamente que, a pesar de la fuerte actividad de adquisiciones desarrollada, el grupo ha logrado mantener una situación financiera equilibrada sin que se muestren posibles desequilibrios en la situación de solvencia derivados de un crecimiento significativo de la deuda del grupo.

El plan estratégico definido para el periodo 2015-2021 se basa, principalmente, en una política de consolidación y crecimiento orgánico en el ámbito nacional, tras la estrategia de adquisiciones desarrollada. Durante 2014 y principios de 2015 se han adquirido las siguientes compañías en los distintos segmentos:

- Residencial
 - OMV especializados: Happy Móvil y Parlem (participación minoritaria)
 - Fija y móvil: Embou
 - OTT: Upptalk (participación minoritaria)
- Empresas
 - Fija y móvil: XTRA Telecom y Happy Business
 - Datacenter: Ebasis
 - Datos LTE/4G: NEO (en proceso de adquisición).
- Wholesale (mayoristas).
 - XTRA Telecom
 - Quantum Telecom

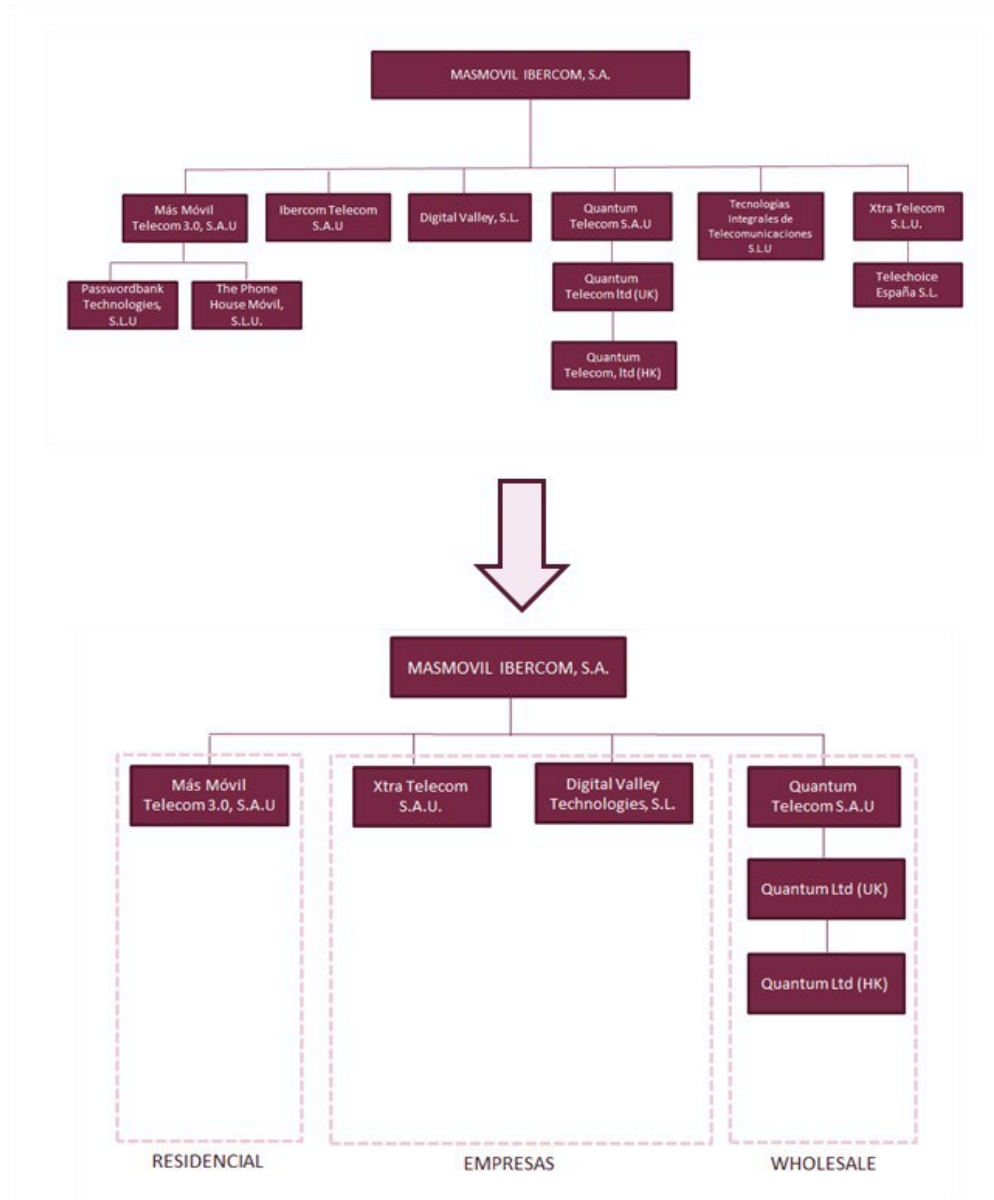
La incorporación de las nuevas compañías permitirá al grupo ofrecer una oferta integral en telecomunicaciones. Además, se prevé un impacto significativo en la estructura de costes y rentabilidad del grupo consecuencia del aprovechamiento de sinergias y economías de escala así como el aumento de los ingresos por la potencial venta cruzada, ampliación de la oferta (oferta *multiplay* y multi segmento) y las ventajas derivadas de una infraestructura propia.

En abril de 2015, el grupo completó la adquisición de del operador de telecomunicaciones Embou Nuevas Tecnologías, S.L. operador de telecomunicaciones de Aragón y líder en zonas rurales de esta comunidad, y del 100% de Ebasis Sistemas, S.L, *data center* y proveedor de infraestructuras *cloud* para empresas en Aragón.

Por otro lado, cabe destacar la incorporación de NEO al grupo (actualmente se encuentra en la fase final del proceso de adquisición). Esta nueva adquisición se encuentra en línea con la estrategia corporativa del grupo puesto que le permite disponer de forma exclusiva de una red de acceso 4G de alta velocidad con gran capacidad de crecimiento, al encontrarse su nivel actual de utilización muy por debajo de su nivel de saturación, la ampliación y mejora la oferta de servicios del grupo y el aprovechamiento de sinergias. La adquisición de NEO permitirá mejorar la competitividad en acceso.

Por otro lado, cabe destacar la reestructuración que ha realizado el grupo mediante distintas fusiones logrando simplificar notablemente la estructura societaria. Dada la complementariedad de las compañías adquiridas este proceso de reestructuración se ha adecuado a las tres líneas de negocio actuales: residencial, empresas y wholesale permitiendo la reducción de costes y una mayor flexibilidad.

Estructura societaria anterior y actual



No obstante, MASMOVIL aún se encuentra inmersa en el proceso de integración de las distintas sociedades, por lo que el año 2015 se considera un punto de inflexión para la compañía centrada en la consolidación e integración total del grupo que se antoja un reto a cumplir.

Respecto a la gestión financiera, la apuesta por una política financiera conservadora favorece el rating de MASMOVIL. A pesar de la intensiva política de adquisiciones realizadas, la situación financiera del grupo no se ha visto debilitada, manteniendo un nivel de endeudamiento en unos niveles adecuados unidos a una alta autonomía financiera que dota de robustez a la compañía.

La compañía no prevé establecer una política de dividendo agresiva en los próximos ejercicios, no siendo la distribución de dividendos uno de los objetivos principales del grupo.

Riesgos

En lo referente a los riesgos indirectos que podrían afectar a la compañía consideramos que no constituyen una amenaza importante encontrándose reforzada por unas políticas de gestión de riesgos apropiadas.

- Bajo riesgo de crédito. La diversificación de la cartera de clientes y unas adecuadas políticas de seguimiento del riesgo mitigan la existencia de riesgo de crédito.
- Bajo riesgo derivado de la variación del tipo de interés. El volumen de financiación ajena con coste representa un bajo porcentaje respecto a la financiación total lo que limita el riesgo derivado de posibles fluctuaciones de los tipos de interés.
- Moderado riesgo derivado de la tendencia a la convergencia del mercado. La compañía opera en un mercado de elevada madurez y que tiende de forma creciente a la reducción de actores en todos los niveles en favor de las grandes empresas con capacidad global y que presenten una oferta convergente. Esta circunstancia, que supone la posibilidad de pérdida de clientes, representa un riesgo para las compañías de menor tamaño. No obstante, este riesgo se encuentra mitigado por la estrategia de adquisiciones desarrollada que le permite al grupo ofrecer una oferta completa.
- Moderado riesgo derivado del proceso de integración. Derivado de la apuesta por el crecimiento inorgánico la compañía afronta un riesgo asociado a los procesos de adquisición e integración de empresas. Si bien la compañía ya ha realizado gran parte del proceso de integración de las compañías adquiridas durante 2014, se encuentran pendientes diversos aspectos organizativos así como la integración de las compañías adquiridas en el presente ejercicio.

4.3 Calificación sectorial

“Sector correlacionado al ciclo económico maduro y altamente competitivo con elevadas tasas de rotación de clientes. Futuro marcado por la tendencia a la convergencia en los servicios, la potencialidad de despliegue de las redes de banda ancha móvil y la tendencia global de un mercado digital único.”

La actividad desarrollada por MASMOVIL queda enmarcada en el sector de las telecomunicaciones. Este sector comprende las comunicaciones fijas y móviles (telefonía y banda ancha) y el sector audiovisual.

De acuerdo a la actividad desarrollada por la compañía, el análisis del sector se centra en los segmentos de servicios fijos y móvil.

Características del sector

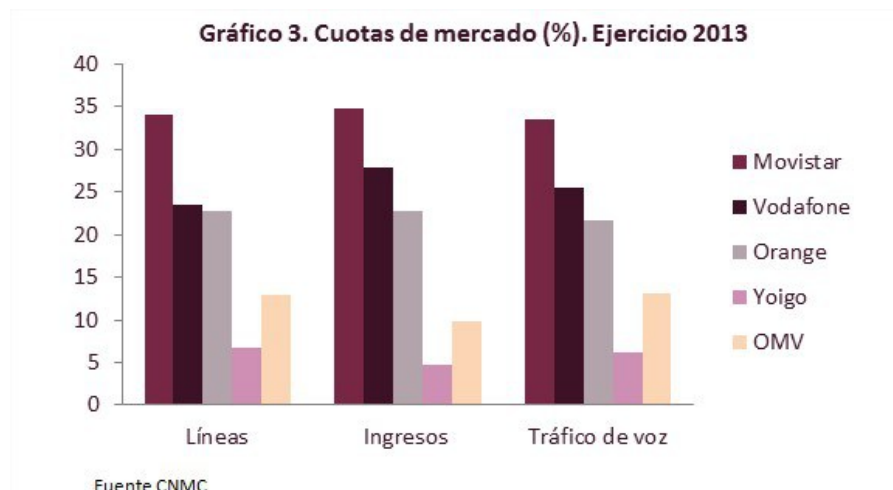
Desde el punto de vista de la calidad crediticia del sector son de resaltar las siguientes características:

- **Alto grado de concentración.** El mercado de las telecomunicaciones presenta unos significativos niveles de concentración respecto de sus cuotas de mercado, cuatro compañías ostentan de forma conjunta el 87% del mercado en 2013.

La introducción desde el 2006 de los operadores móviles virtuales ha incrementado el número de competidores en el mercado y, consecuentemente, la competitividad del sector. El incremento de la oferta ha provocado la reducción de tarifas deteriorando los niveles de rentabilidad de las empresas operantes en el sector.

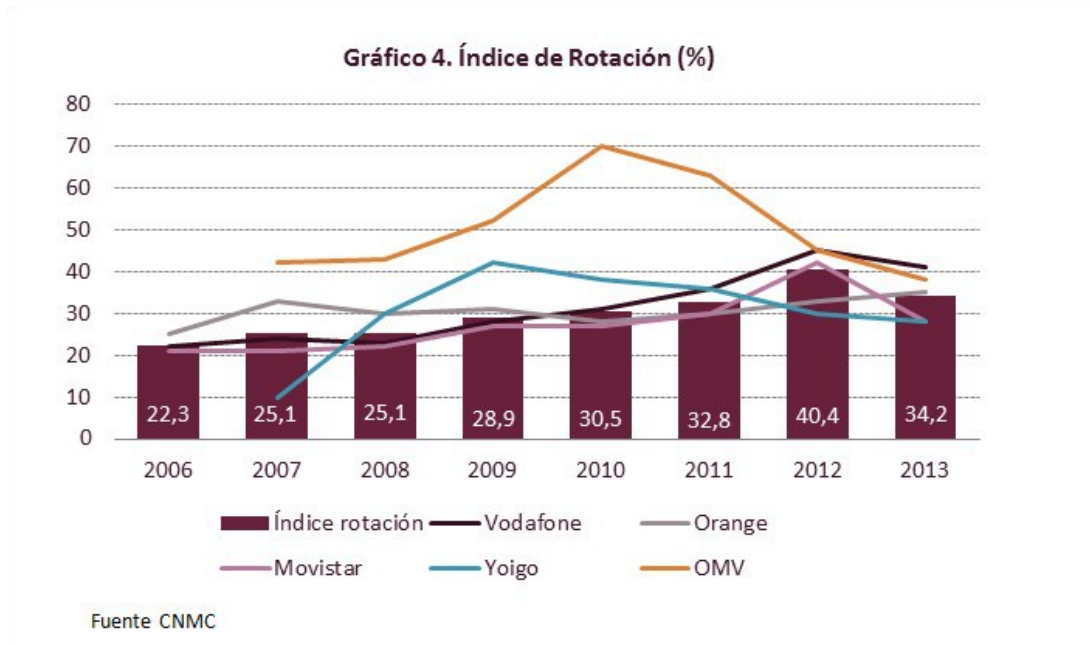
Los operadores móviles virtuales (OMV) han mantenido una tendencia de crecimiento constante siendo más significativo en los últimos años (en 2013, la cuota de mercado es del 13% frente al 10% que representaba en 2010) en detrimento de las cuotas de mercado de los operadores tradicionales. Se prevé que esta tendencia se mantendrá en los próximos ejercicios.

En los últimos años el nivel de concentración presenta una marcada tendencia decreciente, sin embargo dado los movimientos corporativos acontecidos durante 2014 (la compra de Simyo por Orange, Ono por Vodafone...) hacen prever que un incremento de concentración en el mercado a corto y medio plazo.



- **Mercado maduro y estable.** El mercado de las telecomunicaciones es un mercado estable y recurrente en la generación de ingresos. Sin embargo, presenta altos niveles de saturación de forma que el crecimiento individual solo es posible mediante la transferencia de clientes de otras compañías. No obstante, en el segmento de datos móviles se prevé un potencial crecimiento en los próximos años.

- Producto commodity.** La telefonía e internet son productos commodities con difícil diferenciación, convirtiéndose en una limitación para las operadoras a la hora de crear ventajas competitivas que permitan incrementar su fuerza de captación de clientes y diferenciación de la competencia siendo el precio, prácticamente, el único elemento diferenciador para el cliente. Esto provoca un bajo nivel de fidelización de los clientes.
 España es uno de los países con mayores niveles de portabilidad móvil de Europa reflejándose el bajo grado de fidelización de los clientes. En 2013, el volumen de líneas fijas y portadas ascendió a 1,9 y 6,8 millones, respectivamente. Los OMV son los que han obtenido mayor saldo positivo de portabilidades, 1,6M€.
- Moderada amenaza de nuevos competidores.** La liberalización del sector ha propiciado el incremento de número de competidores en los últimos años con la introducción de los operadores móviles virtuales. Sin embargo, la tendencia a la convergencia en la prestación de servicios se postula como una fuerte barrera de entrada que limitará y reducirá la incorporación al mercado de nuevos *players*. Asimismo, las condiciones de acceso a las redes de infraestructuras, la necesidad de un elevado conocimiento técnico y especialización pueden limitar la entrada al mercado.
- Alto poder de negociación de proveedores.** El reducido número de proveedores de red propia (solo disponen de red propia Movistar, Vodafone, Orange y Yoigo) reduce el poder de negociación que presentan los operadores móviles virtuales a la hora de negociar precios y condiciones. En el caso de las conexiones satelitales, el poder de negociación es nulo con el proveedor de red, siendo por tanto los costes de conexión de estas compañías muy similares. Los operadores de reducida dimensión o sin infraestructura propia, tienen menor capacidad de competir por tanto vía precio.
- Alto poder de negociación de clientes.** La sensibilidad de los clientes al precio es elevada, aumentando su poder de negociación. La amplia oferta en el mercado ha provocado que las compañías operantes basen su capacidad de diferenciación en el precio a través de promociones y empaquetamiento de servicios provocando una reducción de márgenes y pérdida de rentabilidad. El índice de rotación global del mercado en 2013 se sitúa en 34,2%, experimentando una reducción del 18% respecto al ejercicio anterior. Atendiendo al nivel de rotación de los operadores de forma individualizada, se observa que los principales *players* del mercado, Movistar y Vodafone, han reducido su índice de rotación mientras que Orange y Yoigo, lo incrementaron ligeramente. Por su parte, los OMV's registraron una caída muy significativa de su índice de rotación debido, principalmente, al notable incremento registrado en su base de clientes.



Perspectivas del sector

Durante el 2013 la facturación total del sector se cifró en 27.273M€ experimentando una reducción del 6,8% respecto al ejercicio anterior. Cabe destacar que la banda ancha de móvil mostró un incremento más pronunciado (los ingresos aumentaron un 19,7%) en contraposición a la telefonía móvil y fija cuyo nivel de penetración se redujo.

En 2013, el mercado residencial representa unos ingresos de 14.260M€ y el mercado empresarial de 8.740M€ donde se está reduciendo la cuota del operador tradicional, ya que existe un mayor número de operadores que actúan en los segmentos de telefonía móvil, voz fija, banda ancha y servicios *hosting/housing*.

Los ingresos derivados de la telefonía móvil cayeron un 20% cifrándose en 7.577M€. Esta reducción se encuentra motivada por la situación económica de España, la caída del uso de servicios como la mensajería (SMS) y la reducción de precios finales. Sin embargo, esta caída es compensada parcialmente por la expansión del servicio de banda ancha de móvil que ha aumentado en un 20% (3.3212M€). Los ingresos totales obtenidos por los OMV's en 2013 ascienden a 726M€ experimentando un incremento del 17% respecto a 2012.

Respecto a la telefonía fija, los ingresos se cifraron en 4.191M€ un 13,3% menos que el año anterior motivado por el descenso del tráfico en llamadas con destino internacional (25,4%) y tráfico con móviles (23,3%), principalmente.

Respecto al gasto del consumidor continúa marcando una tendencia decreciente que se prevé que se mantendrá a corto y medio plazo. Las reducciones en los precios unitarios consecuencia del aumento de la oferta por nuevos agentes y las mejoras derivadas de las ofertas de productos convergentes conducen a un entorno de menores precios afectando a la rentabilidad de las compañías operantes en el sector. En los últimos diez años, la reducción total del ingreso medio por minuto en telefonía móvil ha sido superior al 58%.

Los últimos años muestran un mayor grado de empaquetamiento de servicios, como respuesta a la pérdida de cuota de mercado de los operadores tradicionales a favor de los OMV. Los principales operadores del mercado que comercializaban hasta el momento servicios fijos y móviles por separado, apostaron por las ofertas conjuntas. En 2013, los paquetes cuádruples se consolidaron en el mercado y se convirtieron en los más demandados, con 5,2 millones, superando ampliamente la cifra del paquete doble de telefonía y banda ancha fija (el más contratado hasta 2012).

5 Análisis cuantitativo

5.1 Principales magnitudes financieras

Tabla 5. Principales magnitudes financieras (miles de euros).

Magnitud	2012	2013	2014	2015e	Var. 14-12
Facturación	7.376	7.765	77.005	176.045	944%
Ebitda	-10	994	3.674	15.762	36.840%
Ebitda s/ ventas	-0,14%	12,80%	4,77%	8,95%	3.619%
Resultado neto	122	343	122	6.953	0%
Rentabilidad económica	-5,15%	1,95%	-0,14%	6,00%	97%
Rentabilidad financiera	3,39%	4,29%	0,19%	6,29%	-94%
Patrimonio neto	3.604	7.990	65.635	110.461	1.721%
Endeudamiento	5.175	6.792	60.914	49.174	1.077%
Deuda financiera total	3.447	5.069	16.371	16.789	375%
Deuda financiera neta	2.533	253	4.857	16.574	92%
DFN/ Ebitda	-253,30	0,25	1,32	1,05	99%
Total activo	8.779	14.782	126.549	159.636	1.341%
Fondo de maniobra	242	3.804	-2.935	-2.366	-1.313%

Los estados contables de 2014 corresponden al Grupo MASMOVIL, siendo significativamente diferentes a los ejercicios precedentes donde las magnitudes corresponden a la anterior World Wide Ibercom. Consecuentemente, dado los cambios producidos en el perímetro de consolidación por las adquisiciones anteriormente comentadas, la comparación histórica de magnitudes queda distorsionada debido a los cambios en el perímetro del grupo muy sustanciales en los últimos ejercicios.

Todas las magnitudes han experimentado un notable crecimiento en 2014. Resalta el aumento de dimensión del grupo (multiplicando por más de ocho veces su tamaño) aumentando el valor de los activos desde los 15M€ hasta los 127M€. Asimismo, el patrimonio neto se ha multiplicado por ocho aproximadamente, hasta 66M€. Se valora positivamente que el incremento del perímetro de consolidación tras las adquisiciones no haya conllevado un incremento desproporcionado de la deuda, manteniéndose los niveles de endeudamiento del grupo en niveles adecuados.

Las ventas se han incrementado un 892% debido al crecimiento orgánico del negocio y, principalmente, al efecto de las adquisiciones. En este sentido destaca el aumento del ebitda alcanzando el importe de 3,67M€, no siendo los márgenes comparables con los ejercicios anteriores debido a la diferente composición de los negocios. No obstante, es previsible una mejora en los próximos años debido al efecto de las sinergias y economías de escala derivadas de la integración de las nuevas compañías.

5.2 Resultados y rentabilidad

“Rentabilidades mermadas por el proceso de adquisiciones y reestructuración del grupo. Previsiones positivas en base a unos mayores márgenes gracias a las sinergias y efectos de escala así como una evolución positiva en la facturación.”

Tabla 6. Resultados. Principales Magnitudes (miles de €)

Magnitud	2012	2013	2014	2015e	Var. 14-12
Facturación	7.376	7.765	77.005	176.045	944%
Margen bruto	4.019	3.909	18.187	51.786	353%
Ebitda	-10	994	3.674	15.762	36.840%
Margen ebitda	-0,14%	12,80%	4,77%	8,95%	3.619%
Resultado antes de impuestos	-608	128	-687	8.582	-13%
Resultado neto	122	343	122	6.953	0%
Rentabilidad económica	-5,15%	1,95%	-0,14%	6,00%	97%
Rentabilidad financiera	3,39%	4,29%	0,19%	6,29%	-94%

Desde el punto de vista de axesor valoramos como ajustados los niveles de rentabilidad alcanzados tanto en términos económicos como financieros. En 2014, la rentabilidad financiera es de un 0,19% mientras que la rentabilidad económica ha alcanzado valores negativos condicionados por el proceso de reestructuración del grupo.

Los resultados obtenidos durante 2014 deben ser contextualizados en el proceso de adquisiciones desarrollado por la compañía durante el año (adquisición de Digital Valley Technologies, Más Móvil Telecom 3.0, Quantum Telecom, Xtra Telecom, Tecnologías Integrales de Telecomunicaciones, Telechoice España y The Phone House Móvil).

Durante el 2014, la facturación consolidada del grupo se ha cifrado en 77M€, experimentando un crecimiento de 892% respecto al ejercicio precedente, como consecuencia del efecto de las adquisiciones así como por el crecimiento orgánico del negocio.

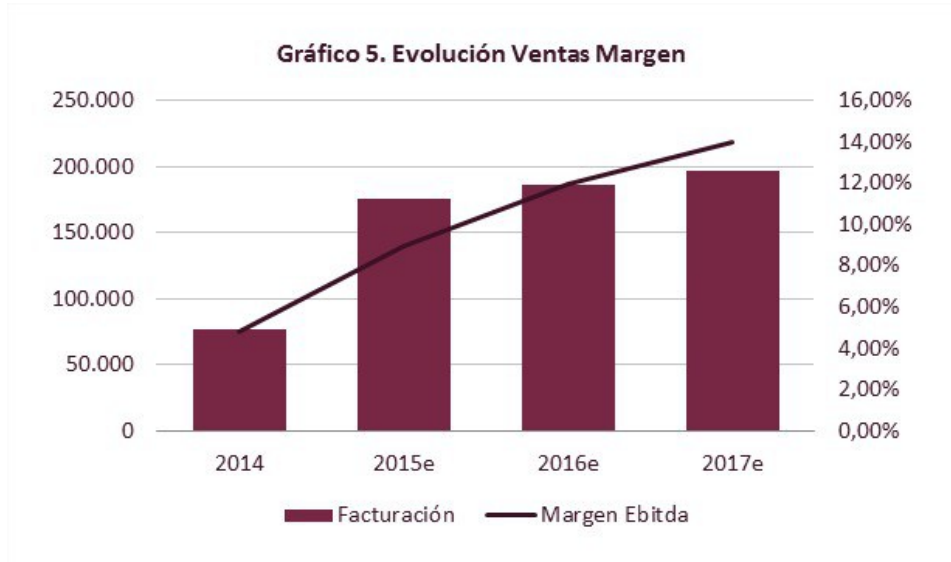
El ebitda generado asciende a 3,67M€ alcanzando un margen ebitda sobre ventas de 4,77%, no comparable con el obtenido en 2013 dada la diferente naturaleza de las negocios del grupo en cada uno de los ejercicios. Es presumible que, como consecuencia del aprovechamiento de sinergias comerciales y económicas derivadas de las nuevas adquisiciones y un mayor volumen de negocio, los márgenes se verán favorecidos, tal y como se refleja en el plan de negocio del grupo (en 2015 se estima que el margen sobre ventas alcance el 9%).

Cabe destacar que si se incluyera la totalidad de los resultados obtenidos en el ejercicio completo de 2014 por todas las compañías adquiridas a lo largo de este ejercicio, los ingresos del grupo hubieran sido de 147M€ generando un ebitda de 6,4M€.

Analizando de forma individual, el comportamiento de las empresas que actualmente componen el grupo, destaca el crecimiento sostenido que han experimentado a nivel general. En este sentido, destaca la compañía MASMOVIL que en 2014 ha facturado 17M€, un 6% más que en el ejercicio 2013, manteniendo la tendencia ascendente de los últimos años.

Las adquisiciones de Embou, NEO y Ebasis en 2015 aportarán 15M€ al grupo de forma conjunta en términos de facturación y 6M€ de ebitda favoreciendo los resultados del grupo.

Estimamos que los ingresos mantendrán una tendencia ascendente en los próximos ejercicios favorecidos por el área de empresas y residencial que reportarán el 90% del margen bruto del grupo. Según las previsiones de la compañía, el margen ebitda estimado mantendrá una tendencia creciente con un valor superior al 12% a partir del 2016.



5.3 Estructura financiera y endeudamiento

“Sólida y equilibrada estructura financiera con unos adecuados niveles de endeudamiento a pesar de la fuerte política de adquisiciones desarrollada en 2014.”

Tabla 7. Principales magnitudes endeudamiento					
Magnitud	2012	2013	2014	2015e	Var. 14-12
Patrimonio Neto/ Total deuda	69,66%	117,64%	107,75%	224,63%	55%
Calidad de la deuda	49,26%	48,14%	73,27%	74,09%	49%
Deuda financiera total	3.447	5.069	16.371	16.789	375%
Deuda financiera total/ Total deuda	66,61%	74,63%	26,88%	34,14%	-60%
Deuda financiera neta	2.533	253	4.857	16.574	92%
Deuda financiera neta/ Ebitda	-253,30	0,25	1,32	1,05	99%

El grupo presenta una equilibrada estructura financiera con un elevado nivel de capitalización donde el patrimonio neto representa el 52% del total de las fuentes de financiación manteniéndose unos adecuados niveles de endeudamiento financiero, a pesar del aumento experimentado por la deuda financiera en el último ejercicio. La excelente autonomía financiera del grupo dota de robustez a la estructura reflejando un adecuado grado de independencia respecto a la financiación de terceros.

El crecimiento inorgánico del grupo durante 2014 no se ha traducido en un elevado nivel de endeudamiento que suponga un desequilibrio en la estructura financiera, tal y como refleja el positivo valor del ratio del ratio deuda financiera ebitda (1,32x). Asimismo, el ebitda es superior a 5 veces a los gastos financieros reflejando un grado de cobertura de intereses adecuado.

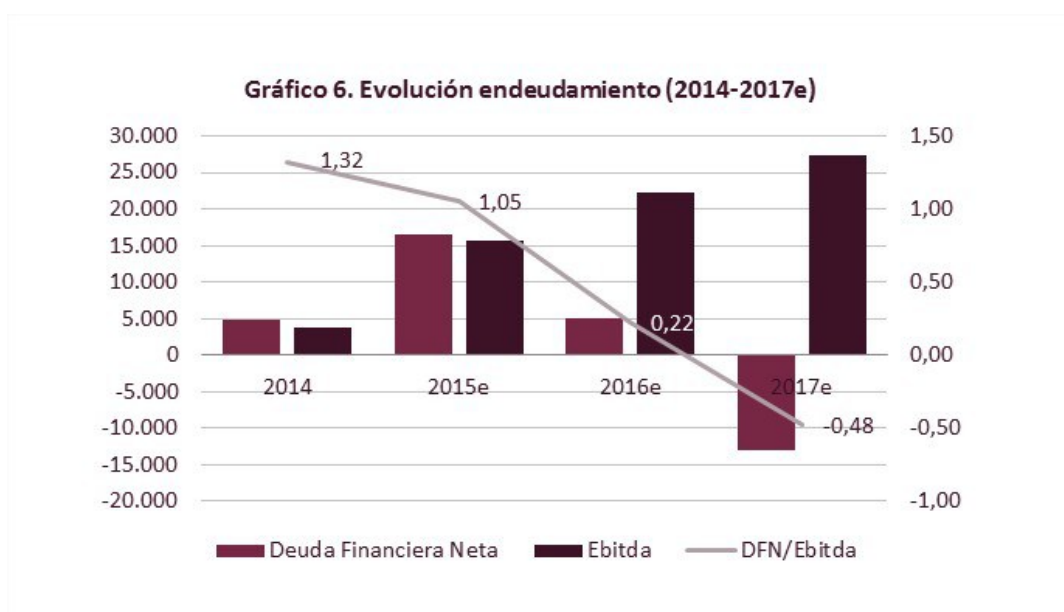
Las adquisiciones realizadas durante el 2014, enmarcadas dentro del Plan de Negocio han supuesto un desembolso cercano a los 17M€, asumiendo también compromisos de pagos aplazados por un importe de aproximadamente 7M€. Estas compañías han sido financiadas mediante el efectivo existente y la financiación obtenida del mercado de capitales mediante una ampliación de capital de 25M€.

Respecto a la composición del endeudamiento financiero, destaca el componente a corto plazo (el 41% del endeudamiento presenta un vencimiento inferior al año) correspondiendo en su mayoría a deudas con entidades de crédito (4M€). No obstante, teniendo en cuenta la posición de tesorería del grupo y su situación de solvencia, no se considera que a priori el grupo pueda sufrir tensiones de liquidez. Asimismo, indicar que solo el 0,9M€ de la deuda bancaria del grupo corresponde a préstamos con garantías hipotecarias.

Tabla 8. Calendario deuda financiera (miles de €)	
Ejercicio	Vencimiento
2015	6.702
2016	1.422
2017	1.647
2018	1.471
2019	1.183
Siguientes	3.946
Total	16.371

Las adquisiciones en curso desarrolladas en 2015 (Embou, Ebesis y Neo) suponen un desembolso de 8,2M€, la tesorería existente permite al grupo hacer frente a la financiación de las mismas sin incrementar el nivel de deuda financiera. Se mantendrían un pago aplazado de 2,2M€.

La compañía prevé mantener una tendencia decreciente en el nivel de endeudamiento a partir del ejercicio 2016 (durante 2015 se prevé un ligero incremento) de forma que se estima alcanzar una posición neta de caja excedentaria (deuda financiera neta negativa) a partir de 2017 bajo un escenario sin nuevas adquisiciones o un incremento significativo de las inversiones planificadas.



5.4 Liquidez y generación de caja

“Adecuada situación de liquidez favorecida por una elevada flexibilidad financiera, aunque marcada por inestabilidad en la generación de caja en el último ejercicio.”

Tabla 9. Posición de liquidez (miles de €)					
Magnitudes	2012	2013	2014	2015e	Var. 14-12
Total tesorería	857	4.752	8.802	215	927%
Inversiones financieras temporales	57	65	2.712	0	4.658%
Posición de liquidez	914	4.817	11.514	215	1.160%
% Total activo	9,76%	32,15%	6,95%	0,13%	-29%
% PC + PNC	16,56%	69,96%	14,45%	0,44%	-13%
% PC	33,62%	145,32%	19,72%	0,59%	-41%
Test ácido	92,08%	195,11%	93,05%	92,91%	1%

MASMOVIL mantiene un equilibrado nivel de liquidez. El grupo presenta capacidad suficiente para atender sus compromisos de pago a corto plazo favorecido por una elevada flexibilidad financiera y una adecuada posición de tesorería (8,8M€ en efectivo y 2,7M€ en inversiones financieras temporales).

Cabe matizar los valores negativos del fondo de maniobra registrados durante 2014, que no consideramos sean indicativos de una merma de la capacidad del grupo para atender los compromisos de pago a fecha de vencimiento. En este sentido estimamos que es una situación coyuntural dado que se encuentran condicionados por la integración de los distintos negocios y el valor teórico contable de todos los activos incorporados con las compras. Igualmente afectan al alto valor del capex identificado en 2014.

A pesar de las elevadas necesidades de inversión existentes y los valores negativos del flujo de explotación debilitados por los variaciones en el fondo de maniobra, el grupo ha generado tesorería por importe de 4,05M€ gracias a los fondos obtenidos de la ampliación de capital.

Tabla 10. Flujos de efectivo (miles de €)				
Flujo de efectivo	2012	2013	2014	Var. 14-12
Flujo de efectivo de explotación	919	857	-2.045	-323%
Flujo de efectivo de inversión	-1.008	-2.299	-14.286	-1.317%
Flujo de efectivo de financiación	-1.118	5.337	20.382	1.923%
Total generado	-1.207	3.895	4.051	436%

Consideramos que dada la elevada flexibilidad financiera de la compañía favorecida por su condición de empresa cotizada, en caso de sufrir potenciales tensiones de liquidez tendría facilidad para poder acceder a fuentes de financiación externas. En 2014, ha llevado a cabo de forma satisfactoria una ampliación de capital por importe de 25M€.

Estimamos que la generación de caja será suficiente para soportar el cumplimiento de sus obligaciones de pago. Estimamos que la compañía mantendrá este flujo de efectivo operativo constante y fuerte que previsiblemente mejorará los niveles de liquidez. Así, según las estimaciones de la compañía, la compañía mantendrá una alta capacidad de generación de caja independientemente de su estructura de financiación.

Tabla 11. Evolución del flujo de caja libre (miles de €)			
Magnitudes	2015e	2016e	2017e
EBIT	9.572	14.755	18.955
Amortizaciones y subvenciones	6.190	7.564	8.463
Impuestos	-1.817	-2.635	-3.139
CF bruto de operación	13.945	19.684	24.279
Inversiones en inmovilizado	-7.913	-7.337	-7.898
Inversiones en NOF	-564	-281	-284
Free Cash Flow	5.468	12.066	16.097

5.5 Proyecciones financieras

A continuación, se exponen las proyecciones financieras estimadas por el grupo para el periodo 2015-2021 realizadas bajo un escenario de crecimiento y basadas en la actual situación del grupo. La compañía prevé mantener una tendencia de crecimiento sostenida a través de crecimiento orgánico motivado por una mayor notoriedad y consolidación del posicionamiento gracias a la política de adquisiciones realizada y que consolidará en este periodo. El grupo prevé mantener una tasa de crecimiento en torno al 5% anual.

Asimismo, la facturación y rentabilidades del grupo se verán impulsadas en unos niveles muy significativos, bajo un escenario bajo nuestra opinión optimista, por una oferta integral que favorecerá la venta cruzada y unos mayores márgenes dado la significativa reducción de costes operativos consecuencia de la complementariedad de las empresas que integran el grupo.

Respecto a la situación financiera, MASMOVIL prevé un escenario estable con unos niveles de endeudamiento reducidos y una fuerte generación de caja que favorecerán la capacidad de pago de la compañía sin que se prevea bajo estas premisas tensiones de liquidez.

Tabla 12. Proyecciones Financieras. Principales Magnitudes (Miles de euros)							
Magnitud	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Facturación	176.045	186.280	196.635	206.467	215.279	224.017	233.287
<i>Crecimiento</i>	<i>128,62%</i>	<i>5,81%</i>	<i>5,56%</i>	<i>5,00%</i>	<i>4,27%</i>	<i>4,06%</i>	<i>4,14%</i>
Ebitda	15.762	22.319	27.418	32.393	36.083	38.905	41.968
<i>Crecimiento</i>	<i>329,01%</i>	<i>41,60%</i>	<i>22,85%</i>	<i>18,15%</i>	<i>11,39%</i>	<i>7,82%</i>	<i>7,87%</i>
Ebitda s/ ventas	8,95%	11,98%	13,94%	15,69%	16,76%	17,37%	17,99%
Resultado neto	6.953	11.474	15.332	20.925	25.844	30.350	36.291
ROA	6,00%	9,15%	11,13%	13,35%	12,44%	12,84%	13,56%
ROE	6,29%	9,42%	11,17%	13,24%	14,37%	14,74%	15,34%
Patrimonio neto	110.461	121.862	137.222	157.998	179.853	205.852	236.572
Endeudamiento	49.174	39.466	33.052	30.348	29.235	30.457	30.738
Deuda financiera neta	16.574	4.966	-13.079	-32.767	-57.326	-84.685	-115.000
DFN/ Ebitda	1,05	0,22	-0,48	-1,01	-1,59	-2,18	-2,74
Total activo	159.635	161.328	170.274	188.346	209.088	236.309	267.310
Fondo de maniobra	-2.366	5.508	19.680	43.093	71.025	99.189	131.378
Cash flow bruto operación	13.945	19.684	24.278	28.474	32.070	34.531	37.028
Capex	-8.477	-7.618	-8.182	-7.699	-6.501	-6.412	-6.297
Free Cash flow	5.468	12.066	16.097	20.775	25.569	28.119	30.731

5.6 Indicadores financieros

Rentabilidad	2012	2013	2014	2015e	2012	2013	2014	2015e
Rendimiento de la inversión	-6,93%	0,87%	-0,54%	5,38%	D	CCC	CC	BBB
Rotación de activo	84,02%	52,53%	60,85%	110,28%	B	CC	CCC	BBB
Rentabilidad Económica (ROA)	-5,15%	1,95%	-0,14%	6,00%	D	C	C	B
Rentabilidad Financiera (ROE)	3,39%	4,29%	0,19%	6,29%	CCC	CCC	CC	CCC
Margen neto	1,67%	4,42%	0,16%	3,95%	B	BBB	CC	BBB
Margen ebitda	-0,14%	12,80%	4,77%	8,95%	C	BBB	CC	BB

Endeudamiento	2012	2013	2014	2015e	2012	2013	2014	2015e
Autonomía financiera	69,66%	117,64%	107,75%	224,63%	BBB	A	A	AAA
Endeudamiento	58,95%	45,95%	48,13%	30,80%	BB	A	A	AA
Composición endeudamiento	103,02%	107,71%	36,48%	34,97%	A	A	B	B
Deuda Financiera Neta/EBITDA	-253,30	0,25	1,32	1,05	D	AA	A	A
Endeudamiento bancario	39,92%	54,62%	11,38%	25,02%	BB	CCC	A	BBB

Liquidez	2012	2013	2014	2015e	2012	2013	2014	2015e
Liquidez inmediata	33,62%	145,32%	19,72%	0,59%	BB	AAA	AA	CC
Liquidez contingente	75,91%	71,07%	72,21%	92,18%	B	B	B	BB
Solvencia	109,49%	216,33%	93,42%	93,51%	BB	AAA	B	B
Test - Ácido	92,08%	195,11%	93,05%	92,91%	BB	AA	BB	BB
Inversión corriente	31,79%	47,86%	32,95%	21,34%	CCC	B	B	CCC

6 Anexos

6.1 Estados contables

Activo	2012	2013	2014
A) ACTIVO NO CORRIENTE	5.989	7.708	84.853
I. Inmovilizado intangible	3.052	4.049	68.104
II. Inmovilizado material	1.681	2.204	3.906
III. Inversiones inmobiliarias	0	0	0
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	0
V. Inversiones financieras a largo plazo	95	80	2.219
VI. Activos por impuesto diferido	1.162	1.377	10.624
VII. Deudores comerciales no corrientes	0	0	0
B) ACTIVO CORRIENTE	2.791	7.074	41.696
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	400
II. Existencias	444	694	166
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.434	1.564	29.350
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	0
V. Inversiones financieras a corto plazo	57	66	2.712
VI. Periodificaciones a corto plazo	0	0	267
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	857	4.752	8.802
TOTAL ACTIVO (A + B)	8.779	14.782	126.549

Patrimonio Neto y Pasivo	2012	2013	2014
A) PATRIMONIO NETO	3.605	7.990	65.635
A-1) Fondos propios	3.255	7.626	65.277
I. Capital	404	499	1.051
II. Prima de emisión	2.540	6.720	66.470
III. Reservas	643	192	-1.062
IV. (Acciones y participaciones de la sociedad dominante)	-429	-70	-1.326
V. Otras aportaciones de socios	0	0	0
VI. Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	100	286	144
VII. (Dividendo a cuenta)	0	0	0
VIII. Otros instrumentos de patrimonio neto	0	0	0
A-2) Ajustes por cambios de valor	0	0	-4
I. Activos no corrientes y pasivos vinculados, mantenidos para la venta	0	0	0
II. Diferencia de conversión	0	0	-4
III. Otros ajustes por cambios de valor	0	0	0
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	232	188	362
A-4) Socios externos	118	176	0

Patrimonio Neto y Pasivo	2012	2013	2014
B) PASIVO NO CORRIENTE	2.626	3.522	16.283
I. Provisiones a largo plazo	0	0	130
II. Deudas a largo plazo	2.553	3.462	9.669
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	0
IV. Pasivos por impuesto diferido	74	60	1.072
V. Periodificaciones a largo plazo	0	0	0
VI. Acreedores comerciales no corrientes	0	0	91
VII. Deuda con características especiales a largo plazo	0	0	5.321
C) PASIVO CORRIENTE	2.549	3.270	44.630
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	0	0	0
II. Provisiones a corto plazo	0	0	1.374
III. Deudas a corto plazo	896	1.607	6.702
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	0
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.654	1.663	32.631
VI. Periodificaciones a corto plazo	0	0	2.385
VII. Deuda con características especiales a corto plazo	0	0	1.538
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)	8.779	14.782	126.549

Cuenta de Pérdidas y Ganancias	2012	2013	2014
1. Importe neto de la cifra de negocios	7.376	7.765	77.005
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	-165	226	0
3. Trabajos realizados por el grupo para su activo	546	1.163	2.152
4. Aprovisionamientos	-3.357	-3.856	-58.818
5. Otros ingresos de explotación	5	4	264
6. Gastos de personal	-2.335	-2.529	-8.412
7. Otros gastos de explotación	-2.078	-1.779	-8.517
8. Amortización del inmovilizado	-565	-787	-3.905
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	40	77	71
10. Excesos de provisiones	0	0	0
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	0	0	0
12. Resultado por la pérdida de control de participaciones consolidadas	0	0	0
13. Diferencia negativa en combinaciones de negocio	0	0	0
14. Otros resultados	86	4	-15
A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-452	288	-175

Cuenta de Pérdidas y Ganancias	2012	2013	2014
15. Ingresos financieros	16	45	447
16. Gastos financieros	-189	-219	-718
17. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	20	14	0
18. Diferencias de cambio	-1	0	-29
19. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	1	0
20. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	0	0	-212
A.2) RESULTADO FINANCIERO (15 + 16 + 17 + 18 + 19 + 20)	-156	-160	-687
21. Participación en beneficios (pérdidas) de sociedades puestas en equivalencia	0	0	0
22. Deterioro y resultado por pérdida de influencia significativa de participaciones puestas en equivalencia o del control conjunto sobre una sociedad multigrupo	0	0	0
23. Diferencia negativa de consolidación de sociedades puestas en equivalencia	0	0	0
A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A.1 + A.2 + 21 + 22 + 23)	-608	128	-687
24. Impuestos sobre beneficios	731	216	809
A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A.3 + 24)	122	343	0
25. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	0
A.5) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO (A.4 + 25)	122	343	122
Resultado atribuido a la sociedad dominante	100	286	144
Resultado atribuido a socios externos	23	58	-22

Copyright © 2015 por AXESOR CONOCER PARA DECIDIR S.A. Todos los derechos reservados.

El Producto axesor corporate rating es una creación de AXESOR sujeta a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual. La información contenida en este Producto es de carácter estrictamente confidencial y para el exclusivo uso personal, interno y no comercial de MASMOVIL IBERCOM SA como cliente que ha contratado directamente con AXESOR. Salvo que MASMOVIL IBERCOM SA haya adquirido una licencia de difusión a AXESOR, y sin perjuicio de lo que se indicará en el párrafo siguiente, en ningún caso podrá divulgar el contenido del Producto (incluyendo calificaciones, análisis crediticios, datos, modelos, software o cualquier otro contenido) ya sea total o parcial y en ningún tipo de soporte, ni facilitar dicha información a cualesquiera terceros, ni a empresas asociadas, pertenecientes al mismo grupo o a cualquier otro tipo de asociación o relación de pertenencia o participación empresarial o accionarial.

En cualquier caso, aún teniendo MASMOVIL IBERCOM SA licencia de difusión de la información, no podrá con carácter comercial o con ánimo de lucro, transferir, ceder, subarrendar, sub-licenciar, vender, revender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos ni del propio Producto, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, total o parcialmente, la información suministrada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar o incorporar a base de datos, la información suministrada haciendo extensiva esta prohibición a la copia de la misma, aun siendo modificada y/o fusionada, así como a la creación de ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en este Producto. El Producto y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por AXESOR expresamente y por escrito.

MASMOVIL IBERCOM SA pondrá en conocimiento de AXESOR cualquier uso no autorizado del Producto y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento por cualquier vía.

MASMOVIL IBERCOM SA responderá frente a AXESOR de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas.

MASMOVIL IBERCOM SA será responsable de cualquier incumplimiento realizado por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Producto y/o a su contenido. La indemnización por daños y perjuicios se entenderá sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que AXESOR pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

Este Producto se proporciona bajo la aceptación de que AXESOR no es responsable de la interpretación que MASMOVIL IBERCOM SA haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en este Producto así como las calificaciones, y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de emisión del Producto y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por AXESOR tienen la consideración de dictamen propio por lo que el MASMOVIL IBERCOM SA deberá basarse en ellas para cualquier finalidad, de forma limitada. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor. AXESOR no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido de este Producto no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia de MASMOVIL IBERCOM SA, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión. Por tanto MASMOVIL IBERCOM SA está de acuerdo en que la información suministrada por AXESOR podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a AXESOR de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción de MASMOVIL IBERCOM SA y por ello libera a AXESOR de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

AXESOR basa los criterios metodológicos para la elaboración de este producto, así como los análisis y decisiones sobre calificaciones de crédito que contiene, en una metodología de calificación que cumple con los dictámenes regulatorios emitidos por el Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia. La Agencia cumple rigurosamente con un Código de Conducta basado en los principios del Código de Conducta IOSCO para Agencias de Calificación Crediticia. De igual forma axesor ha adoptado las debidas políticas de conflictos de intereses, divulgación de la información así como todos los requisitos de transparencia exigidos por la normativa aplicable. Todas las calificaciones crediticias se dan a conocer a las entidades calificadas por lo menos 24 horas antes de su publicación en los términos previstos en el indicado Reglamento. Para más información, visite www.axesor-rating.es.

AXESOR dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que AXESOR no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible y dada la gran cantidad de material con el que se trabaja para recopilar la información, AXESOR, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna por las inexactitudes, incorrecciones, falsedades, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Producto. AXESOR no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

AXESOR, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no serán responsables ante MASMOVIL IBERCOM SA ni ningún tercero por cualquier daño directo, indirecto o accidental, ni de los daños compensatorios, punitivos, especiales o indirectos, así como tampoco de las costas, gastos, honorarios legales o lucro cesante (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional) en relación con cualquier uso del Contenido del Producto incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.