



## **axesor corporate rating**

---

**MASMOVIL IBERCOM, S.A.**

Fecha de publicación: 27/07/2016

**Director de Análisis**

Julián Villalba Checa

[jvillalba@axesor-rating.es](mailto:jvillalba@axesor-rating.es)

**Analista Senior**

Rosa M<sup>a</sup> Santiago Maldonado

[rsantiago@axesor-rating.es](mailto:rsantiago@axesor-rating.es)

## Tabla de Contenidos

---

<b>1. Introducción</b>	<b>2</b>
1.1. Escala de rating	4
<b>2. Resumen Ejecutivo</b>	<b>5</b>
2.1. Calificación axesor rating	5
<b>3. Perfil de la empresa</b>	<b>9</b>
3.1. Actividad y ámbito de actuación	9
<b>4. Análisis cualitativo</b>	<b>10</b>
4.1. Posicionamiento competitivo	10
4.2. Gestión empresarial (management)	15
<b>5. Análisis cuantitativo</b>	<b>19</b>
5.1. Principales magnitudes financieras	19
5.2. Resultados y rentabilidad	21
5.3. Estructura financiera y endeudamiento	23
5.4. Liquidez y generación de caja	27
5.5. Indicadores financieros	29
<b>6. Anexos</b>	<b>30</b>
6.1. Estados contables	30

# 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](http://www.axesor-rating.es).

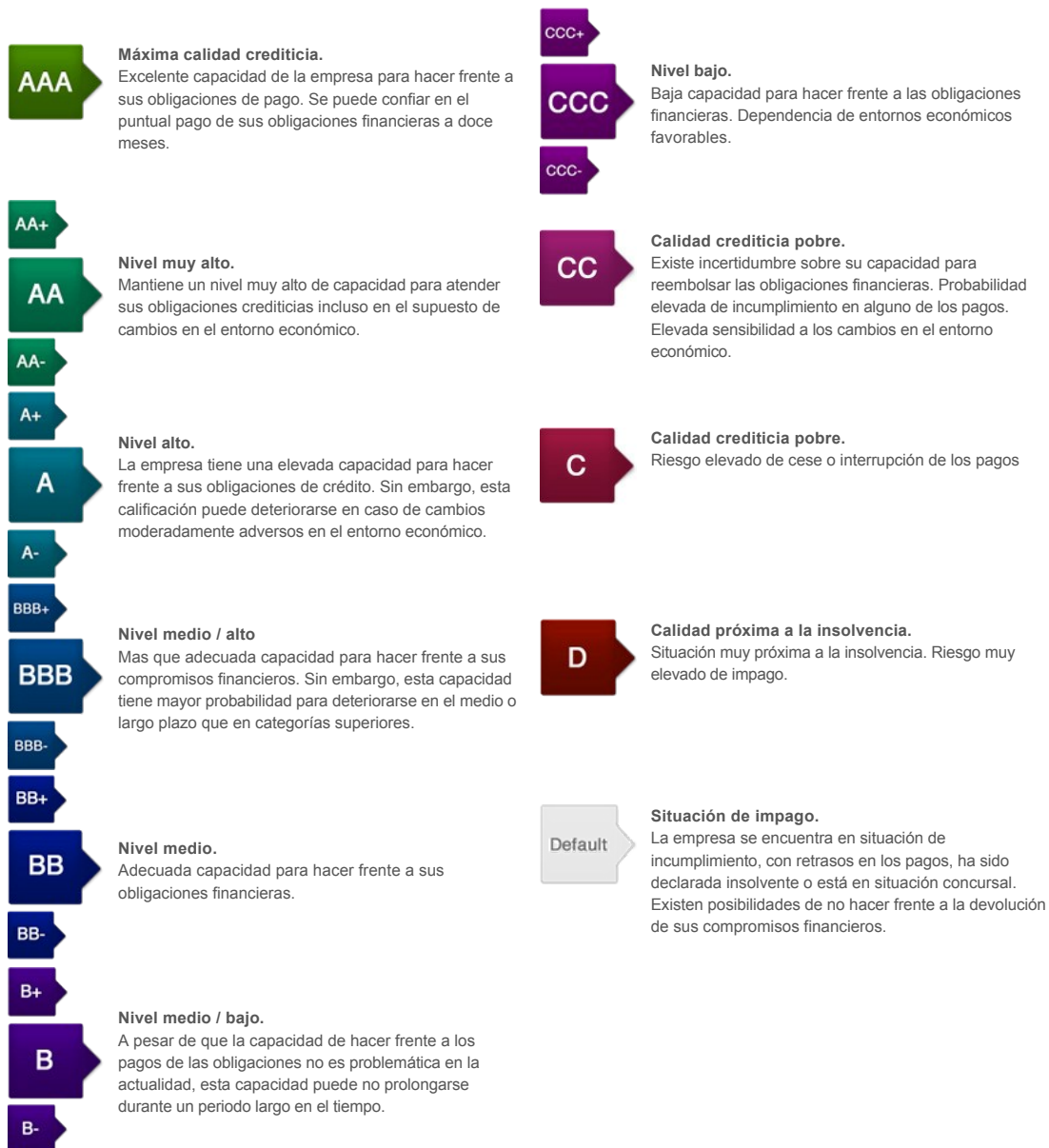
Conjuntamente a la **escala de rating**, se indica la tendencia de la calificación a modo descriptivo de la situación actual de la compañía respecto a la última calificación otorgada.

## 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.**

### 2.1 Calificación axesor rating

Denominación Social  
**MASMOVIL IBERCOM, S.A.**  
 NIF A20609459



Tendencia  
Estable

#### 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.

Con las recientes adquisiciones de Pepephone y Yoigo, el Grupo refuerza y consolida su posición como cuarto operador nacional de telecomunicaciones en España con una cifra agregada de 4,2 millones de clientes de móvil, una base de alrededor de 70.000 clientes de banda ancha y una cuota de mercado de 10,5%, aproximadamente. MASMOVIL estima superar los 1.000M€ de facturación para el próximo ejercicio.

#### Limitaciones al análisis

- Tras el proceso de adquisición de Yoigo y Pepephone, no se disponen de unas proyecciones financieras consolidadas completas.
- MASMOVIL se encuentra en fase de negociación de la financiación de las adquisiciones de Yoigo y Pepephone que, si bien está en desarrollo y presenta alta visibilidad, no están finalizadas todavía.

#### Fundamentos

##### Perfil de negocio

- **Posicionamiento adecuado impulsado por las adquisiciones de Yoigo y Pepephone junto a los remedios de Jazztel consolidando su posicionamiento como cuarto operador en España.**

La adquisición de Yoigo y Pepephone permitirá al Grupo reforzar y consolidar su posición como cuarto operador nacional de telecomunicaciones en España con una cifra agregada de 4,2 millones de clientes de móvil, una base alrededor de 70.000 clientes de banda ancha y una cuota de mercado de 10,5%, aproximadamente.

- **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.**

MASMOVIL 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**

- **Incremento del nivel de endeudamiento manteniéndose en niveles moderados consecuencia de la política de adquisiciones del Grupo.**

El proceso de adquisiciones en el que se encuentra inmerso el Grupo ha impactado directamente en sus niveles de endeudamiento. En 2015, la deuda financiera neta representa 3,3 veces el EBITDA de la compañía (1,3 veces en 2014) mostrando un nivel de endeudamiento moderado que queda mitigado por el grado de robustez en la capacidad de solvencia y la optimización del EBITDA que se prevé en los próximos ejercicios. No obstante, tras las adquisiciones de Yoigo y Pepephone (actualmente en proceso de negociación aunque con alto grado de desarrollo y visibilidad) la deuda financiera neta estimada representará 4 veces el EBITDA del Grupo, una vez consolidado, para 2016.

- **Tendencia creciente en la facturación y márgenes, no obstante las rentabilidades continúan mermadas por el proceso de adquisiciones y reestructuración del Grupo.**

Durante el 2015, la facturación consolidada se cifró en 130M€, experimentando un crecimiento de 69% respecto al ejercicio precedente, como consecuencia del crecimiento orgánico en el área residencial y empresas y, principalmente, por el efecto de las adquisiciones. Cabe destacar que a pesar de la mejora en el margen, la compañía registra unas rentabilidades debilitadas por el proceso de adquisiciones en el que se encuentra inmerso. En 2016, tras los procesos de adquisiciones actual, se espera incrementar la cifra de negocio de forma significativa hasta los 1.086M€.

- **Adecuada situación de liquidez favorecida por una elevada flexibilidad financiera, aunque marcada por unas elevadas necesidades de inversión.**

MASMOVIL presenta capacidad suficiente para atender sus compromisos de pago a corto plazo favorecido por una elevada flexibilidad financiera y una adecuada posición de tesorería (a fecha de cierre del ejercicio 2015, 30,5M€ en efectivo y 4M€ 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.

## Principales magnitudes

Principales magnitudes financieras. Miles de €.						
Magnitudes	2013	2014	2015	2015ag*	2016***	Var.15-14
Facturación	7.765	77.005	130.249	1.057.633	1.086.000	69,14%
EBITDA	994	3.674	10.656	106.738	103.200	190,04%
EBITDA s/ ventas	12,80%	4,77%	8,18%	10,09%	9,50%	3,41pp
Resultado neto	344	122	-1.507	9.527	-	-1335,25%
ROA	1,95%	-0,14%	0,12%	1,76%	-	0,26pp
ROE	4,30%	0,19%	-1,66%	1,69%	-	-1,85pp
Patrimonio neto	7.991	65.635	90.718	564.966**	-	38,22%
Total endeudamiento	6.793	60.914	300.184	842.491	-	392,80%
Deuda financiera total	5.072	16.371	69.114	263.827	567.500	322,17%
Deuda financiera neta	254	4.857	34.589	131.746	411.768	612,15%
DFN/ EBITDA	0,26x	1,32x	3,25x	1,23x	3,99x	1,92x
Cobertura de intereses	4,56x	5,12x	4,71x	8,61x	-	-0,41x
Total activo	14.783	126.549	390.902	1.407.457	-	208,89%
Fondo de maniobra	3.805	-2.935	-9.503	-136.415	-	-223,78%
Flujo efectivo explotación	858	-2.045	11.627	153.399	-	668,56%

\*Cifras agregadas de las compañías MASMOVIL, Pepehone y Xfera Móviles (Yoigo)

\*\*Considerándose en las cifras agregadas los préstamos participativos de Xfera Móviles como patrimonio neto

\*\*\* No se disponen de unas proyecciones financieras completas estimadas.

## Tendencia

---

En opinión de asesor la tendencia del presente rating es **estable**. La rentabilidad de la compañía se verá beneficiada por las sinergias y economías de escala derivadas del proceso de adquisiciones desarrollado por el Grupo. A pesar que la financiación de las inversiones realizadas durante 2016 se encuentra en fase de negociación y que combinarán capital y deuda, estimamos un incremento del nivel de apalancamiento limitando el grado de autonomía financiera. No obstante, 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 2013 y 2015 (31.12) y por otro lado, en un análisis cualitativo fundamentado en los datos obtenidos tanto de fuentes públicas como privadas.

Madrid, 27 de julio de 2016



---

**Julián Villalba Checa**  
Rating Manager asesor rating



---

**Rosa Mª Santiago Maldonado**  
Analista Senior asesor 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. Cotiza en el MAB desde el 2012 siendo el Grupo el resultado de la integración, de distintos operadores de telecomunicaciones con crecimientos sostenidos en sus respectivos mercados destacando:

- MASMOVIL (mercado residencial)
- IBERCOM (empresas)
- QUANTUM (operadores)
- XTRA TELECOM (empresas y operadores)
- THE PHONE HOUSE MOVIL (residencial)

Asimismo, durante el 2016 se ha producido la adquisición de las compañías PEPEPHONE y XFERA MÓVILES (Yoigo).

## 4 Análisis cualitativo

### 4.1 Posicionamiento competitivo

**“El crecimiento de MASMOVIL se verá impulsado por las adquisiciones de Yoigo y Pepephone junto a los remedios de Jazztel, permitiéndole ofrecer una oferta convergente y consolidando su posicionamiento como cuarto operador en España.”**

En opinión de asesor, calificamos el posicionamiento competitivo del Grupo MASMOVIL en el mercado de los servicios de telecomunicaciones como favorable. La adquisición de Yoigo y Pepephone permitirá al Grupo reforzar y consolidar su posición como cuarto operador nacional de telecomunicaciones en España con una cifra agregada de 4,2 millones de clientes de móvil, una base alrededor de 70.000 clientes de banda ancha y una cuota de mercado de 10,5%, aproximadamente.

**Tabla 1. Ranking actual de operadores nacionales.**

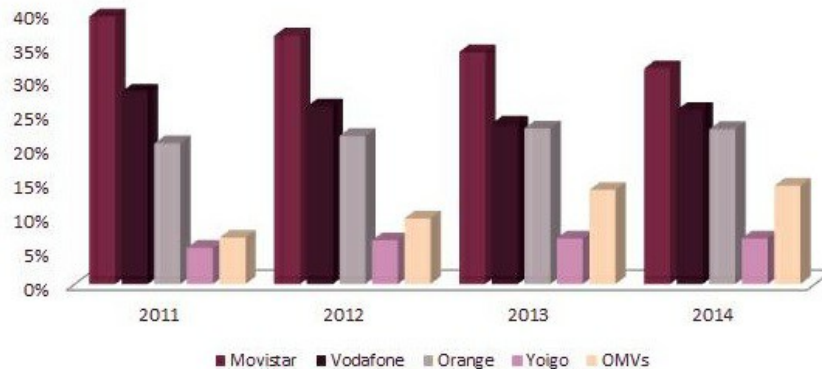
Ranking	Operadores nacionales	Ingresos 2015(M€)
1	Telefónica	12.402
2	Vodafone - Ono	4.992
3	Orange - Jazztel	4.253
4	MASMOVIL	1.058*

\*Datos agregados 2015 (MASMOVIL, Yoigo y Pepephone).

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 2014 (últimos datos disponibles) los operadores alternativos han alcanzado una cuota de mercado conjunta de un 14% frente al 6% de 2011.

Gráfico 1. Evolución cuota de mercado telefonía móvil



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* junto al hecho que MASMOVIL pueda ofrecer una oferta convergente como una oportunidad reforzando su posicionamiento competitivo como alternativa a los operadores tradicionales.

MASMOVIL tiene su origen en el año 1997 y ha conseguido consolidar un rápido crecimiento como operador de telecomunicaciones integral desarrollando una política de expansión a través de crecimiento inorgánico, principalmente. En los últimos 24 meses ha adquirido diez compañías, cabe destacar los actuales procesos de adquisición de Pepephone y Yoigo que le permitirán consolidar su posición como cuarto operador en España.

- **Pepephone.** creado en 2007, ha experimentado en los últimos años un crecimiento significativo tanto en su base de clientes (más del 35%) como de ingresos (con un crecimiento superior al 40% en el periodo 2011-2015), alcanzando al final del 2015 más de 460,000 clientes de móvil (más 35,000 clientes de banda ancha) y 64M€ de ingresos. Con una plantilla de 22 empleados, Pepephone obtuvo en 2015 un EBITDA de 13M€, representando un margen del 20% sobre ingresos.
- **Yoigo.** Es el cuarto operador móvil en el mercado español. Dispone de una red propia con 4.700 emplazamientos, una cobertura del 85% de la población y frecuencias 1.8GHz y 2.1GHz. Tiene 3,3 millones de clientes de líneas móviles a finales del 2015, de los cuales casi un 70% lo son en la modalidad de contrato. Con esta adquisición MASMOVIL combina sus activos fijos y de banda ancha con los activos móviles de Yoigo para crear un operador convergente que se beneficiará de economías de escala.

La adquisición de Yoigo y Pepephone está sujeta a la autorización de la Comisión Nacional de Mercados y Competencia (CNMC), autorización que es la única "condición precedente" en los acuerdos.

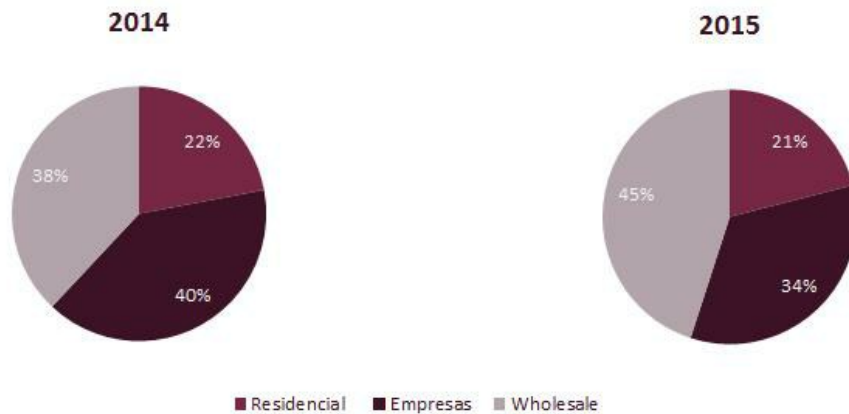
Además a finales de 2015, MASMOVIL adquirió a Jazztel elementos de una red de fibra óptica que alcanza a 740.000 hogares en trece de las principales ciudades españolas y un uso preferente de la red de cobre de Jazztel con un cobertura del 74% del territorio nacional. Estos *remedies* fueron adquiridos a través de la creación de la filial de MASMOVIL Broadband. Esta operación refuerza la capacidad de su red de telecomunicaciones y de captación de clientes e impulsa el posicionamiento del Grupo en el sector.

El Grupo opera fundamentalmente a nivel nacional (ha facturado 1,7M€ en Inglaterra con la división de Xtra Telecom en Reino Unido) manteniendo una clara tendencia hacia la consolidación. Una mayor diversificación internacional sería deseable, especialmente en mercados con mayor potencial de crecimiento.

MASMOVIL presenta una adecuada diversificación de sus líneas de negocio presentando una oferta integral de telecomunicaciones y oferta de servicios diferenciados en los segmentos residencial, empresarial y de operadores. El portfolio de productos y servicios ha mejorado en los últimos ejercicios tras las adquisiciones realizadas que le han permitido prestar un servicio convergente convirtiéndose en una fuerte ventaja competitiva y en una oportunidad para el Grupo diferenciándolos de los operadores alternativos que carecen de esta capacidad.

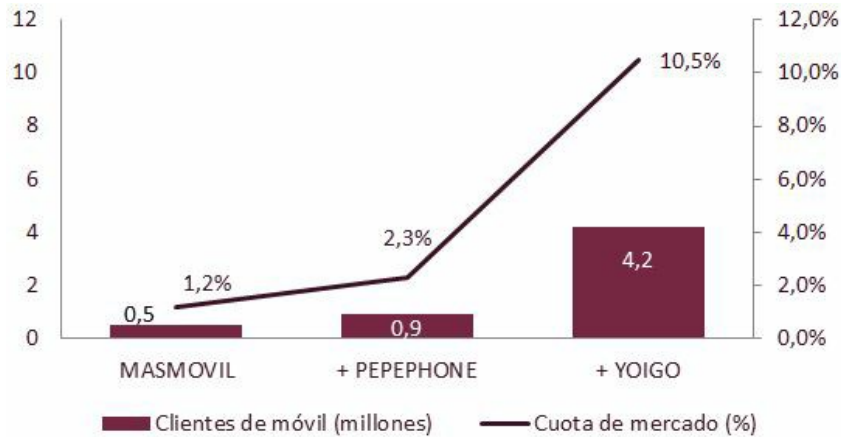
- **Residencial.** MASMOVIL presenta más de 800.000 clientes en esta área y muestra una clara tendencia ascendente, con crecimientos anuales superiores al 20% en clientes desde 2008 (el volumen de clientes en 2015 ha experimentado un crecimiento del 29%). Cabe resaltar el aumento de clientes postpago (que representan un porcentaje superior al 50% de la cartera), la mejora experimentada por las portabilidades netas, alcanzando el segundo puesto del ranking nacional entre todos los operadores en el segundo semestre, y la reducción de las bajas en el segmento de contrato residencial.
- **Empresas.** Con una cartera de 25.000 empresas, se ofrece una oferta *multi-play* (datos, voz, móvil y VAS). Ha mostrado un buen comportamiento en fijo y en móvil, superando el impacto negativo en el cambio regulatorio sobre tarifa mayorista de terminación fija en el primer semestre de 2015 y completando la integración de las adquisiciones y mejora del portfolio de productos y servicios.
- **Mayoristas.** 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. Se continúa con la estrategia de concentración de clientes de alta calidad, diversificando el portfolio de servicios.

Gráfico 2. Evolución del volumen de ingresos por división de negocio.



A fecha de cierre del ejercicio 2015, el volumen de clientes asciende a más de 825.000 clientes. En este sentido destaca la positiva evolución operativa del Grupo en 2015 donde los clientes ganados vía portabilidades experimentaron un importante crecimiento en el sector, situándose como segundo operador móvil de España en el ranking de portabilidades netas del sector (en 2014 ocupaba el séptimo lugar). Tras la adquisición de Yoigo y Pepephone el Grupo presenta una cifra agregada de 4,2 millones de clientes de móvil y una base de alrededor de 70.000 clientes de banda ancha.

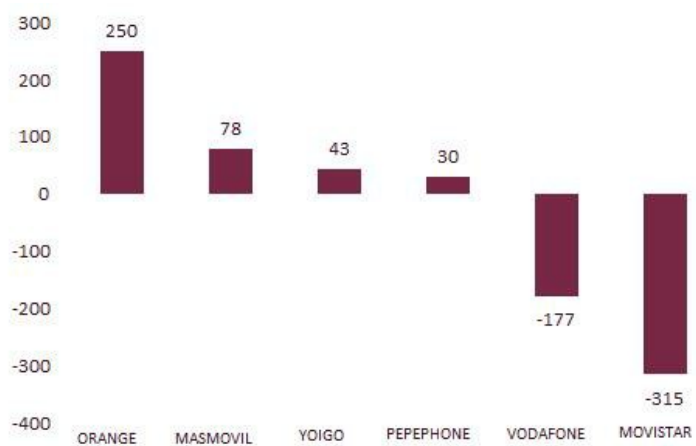
**Gráfico 3. Número de clientes y cuota de mercado por compañía.**



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. Reseñar que la base de clientes de Pepephone es de alta calidad, siendo más del 95% de los mismos clientes de contrato, y registrando una de las tasas de rotación de clientes más bajas del sector (16,3%).

La fuerza de captación de clientes junto con las bajas tasas de rotación se refleja en la posición de MASMOVIL en número de portabilidades netas en 2015. En este sentido también destacan los valores positivos de Yoigo y Pepephone.

**Gráfico 4. Portabilidades netas móvil en 2015. Miles de líneas.**



En relación a los proveedores destaca Orange y Movistar como proveedores de red. No obstante, la adquisición de Embou y Yoigo, la constitución de su filial MASMOVIL Broadband y el acuerdo llevado a cabo con Jazztel le permiten desarrollar y explotar una red propia de banda ancha fija (XDSL y FTTH), reduciendo en el medio plazo la dependencia de redes externas. Además, la coexistencia de dos proveedores de red tras las adquisiciones de Pepephone y Yoigo, incrementa el poder de negociación de MASMOVIL con sus proveedores estimándose una mejora de las condiciones contractuales a corto y medio plazo.

Por otro lado y respecto a los pares del Grupo, en los resultados de 2015, se observa una tendencia creciente en los ingresos de los líderes del sector, Telefónica y Vodafone, con una ligera pérdida de rentabilidad para ambos grupos. Orange han mantenido una tendencia de crecimiento en su facturación, contando con unos niveles de rentabilidad estables.

En el caso de MASMOVIL la compañía registra en 2015 unos márgenes moderados influenciados por el proceso de reestructuración de las distintas adquisiciones. 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).

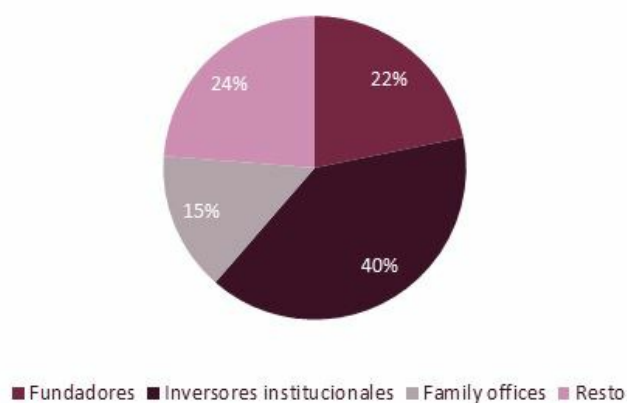
## 4.2 Gestión empresarial (management)

***“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

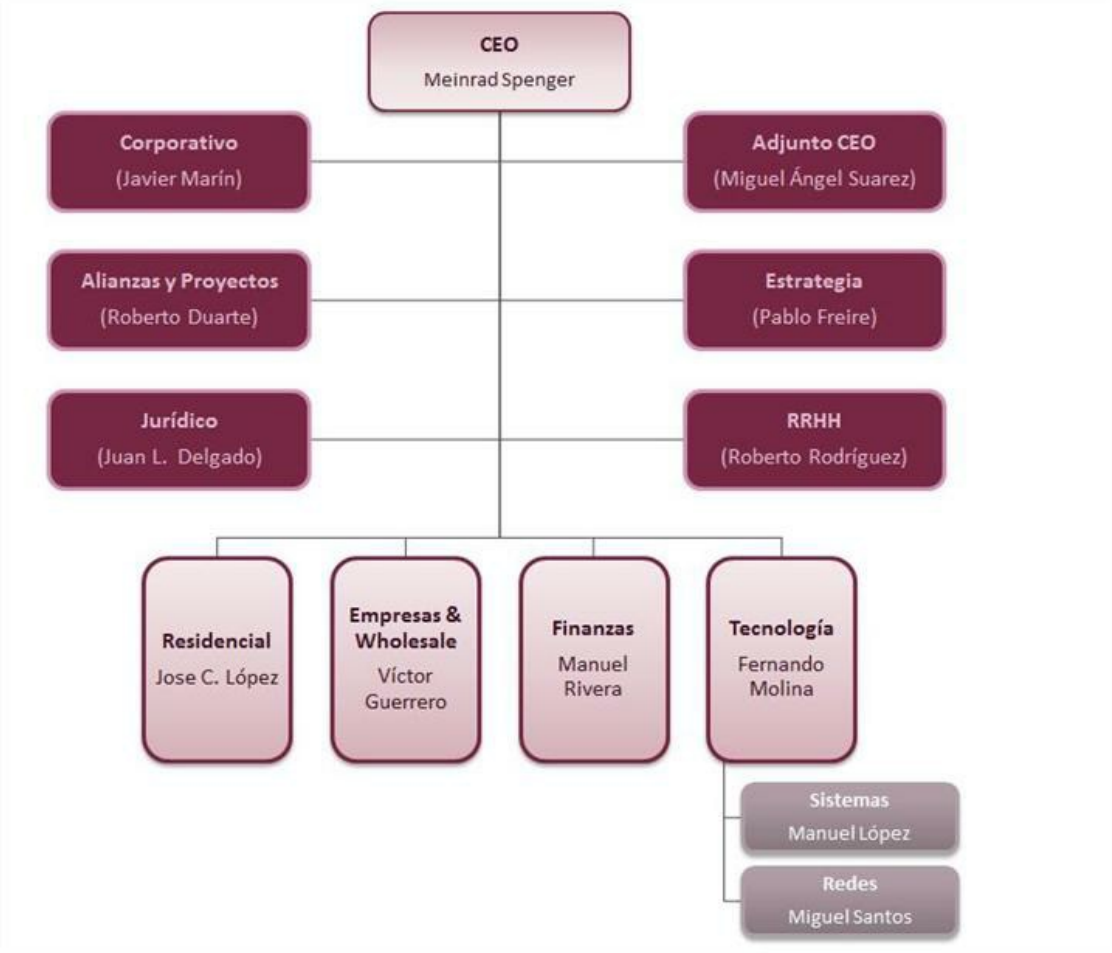
La estructura de la propiedad de MASMOVIL se encuentra ampliamente diversificada. Los accionistas con una participación en la propiedad de la compañía superior al 5% representan el 53% del total, siendo el *free float* de un 47%. El fuerte compromiso del accionariado queda reflejado en el reciente acuerdo alcanzado por más del 50% del accionariado de *lock-up* por un periodo de un año.

Gráfico 5. Composición del accionariado.



Respecto al equipo directivo presentan un adecuado perfil técnico y notable experiencia en el sector de telecomunicaciones para el desempeño de sus funciones y conocimiento de la actividad, dotando de valor al proceso de toma de decisiones. El organigrama directivo, ampliado en el último ejercicio conforme al crecimiento del Grupo, muestra una estructura profesional consecuente con las necesidades de la compañía, respondiendo a la realidad de una empresa del tamaño y ámbito de actuación de MASMOVIL.

Gráfico 6. Organigrama Grupo 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 2015 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 la calidad de la gestión y 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.

El plan estratégico del Grupo se basa en una política de consolidación y crecimiento orgánico y crecimiento inorgánico a través de adquisiciones selectivas basadas en criterios de diversificación y rentabilidad en el ámbito nacional.

En 2015, se han completado con éxito las adquisiciones de Neo, Embou y Ebesis, se han realizado dos operaciones de financiación corporativa, una ampliación de capital por 21M€ para adquirir Neo y emisión de bonos cotizados en el MARF por 27M€.

Además, MASMOVIL se ha introducido en el segmento de banda ancha fija, ADSL y fibra, con la adjudicación de los activos de red de fibra óptica puestos a la venta por Jazztel tras la imposición de la CE en el proceso de adquisición llevado a cabo por Orange. Para ello, constituyó su filial MASMOVIL Broadband bajo la que se encuentra esta línea de negocio.

De esta manera el Grupo cuenta con acceso a la red desplegada por Jazztel (xDSL y FTTH), beneficiándose de las inversiones realizadas desde 2005 por esta compañía. Adicionalmente, MASMOVIL desplegará de manera progresiva una red propia de banda ancha fija que espera alcanzar los 2,3 millones de hogares en el medio plazo.

Estas incorporaciones permiten al Grupo ofrecer una oferta integral en telecomunicaciones (en el segundo trimestre de 2016 se ha producido el lanzamiento de la oferta comercial integrada). Además, se prevé un impacto significativo en la estructura de costes y rentabilidad, 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.

Por otro lado, es necesario destacar los excelentes resultados obtenidos durante 2015 cumpliéndose con los establecidos en el plan de negocio, en términos de facturación, EBITDA y márgenes. Asimismo, también se han cumplido con los objetivos operativos propuestos: integración de las compañías adquiridas, adecuación de la estructura directiva a la nueva realidad del Grupo, establecimiento de las infraestructuras necesarias y lanzamiento del plan de banda ancha.

Durante 2016 han sido adquiridas Yoigo y Pepephone, adquisiciones clave para la consecución de los objetivos de la compañía y su consolidación como cuarto operador en España. En opinión de axesor, estas adquisiciones permitirán a MASMOVIL impulsar y consolidar su posicionamiento y crecimiento en el sector situándose como cuarto operador nacional de telecomunicaciones en España.

Respecto a la gestión financiera, las adquisiciones realizadas y la incorporación de banda ancha ha tenido un impacto en la situación financiera de MASMOVIL, realizando consecuentes inversiones que han supuesto un incremento del nivel de endeudamiento del Grupo. Actualmente, la compañía se encuentra en fase de negociación y consecución de la financiación necesaria para las nuevas adquisiciones encontrándose con alto grado de visibilidad y desarrollo. No obstante, es necesario reseñar que tanto la financiación de Pepephone como la de Yoigo combinarán deuda y capital para mitigar el impacto en la capacidad financiera de MASMOVIL (ver Análisis Cuantitativo).

Además, la emisión de deuda y el nivel de endeudamiento alcanzado se mantiene en niveles asumibles por el Grupo aunque limitando la autonomía financiera. Sin embargo, el favorable grado de flexibilidad financiera de la compañía con un rápido acceso a fuentes de financiación externas dada su condición de cotizada, reduce el riesgo de impago.

En este sentido, destaca el acuerdo alcanzado con la compañía de capital privado Providence Equity Partners (compañía de gestión de activos con alta experiencia en el sector de telecomunicaciones) por el que se compromete a invertir 165M€ en MASMOVIL a través de un convertible de largo plazo (8 años) de forma que si se asume la total conversión de dicho instrumento implica que Providence se convertirá en el principal accionista de MASMOVIL contando con dos puestos en el Consejo de Administración.

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 a tipo variable 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 del proceso de integración.** Derivado de la apuesta por el crecimiento inorgánico la compañía afronta un riesgo limitado asociado a los procesos de adquisición e integración de las empresas recientemente adquiridas.

## 5 Análisis cuantitativo

### 5.1 Principales magnitudes financieras

Tabla 2. Principales magnitudes financieras. Miles de €.						
Magnitudes	2013	2014	2015	2015ag*	2016***	Var.15-14
Facturación	7.765	77.005	130.249	1.057.633	1.086.000	69,14%
EBITDA	994	3.674	10.656	106.738	103.200	190,04%
EBITDA s/ ventas	12,80%	4,77%	8,18%	10,09%	9,50%	3,41pp
Resultado neto	344	122	-1.507	9.527	-	-1335,25%
ROA	1,95%	-0,14%	0,12%	1,76%	-	0,26pp
ROE	4,30%	0,19%	-1,66%	1,69%	-	-1,85pp
Patrimonio neto	7.991	65.635	90.718	564.966**	-	38,22%
Total endeudamiento	6.793	60.914	300.184	842.491	-	392,80%
Deuda financiera total	5.072	16.371	69.114	263.827	567.500	322,17%
Deuda financiera neta	254	4.857	34.589	131.746	411.768	612,15%
DFN/ EBITDA	0,26x	1,32x	3,25x	1,23x	3,99x	1,92x
Cobertura de intereses	4,56x	5,12x	4,71x	8,61x	-	-0,41x
Total activo	14.783	126.549	390.902	1.407.457	-	208,89%
Fondo de maniobra	3.805	-2.935	-9.503	-136.415	-	-223,78%
Flujo efectivo explotación	858	-2.045	11.627	153.399	-	668,56%

\*Cifras agregadas de las compañías MASMOVIL, Pepehone y Xfera Móviles (Yoigo).

\*\*Considerándose en las cifras agregadas los préstamos participativos de Xfera Móviles como patrimonio neto.

\*\*\* No se disponen de unas proyecciones financieras completas estimadas.

Los estados contables de 2014 y 2015 son significativamente diferentes a los ejercicios precedentes tras los cambios producidos en el perímetro de consolidación por la política de adquisiciones desarrollada por el Grupo, quedando distorsionada la comparación histórica de magnitudes.

Todas las magnitudes han experimentado un notable crecimiento durante los últimos ejercicios, esperándose un incremento mayor cuando se completen las adquisiciones de Pepehone y Yoigo (pendientes de autorización por parte de la CNMC), tal y como muestran las variables agregadas del ejercicio 2015, que reflejan el aumento de dimensión del Grupo en 3,6 veces su tamaño así como un incremento de la facturación en un 712%.

En 2015, las ventas han experimentado un incremento de un 69% debido al crecimiento orgánico del negocio y, principalmente, al efecto de las adquisiciones. En este sentido destaca el aumento del EBITDA que se cifra en 10,66M€, no siendo los márgenes comparables con los ejercicios anteriores dada la diferente composición del mix de negocio. Cabe resaltar que se prevé una mejora en los próximos años debido al efecto de las sinergias y economías de escala derivadas de la integración de las nuevas compañías. Asimismo, la estructura financiera de MASMOVIL también quedará influenciada por el proceso de adquisiciones de Yoigo y Pepephone registrando un mayor apalancamiento aunque mitigado por la robustez del Grupo y por la mejora operativa cuando finalicen los procesos de adquisición.

## 5.2 Resultados y rentabilidad

**“A pesar del crecimiento de la facturación y mejora de los márgenes, las rentabilidades continúan mermadas por el proceso de adquisiciones y reestructuración del Grupo. Las previsiones son positivas en base a la plena incorporación operativa de las adquisiciones que permitirán unos mayores márgenes gracias a las sinergias y efectos de escala así como una evolución positiva en la facturación.”**

**Tabla 3. Resultados. Principales Magnitudes. Miles de €.**

Magnitudes	2013	2014	2015	2015ag	Var14-13	Var.15-14
Facturación	7.765	77.005	130.249	1.057.633	891,69%	69,14%
Margen bruto	3.909	18.187	40.751	414.823	365,26%	124,07%
EBITDA	994	3.674	10.656	106.738	269,62%	190,04%
Margen EBITDA	12,80%	4,77%	8,18%	10,09%	-8,03pp	3,41pp
Resultado antes de impuestos	128	-687	-2.016	13.637	-636,72%	-193,45%
Resultado neto	344	122	-1.507	9.527	-64,53%	-1335,25%
Rentabilidad económica (ROA)	1,95%	-0,14%	0,12%	1,76%	-2,09pp	0,26pp
Rentabilidad financiera (ROE)	4,30%	0,19%	-1,66%	1,69%	-4,12pp	-1,85pp

Desde el punto de vista de axesor valoramos como ajustados los niveles de rentabilidad alcanzados tanto en términos económicos como financieros. En 2015, la rentabilidad económica es de un 0,12%, mientras que la rentabilidad financiera presenta valores negativos (-1,7%). Como consecuencia del proceso adquisiciones en el que se encuentra inmerso MASMOVIL, los costes asociados a estas operaciones corporativas (aumento de amortizaciones y menor eficiencia operativa inicial) han minorado los rendimientos finales a pesar de la mejora experimentada por los márgenes.

Durante el 2015, la facturación consolidada del Grupo se cifró en 130M€, experimentando un crecimiento de 69% respecto al ejercicio precedente, como consecuencia del crecimiento orgánico en el área residencial y empresas, aunque principalmente por el efecto de las adquisiciones (durante 2015 se han consolidado las adquisiciones realizadas de Embou Nuevas Teconlogías, S.L., Ebasis Sistemas S.L. y Neo Operador de Telecomunicaciones S.L.U.).

El segmento residencial muestra una positiva evolución con un crecimiento del 0,64% en términos comparables, debido al crecimiento de nuevos clientes y a la reducción de su tasa de *churn*. La división de empresas es la que experimenta mayor avance (+6,10% *like for like*) pudiéndose compensar el impacto negativo del cambio regulatorio sobre tarifa mayorista de terminación fija de principio de ejercicio con un crecimiento en ventas en el segundo semestre. El segmento mayorista (*wholesale*) por su parte es el que registra una desfavorable evolución, reduciéndose un 21% su negocio comparativamente, lastrado por la negativa tendencia subyacente del mercado.

Tabla 4. Evolución de resultados por división. Miles de €.						
	2014		2015		Consolidado	Like for like*
	Importe	Peso	Importe	Peso	Var. 15-14	Var. 15-14
Residencial	18.306	22%	27.352	21%	49,42%	0,64%
Empresas	32.490	40%	44.285	34%	36,30%	6,10%
Mayoristas	30.631	38%	58.612	45%	91,35%	-20,99%
Eliminaciones	-4.422		-		-	-
<b>Total</b>	<b>77.005</b>		<b>130.249</b>		<b>69,14%</b>	<b>-10,10%</b>

\*Comparativa entre 2015 proforma y 2014 (perímetro 2015)

El EBITDA generado asciende a 10,66M€ alcanzando un margen EBITDA sobre ventas de 8,18%, no siendo comparable con los obtenidos en 2014 y 2013 dada la diferente naturaleza y dimensión del negocio. Es presumible, como consecuencia del aprovechamiento de sinergias comerciales y económicas derivadas de las nuevas adquisiciones, un mayor volumen de negocio y la reducción de costes operativos que permite la nueva infraestructura de banda ancha propiedad del Grupo los márgenes se verán favorecidos.

Cabe destacar que si se incluyeran en las variables de 2015 la totalidad de los resultados obtenidos en el ejercicio por las compañías adquiridas en las últimas fechas (Pepephone y Yoigo), los ingresos agregados del Grupo hubieran sido de 1.057M€ generando un EBITDA agregado de 107M€ (margen EBITDA 10,09%). Estas operaciones, principalmente la de Yoigo derivarán, tras la autorización de la CNMC, en un significativo salto en términos de negocio para la compañía mejorando su grado de competitividad y rentabilidad.

Estimamos que los ingresos mantendrán una tendencia ascendente en los próximos ejercicios favorecidos por la incorporación a la operativa de las sociedades adquiridas que permitirán un mayor desarrollo del negocio de MASMOVIL al posicionarse como un *player* de referencia dentro del sector de telecomunicaciones a nivel nacional. A su vez, la adquisición de los activos de FTTH (Fibra Óptica), y los accesos preferentes a las tecnologías de ADSL y LTE (4G) que permiten el lanzamiento de la oferta comercial convergente a todos los segmentos de clientes, contribuirán adicionalmente al avance de los resultados de la compañía.

## 5.3 Estructura financiera y endeudamiento

**“Incremento del nivel de endeudamiento provocado por la intensa política de adquisiciones que continuará con las adquisiciones de Pepephone y Yoigo, estimándose un ratio deuda financiera neta EBITDA de 4x en 2016.”**

Tabla 5. Principales magnitudes endeudamiento. Miles de €.						
Magnitudes	2013	2014	2015	2015ag	Var14-13	Var15-14
Fondos Propios/ Total deuda	117,64%	107,75%	30,22%	67,06%**	-9,89pp	-77,53pp
Calidad de la deuda	48,14%	73,27%	55,35%	62,48%	25,13pp	-17,91pp
Deuda financiera total	5.072	16.371	69.114*	263.827	222,77%	322,17%
Deuda financiera total/ Total deuda	74,67%	26,88%	23,02%	31,32%	-47,79pp	-3,85pp
Deuda financiera neta	254	4.857	34.589	131.746	1812,20%	612,15%
Deuda financiera neta/ EBITDA	0,26x	1,32x	3,25x	1,23x	417,35%	145,54%

\*Han sido excluidos los 108M€ registrados como otros pasivos financieros a corto plazo derivados del acuerdo de adquisición de activos a Jazztel.

\*\*Considerándose en las cifras agregadas los préstamos participativos de Xfera Móviles como patrimonio neto.

A fecha de cierre del ejercicio 2015, MASMOVIL presenta una estructura financiera adecuada aunque deteriorada en relación al ejercicio anterior como consecuencia del incremento del nivel de endeudamiento financiero limitándose el grado de autonomía financiera del Grupo.

El proceso de adquisiciones en el que se encuentra inmerso al Grupo ha impactado directamente en sus niveles de endeudamiento. En 2015, la deuda financiera neta representa 3,3 veces el EBITDA de la compañía (1,3 veces en 2014) mostrando un nivel de endeudamiento moderado que queda mitigado por el grado de robustez en la capacidad de solvencia y la optimización del EBITDA que se prevé en los próximos ejercicios (ver Rentabilidad). No obstante, tras las adquisiciones de Yoigo y Pepephone (actualmente la financiación se encuentra en proceso de negociación aunque con alto grado de desarrollo y visibilidad) se estima una deuda financiera neta de 4 veces el EBITDA del Grupo, una vez consolidado, en 2016.

En relación a la composición del endeudamiento, destaca la emisión de deuda realizada en 2015 por importe de 27M€ con vencimiento a cinco años y un tipo de interés de 5,5%. La introducción en el mercado de capitales supone una mejora de la diversificación de las fuentes de financiación del Grupo, restando dependencia de la financiación bancaria. En relación a las deudas con entidades de crédito (12,8M€), el 84% son de carácter comercial formalizadas en pólizas de crédito.

Es necesario matizar los 108M€ registrados como otros pasivos financieros a corto plazo que derivan del acuerdo de adquisición de los activos en relación a la red FTTH de Jazz Telecom S.A.U cuyo pago se encontraba pendiente de pago y que ha sido satisfecho a principios de 2016. Asimismo, se registran 20,3M€ como pasivo financiero no corriente por importe a pagar por la cesión del derecho indirecto de uso de la red de cobre de Telefónica.

<b>Tabla 6. Endeudamiento financiero. Miles de €.</b>			
	2014	2015	Var. 15-14
<b>Bono</b>		<b>27.199</b>	
Nominal		27.000	
Plazo		5 años	
<b>Deuda con entidades de crédito</b>	<b>6.511</b>	<b>12.800</b>	<b>96,59%</b>
Corriente	4.040	10.797	167,25%
	62,00%	84,40%	
No Corriente	2.471	2.003	-18,94%
	38,00%	15,60%	
Pólizas de crédito	995	8.281	732,26%
Hipotecario	864	722	-16,44%
	13,30%	5,60%	
<b>Arrendamientos financieros</b>	<b>422</b>	<b>345</b>	<b>-18,25%</b>
<b>Otros pasivos</b>	<b>9.438</b>	<b>136.770</b>	<b>1349,14%</b>
Corriente	2.528	110.041	
	26,80%	80,50%	
No Corriente	6.910	26.729	
	73,20%	19,50%	
<b>TOTAL</b>	<b>16.371</b>	<b>177.114</b>	

Respecto al tipo de interés soportado por el Grupo, el mismo se considera en niveles adecuados, combinándose tanto la deuda a tipo fijo que dota de estabilidad y mitiga el riesgo, con deuda a tipo variable, aprovechando la coyuntura de bajos tipos de interés. Adicionalmente, el EBITDA es superior en 4,7 veces a los gastos financieros reflejando un grado de cobertura de intereses adecuado.

En relación a la operación de financiación de MASMOVIL Broadband (articulada a través de una emisión de bonos de 30M€, de financiación de proveedor de 27M€ y de Orange por 20M€) señalar que se configura como una operación sin recurso a la matriz, y en la que el repago de la deuda se corresponde de forma exclusiva con la capacidad de generación de negocio de los activos del perímetro del proyecto, aunque la gestión comercial de los mismos se realizará con la estructura y recursos corporativos del Grupo.

Ambas adquisiciones (Pepephone y Yoigo) serán financiadas mediante una combinación entre fondos propios y deuda, de los cuales 385M€ serán financiadas mediante un crédito sindicado. La siguiente tabla muestra un resumen de la financiación de las adquisiciones.



<b>Tabla 7. Resumen de la financiación de la adquisición de Yoigo y Pepephone</b>			
Fuentes	Importe (M€)	Usos	Importe (M€)
Recursos propios	295	Adquisición Yoigo	561
Deuda subordinada	95,5	Adquisición Pepephone	158
Deuda senior + bonos accionistas minoritarios Yoigo	355,5	Préstamo sindicado Yoigo	101
Caja de Yoigo	96	Costes de transacción	22
<b>Total</b>	<b>842</b>	<b>Total</b>	<b>842</b>

Los recursos propios serán obtenidos a través de una ampliación de capital ya formalizada (130M€) y a través de un préstamo convertible suscrito por la compañía de capital privado Providence también ya comprometido de 165M€. El convertible tiene 8 años de vida, un cupón del 6,35% anual (pagadero trimestralmente, del cual un 50% puede ser en efectivo y el restante 50% en especie, a voluntad de MASMOVIL).

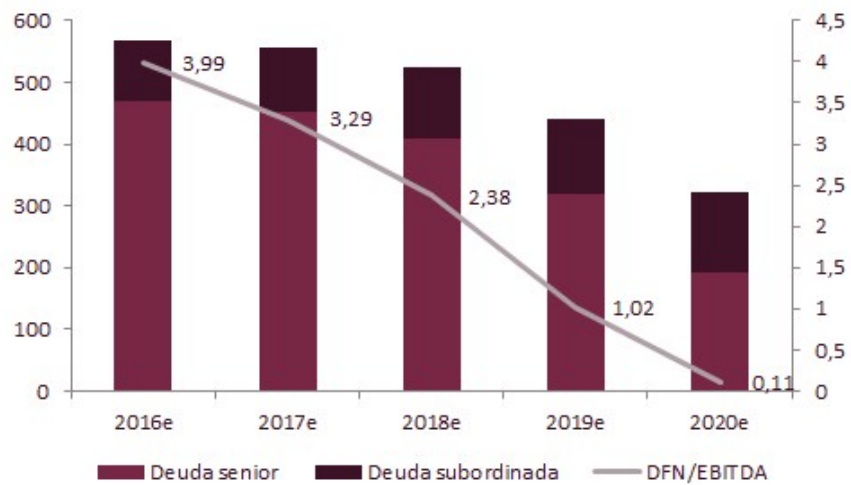
Respecto a la deuda subordinada de 95,5M€ se encuentra en fase de negociación, no obstante tendrá una limitación máxima de interés de caja del 6% y un total PIK e interés de caja inferior al 15%. Asimismo, el plazo de amortización será superior al de la deuda senior.

Se contempla que los accionistas minoritarios de Yoigo (ACS, FCC y Abengoa) mantendrán obligaciones a largo plazo subordinadas por un importe de 165M€ convertibles en acciones de MASMOVIL. Al mismo tiempo, dispondrán de un aval bancario por dos años.

Por últimos las adquisiciones serán además financiadas a través de préstamo bancario por un por un importe de 190M€ (deuda senior) en cinco años con tipo de interés escalado en función del ratio deuda financiera neta/ EBITDA con un máximo de 3,5%. Asimismo, la amortización del préstamo será progresiva siendo del 3,75% a los 12 y 18 meses, 6,25% a los 24 y 30 meses y 12,50% en los siguientes semestres con una cuota de amortización al final de la vigencia del préstamo de 30%.

Así en 2016, se estima que la deuda neta financiera represente 4 veces el EBITDA del Grupo. Este valor elevado de endeudamiento queda mitigado por el holgado perfil de vencimientos de deuda con ausencia de vencimiento significativos a corto y medio plazo.

Gráfico 7. Evolución del endeudamiento consolidado del Grupo (2016-2020). Millones de €.



## 5.4 Liquidez y generación de caja

*“Adecuada situación de liquidez favorecida por una elevada flexibilidad financiera, aunque marcada por las elevadas necesidades de inversión.”*

<b>Tabla 8. Posición de liquidez. Miles de €.</b>						
Magnitudes	2013	2014	2015	2015ag	Var14-13	Var.15-14
Total tesorería	4.752	8.802	30.498	127.511	85,23%	246,49%
Inversiones financieras temporales	66	2.712	4.027	4.570	4009,09%	48,49%
Posición de liquidez	4.818	11.514	34.525	132.081	138,98%	199,85%
% Total Activo	32,59%	9,10%	8,83%	9,38%	-23,49pp	-0,27pp
% PC + PNC	70,93%	18,90%	11,50%	15,68%	-52,02pp	-7,40pp
% PC	147,34%	25,80%	20,78%	25,09%	-121,54pp	-5,02pp
Test Ácido	195,14%	93,05%	94,16%	74,00%	-102,09pp	1,11pp

MASMOVIL mantiene un equilibrado nivel de liquidez. El Grupo presenta a finales de 2015 capacidad suficiente para atender sus compromisos de pago a corto plazo favorecido por una elevada flexibilidad financiera y una adecuada posición de tesorería (30,5M€ en efectivo y 4M€ en inversiones financieras temporales).

Cabe matizar los valores negativos del fondo de maniobra registrados los dos últimos ejercicios, 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 2015.

A pesar de las elevadas necesidades de inversión del periodo, la compañía ha generado un flujo de efectivo de 21,7M€. En 2015, el flujo de explotación ascendió a 11,6M€, sustentado en parte por las elevadas amortizaciones acometidas por la compañía. No obstante, consecuencia de los elevados capex de inversión, no ha sido suficiente teniendo que recurrir a financiación externa así como se han llevado a cabo distintas ampliaciones de capital.

<b>Tabla 9. Estado de flujos de efectivo. Miles de €.</b>						
Magnitudes	2013	2014	2015	2015ag	Var14-13	Var.15-14
Explotación	858	-2.045	11.627	153.999	-338,34%	668,56%
Inversión	-2.299	-14.286	-22.193	-126.149	-521,40%	-55,35%
Financiación	5.338	20.382	32.261	28.976	281,83%	58,28%
<b>Total generado</b>	<b>3.897</b>	<b>4.051</b>	<b>21.695</b>	<b>56.826</b>	<b>3,95%</b>	<b>435,55%</b>

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 2015, ha llevado a cabo de forma satisfactoria diversas ampliaciones de capital por un importe de 23,7M€. Estimamos que la generación de caja será suficiente para soportar el cumplimiento de sus obligaciones de pago una vez estabilizada su actividad tras los procesos de adquisición llevados a cabo.

## 5.5 Indicadores financieros

Rentabilidad	2013	2014	2015
Rendimiento de la inversión	0,87%	-0,54%	-0,52%
Rotación de activo	52,53%	60,85%	33,32%
ROA	1,95%	-0,14%	0,12%
ROE	4,30%	0,19%	-1,66%
Margen neto	4,43%	0,16%	-1,16%
Margen EBITDA	12,80%	4,77%	8,18%

Endeudamiento	2013	2014	2015
Autonomía financiera	117,64%	107,75%	30,22%
Grado de financiación ajena	45,95%	48,13%	76,79%
Composición endeudamiento	107,74%	36,48%	80,66%
DFN / EBITDA	0,26	1,32	3,25
Endeudamiento bancario	54,63%	11,38%	4,38%

Liquidez	2013	2014	2015
Liquidez inmediata	147,34%	25,80%	20,78%
Liquidez contingente	69,05%	66,13%	72,81%
Solvencia	216,36%	93,42%	94,28%
Test - Ácido	195,14%	93,05%	94,16%
Inversión corriente	47,86%	32,95%	40,08%

## 6 Anexos

### 6.1 Estados contables

<b>Estados financieros</b>			
Activo	2013	2014	2015
<b>A) ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>7.708</b>	<b>84.853</b>	<b>234.241</b>
I. Inmovilizado intangible	4.049	68.104	121.984
II. Inmovilizado material	2.204	3.906	96.082
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	80	2.219	2.942
VI. Activos por impuesto diferido	1.377	10.624	13.233
VII. Deudores comerciales no corrientes	0	0	0
<b>B) ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>7.075</b>	<b>41.696</b>	<b>156.661</b>
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	0	400	401
II. Existencias	694	166	199
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	1.564	29.349	120.787
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	0
V. Inversiones financieras a corto plazo	66	2.712	4.027
VI. Periodificaciones a corto plazo	0	267	749
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	4.752	8.802	30.498
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>14.783</b>	<b>126.549</b>	<b>390.902</b>

Patrimonio Neto y Pasivo	2013	2014	2015
A) PATRIMONIO NETO	7.991	65.635	90.718
A-1) Fondos propios	7.627	65.277	89.035
I. Capital	499	1.051	1.177
II. Prima de emisión	6.721	66.470	87.470
III. Reservas	193	-1.062	-374
IV. (Acciones y participaciones de la sociedad dominante)	-70	-1.326	-1.241
V. Otras aportaciones de socios	0	0	0
VI. Resultado del ejercicio atribuido a la sociedad dominante	286	144	-1.507
VII. (Dividendo a cuenta)	0	0	0
VIII. Otros instrumentos de patrimonio neto	0	0	3.510
A-2) Ajustes por cambios de valor	0	-4	-10
I. Activos no corrientes y pasivos vinculados, mantenidos para la venta	0	0	0
II. Diferencia de conversión	0	0	0
III. Otros ajustes por cambios de valor	0	0	0
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	189	362	1.693
A-4) Socios externos	176	0	0

Pasivos	2013	2014	2015
<b>B) PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>3.523</b>	<b>16.283</b>	<b>134.020</b>
I. Provisiones a largo plazo	0	130	130
II. Deudas a largo plazo	3.463	9.669	56.174
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0	0	0
IV. Pasivos por impuesto diferido	60	1.072	5.410
V. Periodificaciones a largo plazo	0	0	68.584
VI. Acreedores comerciales no corrientes	0	91	0
VII. Deuda con características especiales a largo plazo	0	5.321	3.722
<b>C) PASIVO CORRIENTE</b>	<b>3.270</b>	<b>44.631</b>	<b>166.164</b>
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes en venta	0	0	0
II. Provisiones a corto plazo	0	1.374	762
III. Deudas a corto plazo	1.607	6.702	120.940
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0	0	0
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.664	32.631	39.684
VI. Periodificaciones a corto plazo	0	2.385	2.054
VII. Deuda con características especiales a corto plazo	0	1.539	2.724
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>14.783</b>	<b>126.549</b>	<b>390.902</b>



Cuenta de Pérdidas y Ganancias	2013	2014	2015
1. Importe neto de la cifra de negocios	7.765	77.005	130.249
2. Variación de existencias	227	0	0
3. Trabajos realizados por el grupo para su activo	1.163	2.152	2.813
4. Aprovisionamientos	-3.856	-58.818	-89.498
5. Otros ingresos de explotación	5	264	275
6. Gastos de personal	-2.529	-8.412	-14.696
7. Otros gastos de explotación	-1.778	-8.517	-18.487
8. Amortización del inmovilizado	-787	-3.905	-10.382
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	78	71	239
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	5	-15	-28
<b>A.1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>288</b>	<b>-175</b>	<b>485</b>
15. Ingresos financieros	45	447	36
16. Gastos financieros	-218	-718	-2.263
17. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	14	0	0
18. Diferencias de cambio	0	-29	-36
19. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	1	-212	-238
20. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	0	0	0
<b>A.2) RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-160</b>	<b>-512</b>	<b>-2.501</b>
21. Participación en beneficios			

(pérdidas) de sociedades puestas en equivalencia	0	0	0
22. Deterioro y resultado por pérdida de influencia significativa	0	0	0
23. Diferencia negativa de consolidación de sociedades puestas en equivalencia	0	0	0
<b>A.3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>128</b>	<b>-687</b>	<b>-2.016</b>
24. Impuestos sobre beneficios	216	809	509
<b>A.4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>344</b>	<b>122</b>	<b>-1.507</b>
25. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas	0	0	0
<b>A.5) RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO</b>	<b>344</b>	<b>122</b>	<b>-1.507</b>
Resultado atribuido a la sociedad dominante	286	144	-1.507
Resultado atribuido a socios externos	58	-22	0

Este Producto axesor rating (en adelante El Producto) es una creación de AXESOR sujeta a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual. En caso de tratarse de transmisiones de rating preliminares o privados, la información contenida en los mismos será de carácter estrictamente confidencial y para el exclusivo uso, personal, interno y no comercial, del CLIENTE como usuario que ha contratado directamente con AXESOR. En estos casos, salvo que el CLIENTE haya solicitado a AXESOR la emisión de "Rating Público", 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 y hasta que el Producto no se formalice en su modalidad de rating "público", el CLIENTE no podrá con carácter gratuito ni 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 la 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 el Producto.

Las limitaciones y prohibiciones establecidas en el anterior apartado no serán aplicables a la información propia del CLIENTE aportada por él mismo a la AGENCIA, así como a la información que oficialmente ya sea pública con anterioridad a con anterioridad a la elaboración del Producto.

El Producto y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por AXESOR expresamente y por escrito.

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

El CLIENTE responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Producto y/o a su contenido frente a AXESOR de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el CLIENTE declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Producto, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que AXESOR pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Producto se proporciona bajo la aceptación de que AXESOR no es responsable de la interpretación que el CLIENTE haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en El 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 CLIENTE 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 del Producto no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del CLIENTE, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión. Por tanto el CLIENTE 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 del CLIENTE 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 del 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. En caso de ser necesario, las calificaciones crediticias serán dadas 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](http://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 el CLIENTE 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.

Copyright © 2016 por AXESOR CONOCER PARA DECIDIR S.A. Todos los derechos reservados.