

Másmóvil

Precio Objetivo: 17,4 €

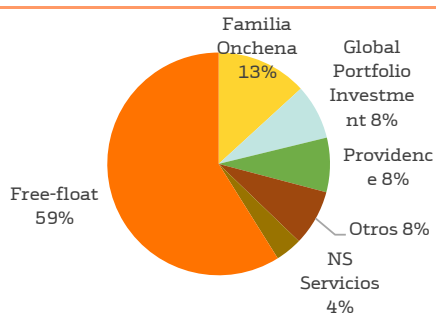
Recomendación: Neutral

Analista: Javier Hombría

Datos Básicos

Capitalización (M €): 2.466 M€
 Último: 18,72 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 132 M acc.
 Max / Min (52 sem): 16,12 € 24,50 €
 Reuters / Bloomberg: MAS.MC / MAS SM

Accionariado



Desde 2016, el equipo directivo de Másmóvil ha implementado una **estrategia ganadora** que le ha llevado a ganar cuota de mercado frente a rivales mucho más grandes. **Pensamos que esta etapa se está terminando** fruto de i) aumento de competencia por parte de los grandes operadores (que empiezan a prestar más atención al segmento low-cost), y ii) la probable expansión de Euskaltel en el resto del territorio nacional, que creemos que provocará una guerra de precios. En otras palabras, **el crecimiento de Másmóvil se frenará el próximo año**. Por este motivo **reiteramos nuestra recomendación de Neutral pero reducimos nuestro precio objetivo a 17,37€/acción** (vs. 23,1€/acción anterior). Este precio objetivo supone una valoración implícita de 17,5x BPA 2020e y un potencial de caída del -7%.

Una estrategia ganadora que ha dado sus frutos.

La conversión de Másmóvil en el cuarto operador nacional gracias a la adquisición de los activos de Orange, la compra de Pepephone, y Yoigo en 2016 **ha sido un éxito rotundo**: la compañía ha liderado la evolución de las portabilidades, añadiendo más de 1,3M de líneas de móvil desde enero de 2016.

El mercado de telecomunicaciones es un juego de suma cero.

Con una penetración de más del 100% en algunos casos (en España hay más teléfonos móviles que habitantes), es muy difícil captar nuevos clientes. **El crecimiento de una compañía es la caída de otra, lo que se llama un juego de suma cero**. Hasta ahora las grandes operadoras (Telefónica, Vodafone y Orange) se han concentrado en el segmento medio y alto, con un foco especial en los paquetes con televisión de pago, pero **pensamos que el próximo año va a producirse una guerra de precios**

La expansión de Euskaltel.

Para empezar, nuestro análisis de las declaraciones del nuevo equipo gestor de Euskaltel es que van a expandirse en el resto de España, y que lo van a hacer con agresivas ofertas y una fuerte campaña de marketing. Segundo, la fuerte caída de la acción de Telefónica en lo que llevamos de año (ahora un -10,5% pero la caída llegó a ser de más del -20%) puede (y reconocemos que este escenario es más especulativo que el primero) **forzar a que el equipo directivo sea más agresivo en el frente comercial en España**.

Somos más pesimistas que el consenso.

Por estas razones, nuestro escenario es el de una guerra de precios para 2020e, un evento que no está siendo descontado por el consenso. Esto explica el porqué **nuestras estimaciones para el beneficio neto 2020e de Másmóvil son un 30% inferiores**. Aún así, suponen un crecimiento del +11% respecto al del 2019e (donde sí estamos en línea con el consenso). ¿Cuál es el crecimiento que descuenta el consenso? Un +63%, lo que nos parece muy optimista. Mientras no sepamos cómo actuará su equipo directivo ante un escenario de guerra de precios, preferimos estar neutrales.

Ppales cifras	2018	2019e	2020e
Ingresos	1.451	1.809	1.883
EBIT	152	227	240
BNA	70	118	131
BPA	0,53	0,90	1,00
DPA	0,00	0,00	0,00
Pay Out	0%	0%	0%
Rnt. por dividendo	0,0%	0,0%	0,0%
PER	35,02	20,90	18,79
Deuda Neta/EBITDA	1,5 x	1,8 x	1,7 x

Primer Semestre	1S 19	1S 18	Var. a/a
Ingresos	792	554	43%
EBITDA	210	147	42%
EBIT	87	74	17%
Beneficio neto	-33	38	n/a

Másmóvil vs IBEX (base 100) últ. dos años



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Análisis y Mercados

Nota Compañía

martes, 10 de septiembre de 2019

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '16-'22
Ingresos netos	401	1.301	1.451	1.809	1.883	1.914	1.952	30,2%
EBITDA	1	216	313	438	481	508	509	209,8%
BNA	-58	-103	70	118	131	139	136	n/a

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '16-'22
Activo No Corriente	1.425	1.566	2.172	2.406	2.559	2.705	2.844	12,2%
Activo Corriente	437	527	481	428	471	481	488	1,9%
Total Activo/Pasivo	1.863	2.093	2.653	2.834	3.030	3.186	3.333	10,2%
FFPP	256	303	476	594	725	864	999	25,5%
Pasivo no corriente	509	578	550	550	550	550	550	1,3%
Deuda financiera	571	523	819	916	962	977	967	9,2%
Pasivo Corriente	528	689	808	774	793	795	816	7,5%

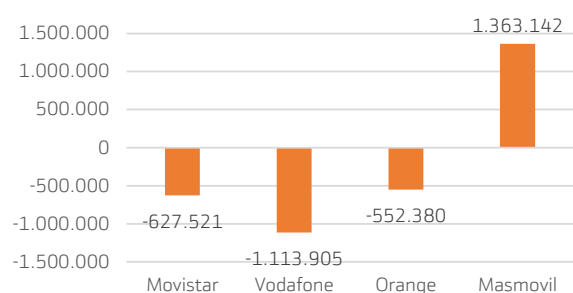
Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor terminal
EBITDA	481	508	509	514	519	
Amortización	-241	-257	-270	-281	-287	
EBIT	240	252	240	234	232	
Impuestos sobre EBIT	-48	-50	-48	-47	-46	
NOPAT	192	201	192	187	186	
Amortización	241	257	270	281	287	
Flujo de caja bruto	433	458	461	468	473	
Capital circulante	-24	-8	14	2	4	
Capex	-301	-306	-312	-315	-299	
Flujo de caja libre	107	144	163	155	179	3.543
VA	3.105					
(Deuda neta 2019e)	-818					
(Minoritarios 2019e)	0					
(Otros ajustes)	0					
Valor fondos propios	2.288					
Número de acciones	132					
Valor por acción	17,37 €					
Valoración implícita PER 2020e	17,4 x					

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
4,6%	21,3	24,2	27,8	32,7	39,5
5,1%	18,4	20,7	23,5	27,1	31,9
5,6%	16,1	17,9	20,1	22,8	26,4
6,1%	14,1	15,6	17,4	19,5	22,2
6,6%	12,5	13,7	15,1	16,9	19,0
7,1%	11,0	12,1	13,3	14,7	16,4
7,6%	9,8	10,7	11,7	12,9	14,3

Portabilidades banda ancha móvil (Ene16 - Jun19)



Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Javier Hombria - Telecom
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Marisa Mazo - Bancos
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable