



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 14/06/2023

Fecha de revisión: 12/07/2023

Contactos

Associate Director

Javier López Sánchez

javier.lopez@ethifinance.com

Analyst

Ana Vico Gutierrez

ana.vico@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

- EthiFinance Ratings asigna por primera vez el rating de “BB-” con tendencia Estable a Grupo MásMóvil.
- La compañía se encuentra situada en el sector de las telecomunicaciones, industria con una sólida y favorable valoración dadas sus propias características (positivas rentabilidades, reducida volatilidad, elevadas barreras de entrada, así como moderadas tasas de crecimiento estimadas). Además, el grupo presenta un adecuado posicionamiento favorecido por sus ventajas competitivas en el mercado, con una amplia presencia y cobertura a lo largo de todo el territorio nacional.
- No obstante, el rating se encuentra condicionado por los elevados niveles de apalancamiento DFN/EBITDA (>5,5x), FFO/DFN (<20%), PN/DFT (<50%) y una baja cobertura de intereses (<3,5x). Una reducción y mayor control del endeudamiento (situado como uno de los principales objetivos de MásMóvil), sería importante y deseable en próximos años para mostrar un mayor equilibrio en su situación financiera.
- En línea con nuestra metodología, el sector de las telecomunicaciones presenta un riesgo bajo en términos de ESG (sector *heatmap score* entre 2 y 2,9) dado su limitado impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. Por otro lado, las políticas ESG de la compañía se consideran favorables (ESG score de la compañía entre 0 y 1, mejor intervalo de valoración), resultando en un rating que se ve impactado positivamente por estos factores.
- No se han dispuesto de unas proyecciones financieras (balance, cuenta de resultados y *cash flow*) actualizadas al momento actual para su valoración (periodo 2023-2025), aspecto considerado como una limitación en la información disponible y analizada.
- Este rating ha sido otorgado a Grupo MásMóvil al momento actual, sin considerar la potencial fusión e integración con Orange. En caso de materializarse en próximos meses, podría impactar positivamente en la valoración del grupo (aunque pendiente de analizar en mayor profundidad).

Descripción

Grupo MásMóvil es un operador enmarcado dentro del sector de las telecomunicaciones que ofrece servicios de fijo, móvil y fibra, entre otros, dirigiéndose tanto al segmento residencial, empresas y operadores. El grupo está inmerso en los últimos años en una etapa de expansión, con un fuerte crecimiento inorgánico (diversas adquisiciones corporativas, destacando por su mayor tamaño a Euskaltel, Yoigo o Pepephone) y con cambios significativos en su accionariado (actualmente controlado por tres fondos de inversión). Su actividad está concentrada en el mercado nacional, habiendo alcanzado una facturación y EBITDA de €2.894M y €1.150M, respectivamente, con un DFN/EBITDA que se situó en 6,1x en 2022. Tras el cierre del 1T2023, la compañía ha presentado unas magnitudes que reflejan la consolidación de estas cifras, con unos ingresos de €741M y EBITDA de €272M.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- Sector de las telecomunicaciones que presenta una elevada concentración en varios grupos de referencia y que tiene una fuerte competencia en el mercado. Esta industria se caracteriza por: i) unas elevadas barreras de entrada donde se destaca la regulación y la elevada inversión necesaria en infraestructura para desarrollar la actividad en una mejor posición competitiva, ii) positivos niveles de rentabilidad operativa con elevados márgenes por las empresas de referencia en el sector y sin una afectación notable ante periodos de mayor incertidumbre o

volatilidad (es un servicio esencial), y iii) unas perspectivas de crecimiento moderadas dada también la fuerte competencia en el mercado y el impacto de la crisis inflacionaria actual en la energía así como costes de personal que podría limitar el crecimiento (ajuste de márgenes). En términos generales, el top 4 de grupos con mayor cuota de mercado en España (Telefónica, Orange, Vodafone y MásMóvil) concentran el 81,6% de los ingresos a cierre del 2022, existiendo otros operadores (como Digi o Avatel, ente otros) que están mostrando un crecimiento significativo en los últimos años e incrementando los niveles de competencia con políticas de precios más agresivas.

- **El sector tiene una exposición a ESG baja.** En términos generales, se observa el uso limitado de recursos naturales en la prestación de servicios, con un impacto mayoritariamente indirecto, ayudando la industria a la transición al proporcionar infraestructuras para las comunicaciones. Se destaca que la atención al cliente así como la calidad del servicio y prestaciones recibidas son importantes en esta industria, siendo aspectos claves que junto al precio pueden afectar rápidamente a la reputación, ventas y rentabilidad.

Posicionamiento competitivo

- **Sólido posicionamiento competitivo en el mercado nacional reforzado en los últimos años por el crecimiento alcanzado.** Grupo MásMóvil se sitúa como el cuarto operador de referencia en España dentro del sector de las telecomunicaciones (por detrás de Telefónica, Orange y Vodafone), posición que se ha visto fortalecida en los últimos años por todo el crecimiento inorgánico llevado a cabo (diversas adquisiciones corporativas) así como orgánico, con fuertes inversiones en infraestructura para el desarrollo de red propia y mayor cobertura 5G (alcanzó el 74% en 2022). Además, impulsado por su mayor tamaño y acceso a una más amplia variedad de servicios (fijo, móvil, banda ancha, TV, energía, salud, etc.), dispone de capacidad para realizar ofertas convergentes que integran todas sus actividades y que suponen una ventaja competitiva respecto a otros *players* de inferior tamaño y con menor acceso a este tipo de oferta.
- **Actividad concentrada en el mercado nacional que presenta una evolución positiva en términos de clientes y líneas.** Operativamente, la compañía presenta una mayor concentración del negocio en el sector de las telecomunicaciones (aunque está integrando otros servicios complementarios que dotan de mayor solidez a su oferta), con un mayor enfoque al segmento residencial, que representó el 79,5% de los ingresos en 2022. La totalidad del negocio está concentrado en España, derivado también de la desinversión llevada a cabo con la empresa portuguesa Cabonitel (marca Nowo), vendida a Vodafone este último año (aunque pendiente aún de la aprobación del regulador en Portugal). Así mismo, destacar la positiva evolución de líneas de banda ancha, móvil postpago y prepago en un mercado altamente competitivo, alcanzando su pico máximo a cierre del 1T2023 con 15,4 millones de líneas totales (14,5 millones a cierre del 2021).

Gobierno corporativo

- **Grupo que cuenta con un *management* con amplia experiencia junto con un accionariado que ha presentado cambios en los últimos años.** La estrategia de MásMóvil en los últimos ejercicios ha estado centrada en la expansión del grupo sostenida en una agresiva política financiera, lo que ha generado un elevado apalancamiento de su estructura (DFN/EBITDA de 6,1x en 2022). El grupo está dirigido por un equipo directivo con amplia experiencia en el sector y que ha desarrollado posiciones similares en otras compañías, disponiendo de un accionariado liderado por tres fondos de inversión (Cinven, KKR y Providence) que ostentan el 86% del control, estando el resto en manos de otros accionistas históricos de MásMóvil. Estos fondos han seguido también la estrategia de crecimiento del grupo, respaldando el enfoque de financiar mayoritariamente esta expansión con deuda financiera. Actualmente, el grupo se encuentra en proceso de fusión con Orange (pendiente de la aprobación por la Comisión Europea, fecha estimada último trimestre de 2023), lo que podría originar cambios en el control de la propiedad a largo plazo (3-4 años) en caso de una exitosa fusión, todo ello con la potencial salida de los citados fondos de inversión.
- **Positiva política ESG.** Atendiendo a los datos ESG analizados, desde EthiFinance Ratings se valoran favorablemente las políticas medioambientales, sociales y de gobernanza desarrolladas por parte de Grupo MásMóvil (puntuación ESG de 0,6,

dentro del mejor intervalo de valoración). Como resultado, el rating de la compañía se ve impactado positivamente en su vertiente financiera por las adecuadas prácticas desarrolladas y definidas en su plan estratégico, repercutiendo positivamente en el negocio. En este sentido, destacan entre otras, las diversas certificaciones con las que cuenta en materia ISO o la certificación B Corp (avala el buen desempeño social y ambiental), así como la actividad desarrollada para reducir la brecha digital en el ámbito rural de España mediante el despliegue de fibra óptica y red 5G.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Positiva tendencia del EBITDA que favorece la generación de una creciente caja operativa, aunque insuficiente en el último año para atender los compromisos de *capex* y deuda.** Grupo MásMóvil ha registrado un importante aumento de su rendimiento operativo en los últimos ejercicios, derivado principalmente del incremento inorgánico de su actividad, así como también orgánico (captación de nuevos clientes con su negocio). En 2022, el EBITDA alcanzó la cifra de €1.149,6M (+34,8% YoY), consecuencia de la mayor cifra de ingresos y eficiencia de costes tras la adquisición del Grupo Euskaltel en agosto de 2021. Este incremento genera, por ende, un aumento paulatino de la capacidad de generación de *funds from operations* (FFO), que se situó en €1.196,8M en 2022 (+31,6% YoY), permitiendo, una vez afrontado los requerimientos de *capex* en el negocio y descontada la entrada de caja por la venta de la filial EKT Cable de Euskaltel, la generación de un flujo de caja libre positivo de €510M. Sin embargo, a pesar de estas cifras positivas, destacamos que fueron insuficientes para hacer frente a la amortización de deuda llevada a cabo en 2022, lo que generó una reducción de su tesorería a cierre del ejercicio, situándose en €27M.
- **Estructura apalancada y débil cobertura de intereses.** El grupo presenta un elevado endeudamiento, derivado de su fuerte política de M&A llevada a cabo en los últimos ejercicios, que ha sido financiada fundamentalmente vía deuda financiera. Los ratios de apalancamiento, si bien mejoraron ligeramente en 2022, continuaron presentando valores elevados y ajustados, con un DFN/EBITDA que se situó en 6,1x (-2,8x YoY), y un ratio FFO/DFN de 17,1% (+5,1pp YoY). Asimismo, el elevado coste de la financiación, que se hace patente en el reducido ratio de cobertura de intereses (EBITDA/intereses 3,1x en 2022), está experimentando un deterioro mayor en los últimos meses como consecuencia de las actuales políticas económicas de subida de tipos de interés, a pesar de que MásMóvil cuenta con *swaps* para limitar la volatilidad (EBITDA/intereses de 2,4x en 1T2023), siendo un aspecto importante a controlar ya que impacta en la rentabilidad y márgenes finales de la compañía, pudiendo disminuir la liquidez. No obstante, el grupo cuenta con dos líneas revolving (€750M) con vencimiento en 2027, que minimizan en cierta medida este riesgo. Actualmente, Grupo MásMóvil presenta un cómodo calendario de vencimientos de la deuda financiera (el 86% del total vence en 2027), centrándose en la actualidad en un necesario proceso de desapalancamiento, que debería continuar en el año actual y próximos para mejorar su estructura financiera.

Solvencia

- **Reducida autonomía financiera.** MásMóvil presenta unos bajos valores para el ratio PN/DFT, situándose en 37,5% en 2022 (27,8% en 2021). A pesar del progresivo aumento que ha experimentado el patrimonio neto en 2022, la solvencia de la compañía permanece en niveles reducidos como consecuencia del notorio incremento en ejercicios pasados de su deuda financiera, aunque con amplia disponibilidad de RCF comprometidas en próximos años por €750M. Este será uno de los principales aspectos a mejorar y controlar durante 2023 y próximos años por MásMóvil.

Liquidez

- **A pesar del débil perfil de refinanciación del grupo, dispone de unas elevadas líneas de liquidez.** A cierre de 2022, la empresa presenta suficientes recursos líquidos o convertibles en *cash* (en torno a 2x) al comparar las fuentes de fondos disponibles (efectivo, FFO y las líneas de financiación comprometidas en su

sindicado) con el uso previsto de fondos (vencimientos de deuda a corto plazo y *capex* de mantenimiento previsto). No obstante, el debilitado perfil de refinanciación del grupo, marcado por un elevado endeudamiento y una pesada estructura de costes financieros, podría deteriorar la liquidez de la compañía ante escenarios de mayor estrés, pudiendo llegar a afectar negativamente a su calificación. Por tanto, aunque el rating de la compañía no se ve afectado por este modificador en la actualidad, es importante un mayor avance y mejora en este sentido dada su posición algo más ajustada en general.

Modificadores

Factores ESG

- El grupo no presenta ninguna controversia. Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real que apunten a una debilidad en las operaciones u organización de Grupo MásMóvil y que requieran seguimiento.

Riesgo país

- No se ha determinado que exista un riesgo país condicionante y que por lo tanto tenga un impacto negativo en la calificación. El grupo concentra la totalidad del negocio en España.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes financieras. Miles de €.				
	2021	2022	1T2023 ⁽¹⁾	22vs21
Facturación	2.465.019	2.894.216	740.700	17,4%
EBITDA ⁽²⁾	852.574	1.149.615	272.100	34,8%
Margen EBITDA	34,6%	39,7%	36,7%	5,1pp
EBIT	379.615	817.524	40.200	115,4%
Margen EBIT	15,4%	28,2%	5,4%	12,8pp
EBT	127.533	421.342	-78.900	230,4%
Total Activo	11.537.722	11.436.311	11.197.631	-0,9%
Patrimonio Neto	2.138.368	2.626.387	2.565.991	22,8%
Deuda Financiera Total	7.697.525	7.010.759	6.772.000	-8,9%
Deuda Financiera Neta	7.545.030	6.983.786	6.747.000	-7,4%
PN/DFT	27,8%	37,5%	37,9%	9,7pp
DFN/EBITDA	8,8x	6,1x	5,9x	-2,8x
Funds From Operations	909.337	1.196.846	294.224	31,6%
FFO/DFN	12,1%	17,1%	17,8%	5,1pp
EBITDA/Intereses	3,4x	3,1x	2,4x	-0,3x

⁽¹⁾ Los ratios DFN/EBITDA y FFO/DFN han sido anualizados considerando los últimos nueve meses de 2022 y 1T2023 para la generación del EBITDA y FFO del grupo. ⁽²⁾ El EBITDA no incorpora "gastos de integración, migración y otros gastos" que incluye además de los derivados de las nuevas integraciones corporativas, indemnizaciones, planes de incentivos, aportaciones realizadas a la Fundación Euskaltel y gastos por servicios de asesoramiento relacionados con proyectos no recurrentes. En caso de incorporar los, el EBITDA para 2021, 2022 y 1T2023, informado por la propia compañía, sería de €948,6M, €1.199,3M, y €285,5M, respectivamente.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- Factores positivos (↑).

Aprobación definitiva de la fusión con Orange llevándose a cabo el proceso de integración total de ambos grupos (sinergias en torno a unos €450M). Fortalecimiento de su posicionamiento en el mercado con mejor posición para refinanciar su deuda financiera y coste de la misma. Continuación del crecimiento de los ingresos y EBITDA, así como generación de positivos y elevados resultados

finales. Reducción notable de los niveles de apalancamiento con mejora de ratios como el DFN/EBITDA, FFO/DFN o PN/DFT con valores <5x, >20% y >50%, respectivamente. Junto a lo anterior, mayor control de los gastos financieros soportados, con una mejora en la cobertura de intereses en valores próximos o por encima de 5x.

- **Factores negativos (↓).**

Caída del negocio o incluso crecimiento plano a nivel de ingresos con deterioro del EBITDA y caja generada. Fallida operación de fusión con Orange derivando en un mayor ajuste en su estructura financiera con el mantenimiento o empeoramiento de los niveles de endeudamiento y gastos financieros soportados por la incertidumbre del entorno (continuación de la subida del Euribor). Mayor ajuste y peores valores en ratios como el DFN/EBITDA, FFO/DFN o PN/DFT con valores >6x, <15% y <35%, respectivamente. Adicionalmente, ratio de cobertura de intereses que no refleje una mejoría, con cifras próximas o inferiores a 3x.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BBB+
<i>Análisis Sectorial</i>	A
<i>Ajuste ESG</i>	No
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	BBB
<i>Gobierno corporativo</i>	BB+
Perfil Financiero	B
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	B-
<i>Solvencia</i>	B-
ESG Compañía	Sí
Anchor Rating	BB
Cap*	BB-
<i>Modificadores</i>	Neutral
Rating	BB-

* En base a la metodología de EthiFinance Ratings, la calificación del grupo queda limitada por un cap que se sitúa en BB-, como consecuencia de su débil perfil financiero (B).

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- 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 EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.