

Jazztel PLC (JAZ.MC)

MCE Ticker: 5TMSP2/ISIN:
GB00B5TMSP21

Prección Acción	10.515	Fecha	2/7/2014
Precio Precedente	10.45	Fecha	1/7/2014
Precio máximo perido	11.49	Precio minimo periodo	1/7/2014
Último precio periodo (2013)	7.779		
Precio Máximo Precedente (2013)	8.54		
Precio mínimo perido (2013)	5.05		
Capitalización	2695.831 mill	Volumen	9931215
Variación Anual	35%	Volumen medio (3m)	1488680
2014 Ingresos (MM)	1177.089	Dividendo (Euros)	No procede
2014 BPA (Euros)	0.35	Rent. Div (%)	No procede
2015 BPA (Euros)	0.43		
PER 2014	30.043 (se toma 26 como base de calculo)		
PER 2015	24.453		

1 – Situación de la Compañía

Jazztel. Empresa integrante del IBEX 35 . Operador de Telecomunicaciones que ofrece soluciones de bvanda ancha, voz, datos e internet en el mercado mayorista, residencial y de empresas en España. A 31 de diciembre de 2013 su capitalización bursátil ascendia a 1964 millones de euros. Total ingresos 2013 1.044 millones. BAI 60,8 millones.

El accionariado esta dominado por Leopoldo Fernandez Pujals (15,02) y la Sicav Luxemburguesa ALKEN. Adicionalmente casi la totalidad del Consejo esta propuesto por el accionista mayoritario.



2 – Fortalezas y Debilidades

Resuma las fortalezas (2-3) y debilidades (1-2) de la empresa que están afectando al precio de la acción

- Accioinistas consolidados 15% del capital en manos de PUJals (5% en manos de Sicav posiblemente vinculadas al presidente). Controlan las oscilaciones.
 - Reconocimiento equipo gestor. Sobre cumplimiento del plan de negocio
 - Fortaleza debida a la renovación de la red (desarrollo fibra).
-
- Sector muy sometida a cambios regulatorios en mejora de la competencia.
 - Debilidad financiera. La inversión en fibra sólo esta justificada con el cumplimiento del plan de negocio y ahora es un lastre en caso de defensa de la compañía o en la determinación de compras o fusiones con otras compañías. (600 millones de euros en créditos con BEI y ZTE.
 - Tras el fracaso de Jazztelia en PPV y la consolidación Vodafone-ONO queda en una posición desenfocada en cuanto a la convergencia de servicios (Voz, datos, Movil y TV por IP).

3 – Factores determinantes del precio de la acción en el último año

Es difícil identificar las razones específicas que hay por detrás de cada movimiento de la acción cuando el principal accioinista mantiene un 15,2% del total de derechos de voto y posiblemente un control a través de la Sicav ALKEN y el consejo de administración del más del 22%.

Factores regulatorios (modificación de los precios de acceso mayorista a la red de fibra)
Ampliaciones de capital y fin de reestructuración de la deuda.

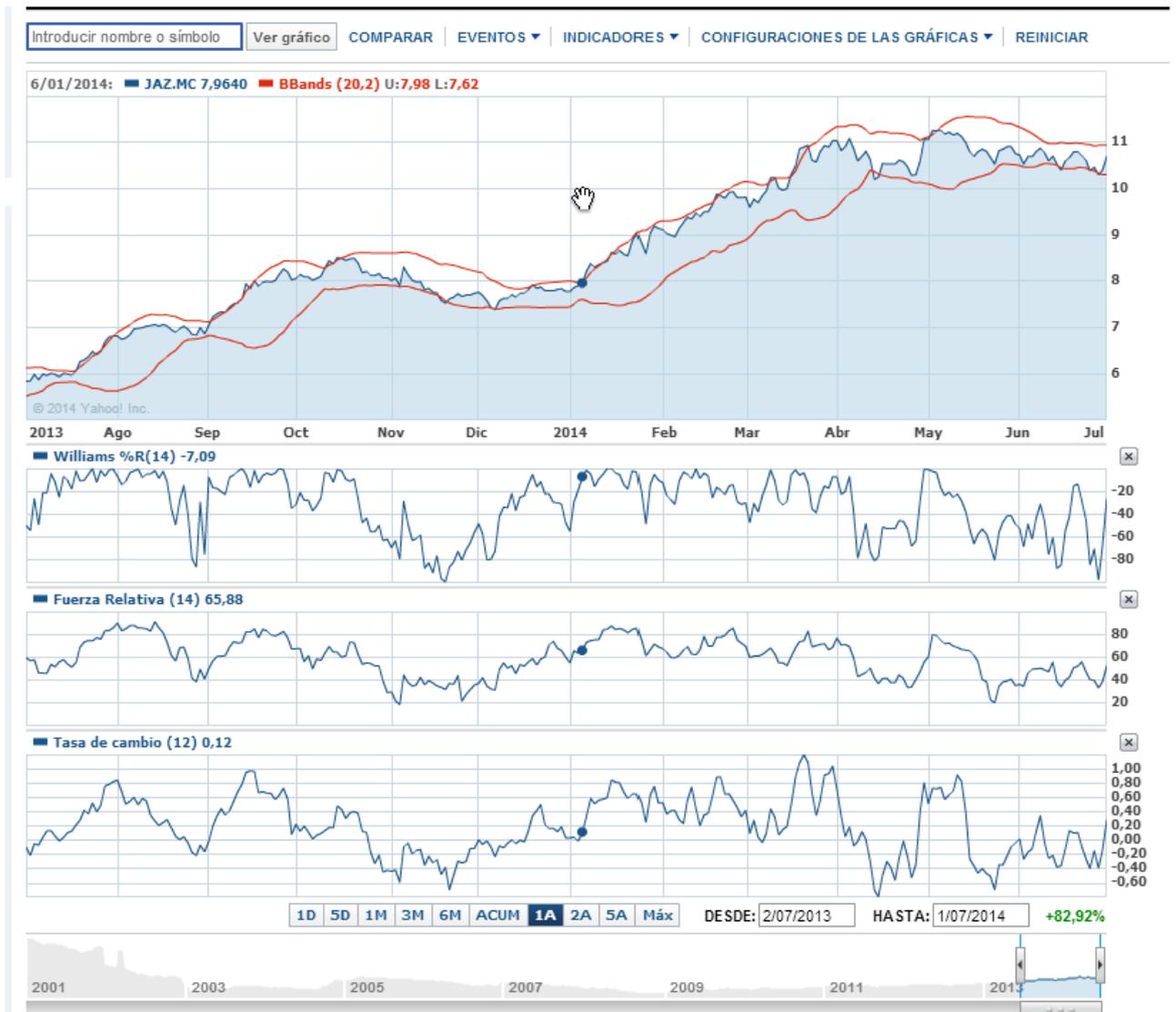
Consolidación sector: ONO-Vodafone.

Temas regulatorios (despliegue de fibra óptica con telefónica)

Acuerdos con terceros (acuerdo ADSL marca blanca BT, Masmovil y despliegue Telefónica)

Apertura de nuevas líneas de financiación.

Permanencia en el IBEX.



Razones de la variación de precio

2/07/2014 El comisariado europeo de competencia da luz verde a la fusión ONO Vodafone notificada el 23/05/2014. Alcanzan una cuota cercana al 26% en el mercado de banda ancha.

23/06/2014 La CNMC regula los precios de acceso del mercado mayorista igualando los precios del acuerdo Telefonica-Jazztel (Vodafone, Orange).

23/05/2014 El fondo y la Sicav Luxemburguesa Alken traslada el haber sobrepasado el umbral del 5% del capital social de Jazztel.

12/05/2014 última ampliación de capital 15x1000 a la par

29/04/2014 Termina el plan de reestructuración de la deuda con el pago del último cupón y principal de bonos emitidos en 2005 y reestructurados en 2009.

29/04/2014 Jazztel obtuvo un beneficio neto de 15,8 millones de euros en el primer trimestre del año, lo que supone un 30% más respecto al mismo periodo del año anterior, según ha informado la compañía a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

13/03/2014 Jazztel paga 6 millones de euros por una interrupción de servicio.

4/04/2014 Formalización de un acuerdo de financiación con el Banco Europeo de Inversiones BEI de hasta 150 millones de euros.

26/02/2014 Se presentan datos del 4t2013

5/11/2013 Se presentan datos del 3t2013

29/07/2013 Se presentan datos del 2t2013

10/05/2013 Jazztel informa sobre la formalización de un contrato de financiación con las entidades BBVA Hong Kong y BBVA Madrid por importe de 60 millones de Euros.

29/04/2013 Se presentan datos del 1t2013

11/04/2013 El comité asesor técnico del Ibex decide incluir a Jazztel en el selectivo a fecha 23/04/2013

27/02/2013 Se presentan datos del 4T2012

7/11/2013 El fondo GOEFF dejan su asiento en el consejo de Jazztel tras reducir su participación por debajo del 5%

Situación Actual. Tendencia esperada.

- Situación competitiva, supone un riesgo para el negocio la consolidación de negocios audiovisuales y la reciente fusión ONO-Vodafone que pueden suponer no crecer (incluso decrecer) en clientes según los términos propuestos en su plan de negocio o exista una merma en los ingresos o márgenes previstos.
- De momento en bolsa estamos ante un movimiento lateral (semidescendente) que se está prolongando desde marzo del 2014 y que responde ante todo a la consolidación del sector. Aunque SOBRECALENTADA parece anticipar un movimiento de capital bien con su compra por parte de otras compañías

(ATT, ORANGE, LIBERTY, ETC) O por la fusión con compañías de telefonía móvil (Yoigo, Masmovil, etc).

- Crecimiento de mercado El uso de nuevas tecnologías y servicios se esta equiparando al uso en Europa. La estrategia de precios bajos de Jazztel ha colaborado en el mismo sentido, pero puede tener su fin si no se logra dotar a la compañía de servicios de valor añadido (industria musical, audiovisual, entretenimiento, etc).
- Telefonía móvil. El producto aunque esta superando las expectativas planteadas en los planes de negocio de la compañía tiene una tendencia de crecimiento. Hasta ahora el crecimiento en clientes esta siendo mayor a la captación en servicios de banda ancha y parece se mantendrá mucho tiempo así.
- Acuerdos con terceros el grupo depende técnicamente y en la ampliación de algunos servicios de terceros que son a su vez competencia. Los acuerdos puntuales de desarrollos conjuntos, y fusiones o adquisiciones de compañía ayudaran en la consolidación de su posición de mercado (crecimiento en parte móvil con la compra de Yoigo, Mas movil, acuerdos con la plataforma canal plus de Telefonica)
- Cambios regulatorios. Aunque la tendencia futura es la de reducción de estos precios regulados y tomando como crítico el desarrollo de la red de fibra óptica en el futuro de los operadores de Telecomunicaciones, Jazztel ha recibido un varapalo consecuencia de la regulación de los precios mayoristas que Telefonica ha de ofrecer a terceros no implicados en el desarrollo conjunto de fibra óptica (Orange sobre todo). Esto le supone que la ventaja del liderazgos en costes a pasado a no ser tan determinante.
- Riesgo de financiación. Si bien el grupo tiene una posición no cuestionada en cuanto a la financiación que avala el plan de negocio al 2018, las tensiones surgidas de la consolidación del sector puede argumentar nuevas necesidades de capital financiadas con mayores tipos dado el actual endeudamiento (se estima que la compañía en la situación ceteris paribus actual podría soportar tipos del 1% sin mucho problema.. .
- Las fluctuaciones del tipo de cambio no afectan a la compañía excepto en el mercado mayorista (aunque se dan en los dos sentidos).
- Entorno macro. El grado de resistencia es muy alto, la incipiente mejora ayudara a consolidar los servicios de alto valor añadido como internet de alta velocidad. Estos servicios son la puerta a nuevos servicios que incrementen la facturación.
- Situación competitiva, supone un riesgo para el negocio la consolidación de negocios audiovisuales y la reciente fusión ONO-Vodafone que pueden suponer no crecer (incluso decrecer) en clientes según los términos propuestos en su plan de negocio o exista una merma en los ingresos o márgenes previstos.

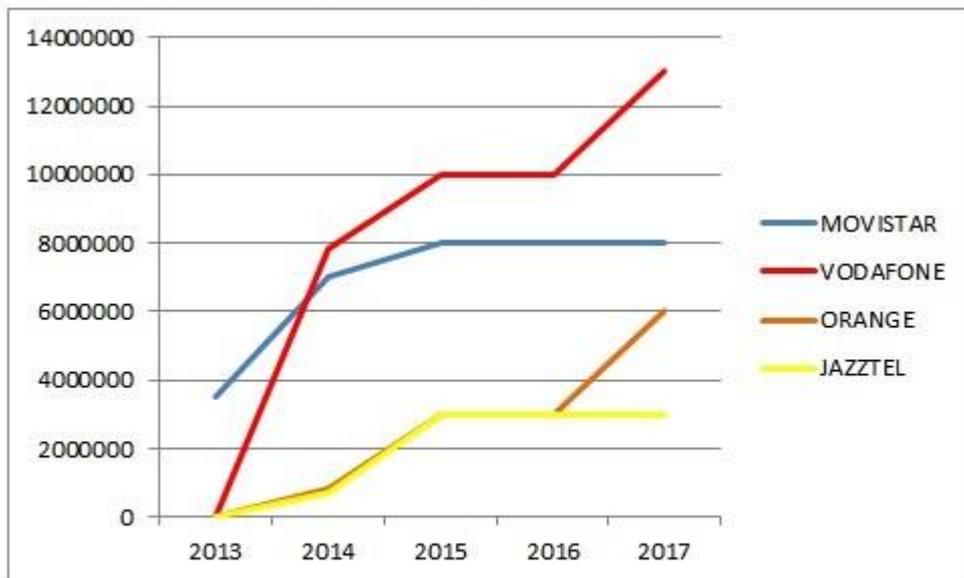
LÍNEAS MÓVILES TRAS COMPRA ONO

MOVISTAR	17.341.779
VODAFONE	13.063.107
ORANGE	11.503.180
YOIGO	3.329.599
OMVS	4.984.479
	50.222.144



HOGARES PASADOS POR LINEAS DE ALTA VELOCIDAD TRAS COMPRA ONO

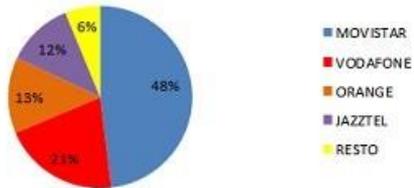
	2013	2014	2015	2016	2017
MOVISTAR	3500000	7000000	8000000	8000000	8000000
VODAFONE	0	7800000	10000000	10000000	13000000
ORANGE	0	800000	3000000	3000000	6000000
JAZZTEL	0	715000	3000000	3000000	3000000



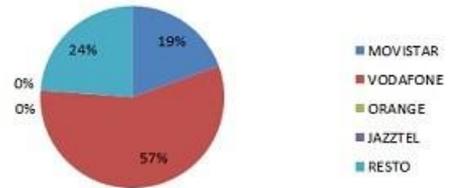
LINEAS BANDA ANCHA FIJA TRAS COMPRA ONO

	TOTAL	ALTA VELOCIDAD
MOVISTAR	5.679.515	499.009
VODAFONE	2.425.228	1.457.002
ORANGE	1.594.070	0
JAZZTEL	1.388.983	420
RESTO	729.376	611.836
TOTAL	11.817.172	2.568.267

**LINEAS BANDA ANCHA FIJA
III TRIM. 2013**



**LINEAS BANDA ANCHA FIJA
DE ALTA VELOCIDAD
III TRIM. 2013**



4- Valoración por flujos de caja descontados

PROYECCIÓN DE CUENTAS DE RESULTADOS



ejercicio toribio.xlsx

Hipótesis:

- Tasa de crecimiento anual de facturación 5.5% (primer años 12,7%) para un incremento de la base de clientes de banda ancha activa del 9%. Por encima del sector
- Crecimiento de la facturación móvil por encima del sector 188% (2013-2014) hasta alcanzar un techo máximo del 37% de los ingresos totales. (Primer año con incremento del 86%, segundo año del 60% y resto 6% por efecto de la oferta de convergencia.
- Crecimiento en la facturación del mercado mayorista 1%
- Decrecimiento por los ingresos de voz un 12% anual para primer año (extrapolación plana según datos de la operadora). Se incrementa la facturación debido al incremento de clientes en un 6% (el incremento de clientes estimado en 9%).

PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA



ejercicio toribio.xlsx

Hipótesis:

- Ej. Fuerte crecimiento de la inversión en activos fijos debido a la expansión en países emergentes..
- Fuerte incrementos de la inversión habilitando hasta 600 millones de euros para despliegue de fibra óptica.
- Amortización lineal 10 años despliegue fibra. Amortización de antiguas inversiones, incluido en epígrafe amortizaciones. Lineal.
- Inmovilizado inversiones 6% del total de los ingresos.

5 –Valoración por múltiplos

Los datos están extraídos en CNMC, CNMV y Comisión Europea de la competencia. Si bien la intención inicial es estimar el valor de Jazztel mediante la comparación de unas 10 empresas similares cotizadas desechamos esa idea por la disparidad de resultados obtenidos .

La primera intención a la hora de señalar las compañías comparables es establecer el marco de referencia común y buscar el cumplimiento de la mayor cantidad de premisas. Intuitivamente se ven en ONO en España y SPRING en ITALIA como candidatos ineludibles al mix de empresas comparables:

Premisas

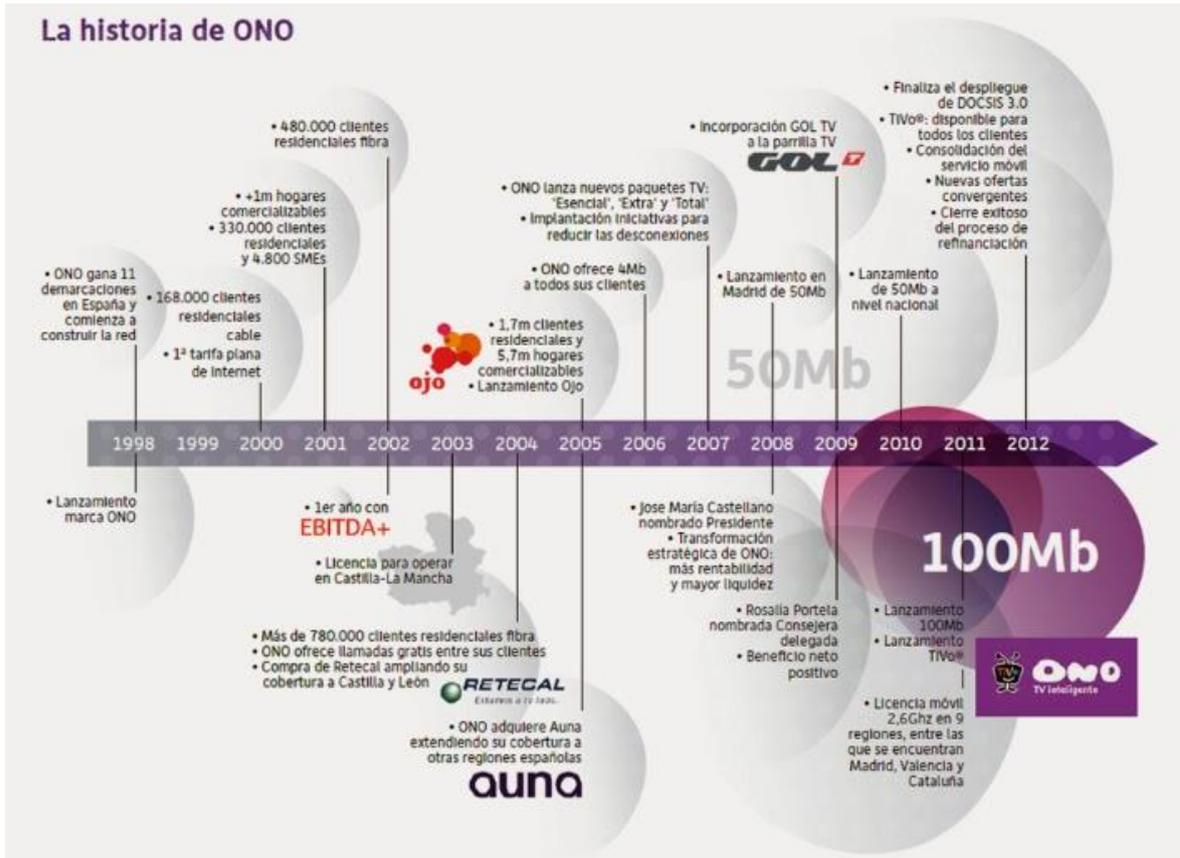
Compañías con una facturación agregada entre 900 y 1200 millones de euros.
De capital privado y cotizadas.
Cotizadas entre los índices de referencia de cada país (IBEX;FTSE,DAX, CAC, etc)
Con un accionista de referencia con propiedades superiores al 10% del capital social.
Con un mix de producto que incluya voz, datos, telefonía móvil y mercado mayorista.
Con fuertes inversiones previstas dentro de los próximos 5 años.

Del análisis preliminar de estas 10 empresas nos encontramos que diversos parámetros hacían incompatibles las comparaciones.

- Desarrollo tecnológico de las compañías.
- Tasas de penetración de servicios muy diferentes entre países y entre compañías.
- Mix de productos no homogéneos (reparto ingreso voz, datos, telefonía móvil, mayorista, etc).
- Capitalizaciones bursátiles, facturaciones, etc muy alejadas
- Distintos niveles de inversión propuestos.
- Modelos de comercialización muy dispares.
- Desarrollo económico del país de referencia, etc.
- Historia de la compañía (existen compañías antiguos monopolios, con origen en telefonía móvil, con origen en telefonía fija, filiales, etc).
- Estructura del accionariado.
- Estructura de la organización.
- Participaciones en otras empresas o la existencia de alianzas estratégicas.

- La poca existencia de transacciones pasadas de adquisición y fusión con menos de 2 años de antigüedad, la confidencialidad y confusión que esta resultando su recogida

Preanalizado el marco de comparación se determina tomar como referencia a la empresa ONO (recientemente adquirida por Vodafone). La comparación no es perfecta en cuanto a la fase de desarrollo tecnológico y en consecuencia de los márgenes brutos en que se encuentra cada una pero si lo es en términos de facturación, penetración, etc.

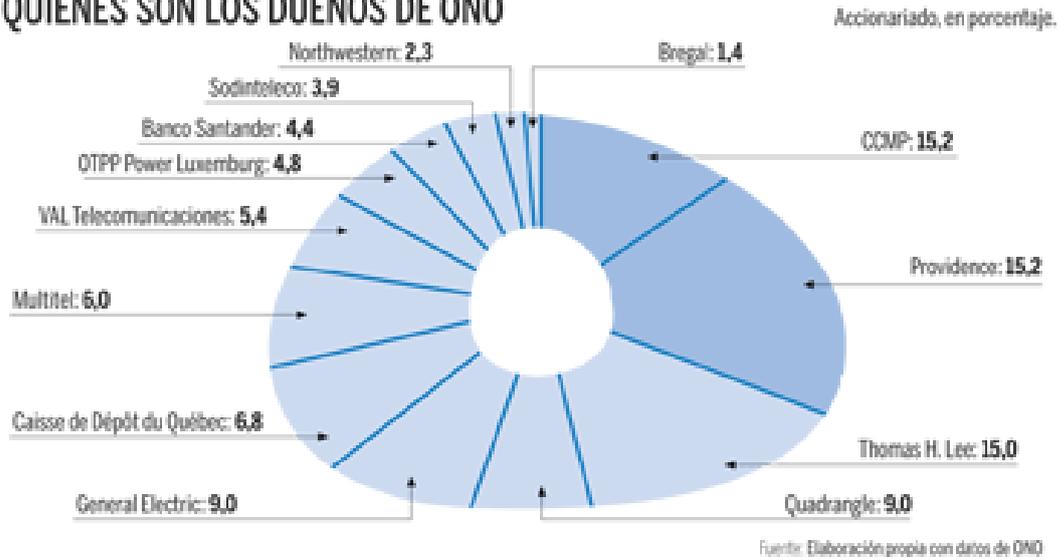


Con el objeto de situar a ONO indicar que:

Tiene una facturación similar a Jazztel.

Tiene 3 accionistas de referencia con porcentajes entre el 9 y 31 15,2% de la compañía (COMP, Providence, Thomas Lee, Quadrangle y General Electric).

QUIÉNES SON LOS DUEÑOS DE ONO

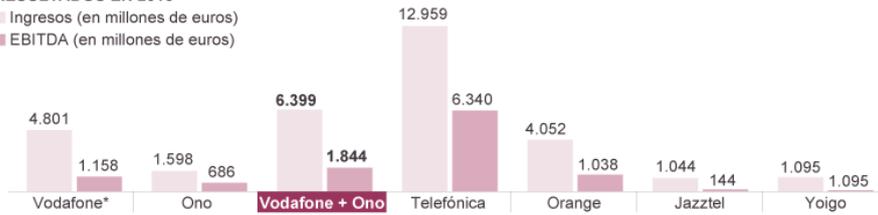


	ONO	JAZZTEL
Ingresos	1573	1044
Margen Bruto	1147	563
%	73%	54%
Ebitda	752	184
%	48%	18%
Nº clientes	4725	1400
Free Cash Flow	427	110

COSTE ADQUISICION	7520
-------------------	------

RESULTADOS EN 2013

■ Ingresos (en millones de euros)
■ EBITDA (en millones de euros)



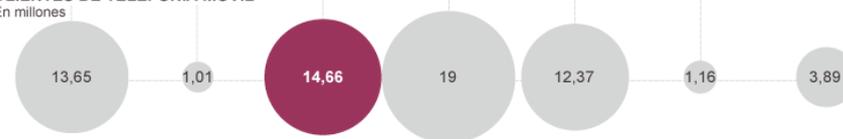
CLIENTES DE INTERNET

En millones

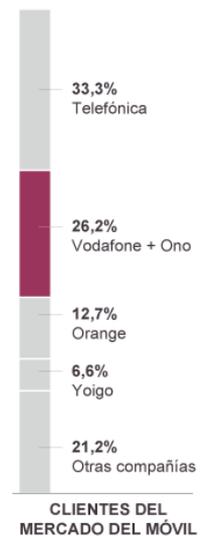


CLIENTES DE TELEFONÍA MÓVIL

En millones



*Vodafone: ejercicio fiscal 2012-2013



Uso del PER en nuestro caso pretendemos que sea relevante en consideración a la concentración de los derechos políticos de las acciones de la compañía (accionistas con hasta el 21% del capital).

Queremos que el índice nos ayude en dos dimensiones en cuanto a la valoración de la compañías y en cuanto a la detección si el valor de mercado esta sobre o infravalorado.

6 – Conclusiones. Precio Objetivo.

La compañía se encuentra actualmente excesivamente precalentada en cuanto al valor en bolsa y su PER.

Tomando en consideración los análisis precedentes cálculo una horquilla en el precio por acción situda para el 2014 entre 8.68 y 10.64 euros (múltiplo clientes y cdf sin deudas y sin créditos fiscales).

La media ponderada de estos 12 valores para el 2014 son 9.66 euros por acción

Se considera esta valoración prudente dada el cambio en el entorno competitivo y la importancia del cumplimiento sobre el business plan propuesto por Jazztel.

Para el 2015 según los cumplimientos del plan de negocio ampliaríamos la horquilla desde 10.64 euros (CDF 2014) hasta 14.40 (valor múltiplo según margen bruto operaciones similares).

La media ponderada sería de 12.52 euros por acción.

El incremento entre la media ponderada calculada en el precio objetivo para el 2014 (escenario prudente) y la calculada para el 2014 (escenario de cumplimiento) supone un incremento del valor de la acción de la acción de un 29.6% sobre las medias calculadas (19.12% si tomamos en cuenta los valores a cierre de mercado 2/07/2014 en bolsa de Madrid).

En una futurible adquisición del control de la compañía y tomando como punto de partida los últimos fondos de inversión incorporados en la compañía (Fidelity con un 4.7%) estos podrían soportar sobre los precios actuales y con un horizonte de control del 25% de la compañía un precio por acción hasta de 11 euros (la compra se realizo a 8.4

euros). Esto fijaría el precio mínimo para el control en 11 euros en caso de existir un segundo interesado en la adquisición de la compañía .

Se toman como premisas en la valoración

La fuerte inversión en CAPEX

El tamaño de la compañía

La composición del accionariado