

Comisión Nacional del Mercado de Valores

C/ Edison, 4, 28006, Madrid

Atención: Sr. Sebastián Albella, Presidente, y Sr. Rodrigo Buenaventura, Director General de Mercados

En Londres, a 20 de agosto de 2020

Estimados Sres.:

Hacemos referencia a la oferta pública de adquisición de acciones formulada por Lorca Telecom Bidco, S.A.U. (el “**Oferente**”) sobre la totalidad de las acciones representativas del capital social de Masmovil Ibercom, S.A. (“**Masmovil**”), anunciada el pasado 1 de junio de 2020, y autorizada por esta Comisión Nacional del Mercado de Valores (“**CNMV**”) el pasado 29 de julio de 2020 (la “**Oferta**”).

Nos referimos, asimismo, a la carta que remitimos a esta CNMV el pasado 23 de junio de 2020 (número de registro de entrada de CNMV 2020/067067), y a las dos cartas remitidas al Presidente del Consejo de Administración de Masmovil, de fechas 8 de julio de 2020 y 17 de julio de 2020, copia de las cuales se ha hecho llegar a la CNMV por correo electrónico.

Mediante la presente, queremos manifestar que, una vez analizados los términos del folleto explicativo aprobado en relación con la Oferta (el “**Folleto**”), consideramos que la Oferta incumple en aspectos esenciales el régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición y lesiona gravemente los intereses de los accionistas de Masmovil que se han visto desprovistos de la necesaria protección, motivos por los cuales mantenemos nuestra plena oposición a los términos en los que la Oferta ha sido aprobada, en particular en lo relativo a los asuntos tratados en las cartas mencionadas en el párrafo anterior. En el supuesto de que los términos de la Oferta no se modifiquen, nuestra intención es no aceptar la Oferta. Asimismo, queremos resaltar para otros accionistas que, incluso si rechazan acudir a la Oferta en primer lugar, tendrán aun así la posibilidad (o la obligación, en caso de que se alcancen los umbrales requeridos para las compraventas forzosas) de vender sus acciones al Oferente al precio de la Oferta en el marco del proceso de exclusión.

Sin perjuicio de la generalidad de la afirmación anterior, resaltamos a continuación los siguientes puntos que consideramos de especial relevancia.

1.- Precio de la Oferta

Tras un análisis detallado del informe de valoración publicado como anexo al Folleto, emitido por PricewaterhouseCoopers Asesores de Negocio, S.L. (el “**Informe**” y “**PWC**”, respectivamente) en fecha 24 de julio de 2020, debemos manifestar nuestra completa disconformidad con su contenido y conclusiones, que la CNMV ha tomado en consideración para la aprobación de la Oferta. En este sentido, adjuntamos como Anexo 1 a esta carta el correspondiente documento en el que se detallan – como resultado de un análisis preliminar que completaremos cuando tengamos acceso a mayor información – las razones de nuestra disconformidad, desde una perspectiva financiera. A modo de resumen, los aspectos más problemáticos del Informe son los siguientes:

1. Desviación significativa respecto a las orientaciones proporcionadas por la sociedad relativa a proyecciones de inversión en capital (CapEX). Creemos que PWC ha sobre-estimado de forma significativa las necesidades de CapEX de Masmovil para 2021 y años posteriores, tanto para el CapEX de expansión como para el de mantenimiento. Esta creencia está en línea con las proyecciones y las orientaciones al mercado emitidas por la propia Masmovil. Como consecuencia de esta sobre-estimación, en nuestra opinión, la valoración de PWC es demasiado baja (en cuatro o cinco euros por acción).

2. Transformación proyectada en el perfil de capital circulante del negocio, desde una posición que, históricamente, ha sido significativamente negativa, hacia una posición igualmente significativa pero positiva, lo que implica una destrucción rápida de caja en los primeros cuatro años de las previsiones financieras de PWC. En nuestra opinión, el Informe se desvía en esta materia, no solo del perfil histórico de capital circulante de Masmovil, sino también de los perfiles de capital circulante que tienen en general los negocios de telecomunicaciones. PWC justifica esta desviación en pasivos exigibles y en un aumento proyectado de cuentas a cobrar (con un impacto estimado de 730 millones de euros), que no han sido comunicados en modo alguno por Masmovil al mercado ni en sus estados financieros ni de ninguna otra forma, y que son contradictorios con las orientaciones publicadas en el pasado, que han llevado a los analistas a estimar, en media, que la sociedad generará, a grandes rasgos, 600 millones de euros más de *cash flow* libre durante el periodo de 2021 a 2024, respecto a lo proyectado por PWC en el Informe.
3. Infravaloración de las sinergias generadas por la adquisición de Lycamobile, especialmente en comparación con las proyecciones de Masmovil. De acuerdo con las orientaciones publicadas por el equipo gestor, se espera que la adquisición de Lycamobile contribuya 75 millones de euros anuales al EBITDA de Masmovil en los próximos años (alcanzando los 70 millones de euros en 2021). Sin embargo, el Informe incluye una estimación de EBITDA que es más de un 30% inferior a las proyecciones de Masmovil. Esta disparidad en el EBITDA estimado, por sí sola, impactaría la valoración de Masmovil en, aproximadamente, dos euros por acción.
4. Elección de empresas con tasas de crecimiento no similares a la de Masmovil en los enfoques de valoración de “comparables” y “múltiplos de transacciones”. Tanto las empresas como las operaciones seleccionadas por PWC como “comparables” para realizar la valoración de Masmovil se refieren a empresas con distintos perfiles de crecimiento y modelos de negocio, lo que los hace, en nuestra opinión, poco útiles para la valoración de Masmovil.

Como consecuencia de todo lo anterior y de otros factores, creemos que la valoración que PWC realiza de Masmovil está al menos siete u ocho euros por debajo de la correcta.

Llamamos la atención asimismo sobre el voto discrepante que el consejero de Masmovil, D. Rafael Domínguez de la Maza, ha emitido en relación con el precio, y que se recoge en el informe relativo a la Oferta que el Consejo de Administración de Masmovil hizo público el pasado 6 de agosto de 2020.

La inadecuación del precio de la Oferta es especialmente grave en este caso por dos motivos principales. En primer lugar, la Oferta se encuentra, como reconoce el propio Folleto (y se indicó en nuestra carta de fecha 23 de junio de 2020), sujeta a las protecciones del artículo 137.2 de la Ley del Mercado de Valores, que resultan necesarias dado el enorme impacto que la crisis derivada de la pandemia de la COVID-19 ha tenido sobre la cotización de las acciones de Masmovil, en particular y sobre el mercado español, con carácter general. Esto hace especialmente relevante el control de la CNMV sobre el precio ofrecido, con el fin de procurar la protección de todos los intereses, y garantiza que las ofertas voluntarias formuladas en periodos excepcionales como el presente no puedan realizarse a un precio inferior al equitativo.

Debe tenerse en cuenta que el Oferente formuló la Oferta sin tener en cuenta y sin considerar la especial protección que otorga el artículo 137.2 de la Ley del Mercado de Valores, como evidencia el hecho de que ni el escrito de solicitud de autorización de la Oferta presentado el día 1 de junio pasado ni el correspondiente anuncio contenían referencia a dicho precepto y que, en el apartado relativo al precio, contemplaban la posibilidad (contraria en nuestra opinión al citado artículo), de que si el precio de la Oferta no tuviese la consideración de equitativo, el Oferente pudiese igualmente llevarla a cabo, no estando obligado a formular una oferta pública de adquisición obligatoria posterior en caso de que se superase el umbral del 50% de aceptación:

“En la medida que la CNMV considerase que el Precio de la Oferta no es un “precio equitativo”, la Sociedad Oferente no vendrá obligada a formular una oferta pública de adquisición de acciones de carácter obligatorio, siempre que la Oferta sea aceptada por titulares de valores que representen al

menos el 50% de los derechos de voto a los que va dirigida, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder de la Sociedad Oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con la Sociedad Oferente relativo a la Oferta.”

Esta previsión demostraba la voluntad del Oferente de realizar la Oferta a un precio no sujeto al régimen del artículo 137.2 de la Ley del Mercado de Valores, lo que pone de manifiesto la inadecuación de los términos en que la Oferta fue formulada al Derecho de ofertas públicas de adquisición en su aspecto esencial: el precio. La razón por la que el Oferente no ha mantenido esta previsión, manifiestamente ilegal en nuestra opinión, en el Folleto, es porque el precio de la Oferta ha sido supuesta y aparentemente soportado como equitativo en el Informe. A este respecto queremos poner de manifiesto que, sobre su contenido y conclusiones y, por tanto, sobre la consideración del precio de la Oferta como equitativo, hemos expresado y razonado nuestra rotunda disconformidad.

En segundo lugar, la Oferta tiene como fin último la exclusión de cotización de Masmovil. De tener éxito, por tanto, los accionistas no aceptantes se verán, o bien forzados a vender sus acciones al precio ofrecido (en caso de alcanzarse el umbral requerido para las ventas forzosas), o bien abocados a elegir entre vender sus acciones en la orden sostenida de compra (al mismo precio), o convertirse en accionistas de una sociedad no cotizada y controlada por las mismas personas que, de forma concertada, han diseñado y ejecutado la Oferta, en nuestra opinión, sin respetar los intereses, derechos y expectativas legítimas de los restantes accionistas.

En cualquier caso, es importante dejar constancia de que, aunque la Oferta tenga éxito en cuanto al nivel de aceptación, los accionistas que no la acepten tendrán todavía la oportunidad (o la obligación, en caso de que se superen los umbrales exigidos para las compraventas forzosas), en la fase posterior de exclusión de cotización, de vender sus acciones al Oferente al precio de la Oferta.

2.- Ofertas competidoras

Tal y como detallábamos en nuestra carta de 23 de junio de 2020, consideramos que los términos de los compromisos irrevocables suscritos entre el Oferente y determinados accionistas significativos de Masmovil hacen imposible en la práctica la presentación de ofertas competidoras y, adicionalmente, menoscaban el sistema de fijación de precios en el escenario de ofertas competidoras que, en beneficio de los intereses de todos los accionistas, establecen tanto la Ley del Mercado de Valores como el Real Decreto 1066/2007. En particular, esto es así porque dichos compromisos irrevocables prevén la posibilidad de que el Oferente iguale cualquier oferta competidora.

En particular, no es posible como pretende el Oferente que los accionistas vendedores asuman el compromiso de *“vender sus acciones al Oferente dentro de los primeros cinco (5) días hábiles bursátiles del periodo de aceptación”* en caso de que, presentada una oferta superior, el Oferente modifique la Oferta para que sea *“al menos, igual al precio de la oferta superior”*. En este sentido, debe recordarse que según dispone el artículo 45.3 del Real Decreto 1066/2007, en un escenario de ofertas competidoras, el Oferente inicial y los demás oferentes competidores que no hubiesen retirado su oferta, deben presentar en sobre cerrado, una comunicación en la que puede incluir, bien su última mejora o bien su decisión de no presentarla. Pues bien, abiertos los sobres correspondientes y cumplidos los requisitos exigidos en los párrafos 4 y 5 de dicho artículo 45, si la mejora ofrecida por cualquiera de los oferentes competidores fuese superior a la mejora que hubiese ofrecido el Oferente inicial, no puede darse el supuesto previsto en los compromisos irrevocables, puesto que de acuerdo con el régimen de ofertas competidoras regulado en el Capítulo IX del Real Decreto 1066/2007, el Oferente inicial no está autorizado para igualar la mejora de la oferta hecha en sobre cerrado por cualquiera de sus competidores como pretende el Oferente, por ser esta previsión contraria al Real Decreto 1066/2007. Solo podría el Oferente inicial, si se diera el supuesto previsto en el apartado 6 (a) del artículo 45 (que el precio mejorado ofrecido el Oferente inicial en sobre cerrado no hubiese sido inferior en un 2 por ciento al previo más alto ofrecido en sobre cerrado por los oferentes competidores) elevar el precio de su oferta en al menos un 1% respecto del mejor precio ofrecido en sobre cerrado por alguno de los competidores.

Es claro, en nuestra opinión, que la voluntad de desincentivar ofertas competidoras por parte de los accionistas que han suscrito compromisos irrevocables con el Oferente solo puede justificarse en la obtención, por dichos

accionistas, de ventajas adicionales en la Oferta (como son la posibilidad de reinvertir en el Oferente y beneficiarse de la evolución futura de Masmovil) que no han sido ofrecidas a los restantes accionistas. Todo ello supone una clara vulneración de los principios que rigen la normativa en materia de ofertas públicas de adquisición de acciones y perjudica los intereses y derechos de los restantes accionistas.

3.- Actuación del Consejo de Administración – conflictos de interés y operaciones sobre acciones

Tal y como hemos señalado en las cartas remitidas tanto a la CNMV como al Presidente del Consejo de Administración de Masmovil, consideramos que los compromisos alcanzados entre determinados accionistas significativos, Masmovil, y el Oferente sitúan en conflicto de interés respecto a la Oferta tanto a los consejeros dominicales de los accionistas que han suscrito los compromisos irrevocables como al consejero delegado. No obstante, tanto de los términos del Folleto como del informe publicado por el Consejo de Administración de Masmovil, de fecha 6 de agosto de 2020, se deduce que estos conflictos no han recibido un tratamiento adecuado desde el punto de vista legal. Adicionalmente, Masmovil se ha negado reiteradamente a responder a nuestras preguntas sobre qué miembros del Consejo de Administración se abstuvieron de participar en la deliberación y votación de los acuerdos relativos a la Oferta adoptados con carácter previo a la publicación de la solicitud de autorización (señaladamente, para la aprobación del “Acuerdo relativo a la Oferta” y la pública declaración de apoyo del Consejo de Administración).

Con carácter adicional, no solo no se han seguido las normas societarias generalmente aplicables a las situaciones de conflicto de interés, sino que, según refleja el Folleto (Anexo 10), y las declaraciones remitidas a la CNMV por consejeros y otros miembros del equipo de dirección de Masmovil, tanto consejeros como otros miembros del equipo de dirección de la sociedad realizaron operaciones sobre acciones de Masmovil durante los meses de marzo y abril de 2020 en circunstancias muy especiales:

- el 4 de marzo de 2020, determinados accionistas del Oferente enviaron a Masmovil una oferta no vinculante, tras haber llevado a cabo un proceso de *due diligence*;
- el 16 de marzo de 2020, dichos accionistas y Masmovil suscribieron un “acuerdo de terminación”, dando por concluidas las negociaciones debido al impacto de la crisis del COVID-19 y la declaración del estado de alarma en España;
- el 20 de abril de 2020, los accionistas del Oferente “informaron a Masmovil de conformidad con el acuerdo de terminación de que estaban interesados en retomar los trabajos realizados” en relación con la Oferta.

Tomando en consideración la información que los correspondientes accionistas, consejeros y miembros del equipo de dirección tuvieron acerca de la existencia y términos de la potencial oferta y la posibilidad de que los trabajos se retomasen, estamos gravemente preocupados por ver que, de acuerdo con el Folleto y las declaraciones públicas remitidas a la CNMV, varias adquisiciones tuvieron lugar en dicho periodo, a precios entre los 12,50 y los 14,53 euros. En particular (y tal y como se ha reflejado incluso por la prensa económica), varios miembros del equipo de dirección llevaron a cabo inversiones significativas tan pronto como el 17-20 de marzo de 2020, cuando el precio de cotización estaba particularmente deprimido. Estas adquisiciones, las cuales no parecen estar en línea con las mejores prácticas de gobierno corporativo, generarán un beneficio inmediato y sustancial para aquellos consejeros y miembros del equipo de dirección que acepten la Oferta con dichas acciones.

4.- Compensación al Oferente por parte de Masmovil

Tal y como señalábamos en nuestra carta de 23 de junio de 2020, el “Acuerdo relativo a la Oferta” suscrito entre Masmovil y el Oferente contiene (conforme a la información facilitada en la solicitud de autorización y en el Folleto), dos posibles compensaciones, pagaderas por Masmovil: (i) una primera compensación para el caso de que, por presentarse ofertas competidoras (y cumplidas otras condiciones), la Oferta no tenga éxito; y (ii) una segunda compensación para un escenario en el que, sin haberse presentado ofertas competidoras (y

asumiendo la concurrencia de otras circunstancias), la Oferta fracase por falta de cumplimiento de alguna de las condiciones a las que se encuentra sujeta.

Tras la oportuna revisión del Folleto, constatamos que esta segunda compensación se mantiene en términos idénticos a los anunciados. Sin embargo, el propio Folleto, mientras señala que la compensación acordada para el escenario de ofertas competidoras “*cumple con lo previsto en el artículo 42.4 del Real Decreto 1066/2007*”, guarda silencio respecto a la conformidad de la segunda compensación con la normativa aplicable.

Interpretamos que el anterior silencio es una aceptación implícita de que la compensación analizada no es conforme con el Real Decreto 1066/2007 y, por tanto, que resulta antijurídica. De lo contrario, se estaría vaciando de contenido el propio artículo 42.4 del Real Decreto 1066/2007, que pretende restringir claramente las circunstancias en las que la sociedad objeto de OPA puede acordar el pago de compensaciones al primer oferente, para preservar la posibilidad de presentación de ofertas competidoras y proteger los intereses de los accionistas frente a ofertas acordadas por el equipo gestor.

* * * * *

Por todas las razones anteriores (y las detalladas en nuestras cartas previas), solicitamos nuevamente a esta Comisión Nacional del Mercado de Valores que a la vista de las consideraciones expuestas, lleve a cabo las necesarias modificaciones y aclaraciones para que se garantice que la Oferta y los acuerdos alcanzados entre el Oferente y determinados accionistas relevantes de la sociedad afectada, se adecuan y son conformes con la legalidad vigente y se informe de ello al mercado a la mayor brevedad.

En caso de mantenerse los términos de la Oferta, en nuestra condición de accionistas, manifestamos nuestra intención de no aceptar la Oferta. Consideramos, teniendo en cuenta los términos de la Oferta, que el Oferente está infravalorando a Masmovil y que no está ofreciendo a sus accionistas la posibilidad de vender sus acciones a un precio equitativo, por lo que el fracaso de la Oferta es la mejor opción para sus intereses. Adicionalmente, resaltamos de nuevo para los accionistas no aceptantes que, aunque la Oferta tenga éxito en términos de nivel de aceptación, tendrán aun así la posibilidad (o la obligación, en caso de que se alcancen los umbrales requeridos para las compraventas forzosas) de vender sus acciones al Oferente al precio de la Oferta en el marco del proceso de exclusión.

Agradeciéndoles de antemano su atención, quedamos a la espera de su respuesta, y a su disposición para cualquier ampliación de información que pudieran precisar.

Atentamente,

Polygon Global Partners LLP



Anexo 1

Opinión de Polygon acerca del Informe de Valoración de PWC sobre Masmóvil

Tras un análisis detallado del informe de valoración de PWC sobre Masmóvil¹, la opinión de Polygon es que ciertos aspectos de dicho informe hacen que la valoración realizada sea significativamente inferior al valor real de la compañía.

En dicho informe PWC se apoya en una serie de hipótesis que parecen estar en contradicción directa tanto con el desempeño pasado de Masmóvil, así como con el perfil financiero de las compañías del mismo sector y de sectores similares. Y, por encima de todo, las proyecciones de PWC se apartan a menudo de manera muy sustancial tanto de las proyecciones realizadas por la propia Masmóvil como de las proyecciones de todos los analistas de renta variable que siguen la compañía desde hace años.

En opinión de Polygon, los aspectos más problemáticos del informe de valoración de PWC, como se explicará de manera detallada más adelante, son los siguientes:

1. Desviación significativa de las proyecciones de la compañía en cuanto a las inversiones en capital ("capital expenditure" o "CapEx") para los años 2021 y subsiguientes.
2. Transformación proyectada del perfil de capital circulante o fondo de maniobra, desde una posición histórica significativamente deudora hasta una posición significativamente acreedora, lo cual implica un consumo ingente de caja en los cuatro primeros años de proyección de PWC.
3. Infravaloración de las sinergias creadas por la adquisición de Lycamobile, especialmente cuando se comparan a las proyecciones de Masmóvil.
4. Inclusión de compañías con crecimiento muy diferente al de Masmóvil en la valoración por múltiplos de compañías y transacciones "comparables".

Como resultado de éstos y otros factores, Polygon cree que el análisis de PWC infravalora la compañía en al menos siete u ocho euros por acción.

1. Hipótesis de inversiones en capital ("CapEx")

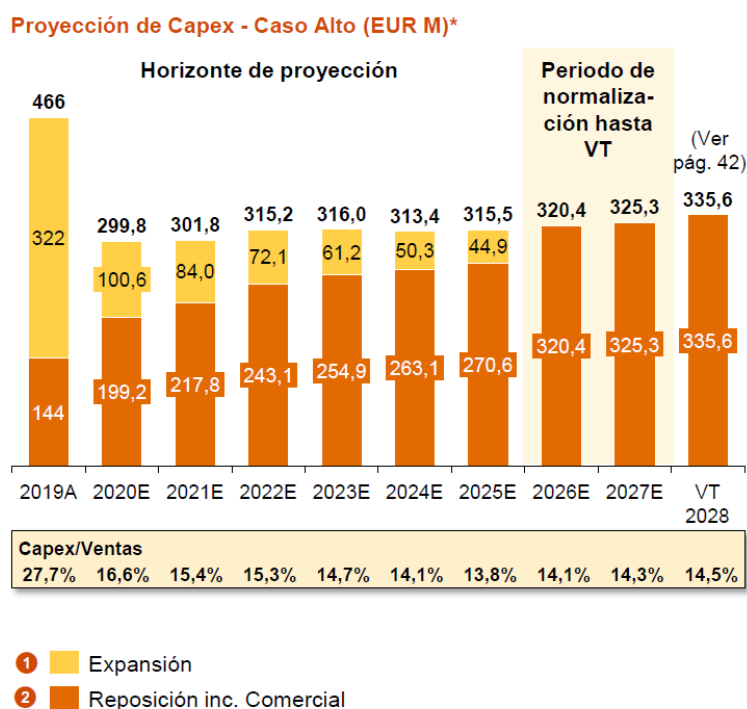
En opinión de Polygon, PWC ha inflado significativamente las necesidades de CapEx futuras de Masmóvil, tanto las necesarias para la futura expansión como las de mantenimiento.

- CapEx de expansión: Masmóvil ya ha prácticamente completado la expansión de su red de fibra óptica, y ha asimismo alcanzado un acuerdo de largo plazo con Orange en cuanto su red de 5G. Estos dos factores permitirán que el CapEx de la compañía baje y sea muy predecible en el futuro.
- CapEx de mantenimiento: PWC asume que la compañía necesitará invertir en línea con su depreciación contable para mantener su base de activos. Sin embargo, es fácil de entender que las infraestructuras físicas de telecomunicaciones tienen una vida útil muy superior a su mera vida contable. Por ejemplo, una vez que los ductos de fibra han instalados, ya no precisarán de ser reemplazados a pesar de estar plenamente amortizados de un punto de vista contable. Así, en consonancia con las proyecciones de la misma Masmóvil, la opinión de Polygon es que PWC ha sobreestimado de manera sustancial el CapEx de mantenimiento futuro de la compañía.

¹ En el contexto de la OPA lanzada sobre Masmóvil, Lorca Telecom BidCo encargó a PWC la producción de un informe de valoración de Masmóvil, el cual PWC completó el 24 de julio de 2020. Este informe está disponible para su consulta en la página web de la CNMV como anexo al folleto de dicha OPA.

Los siguientes gráficos muestran la disparidad entre las proyecciones de CapEx de PWC y las expectativas de Masmóvil al respecto. Nótese que para esta comparación se ha escogido el "Caso Alto" de PWC, es decir el caso con las estimaciones más bajas de CapEx de los que ellos han modelado.

Proyecciones de PWC:



Estimaciones de Masmóvil:

2020-21 Net Capex Outlook Reiterated

Orange agreement eliminates Capex uncertainty and allows for reduced future net capex profile

GRUPO
MAS
MOVIL

Cost optimized
FTTH Network

FTTH guidance (M BUs)

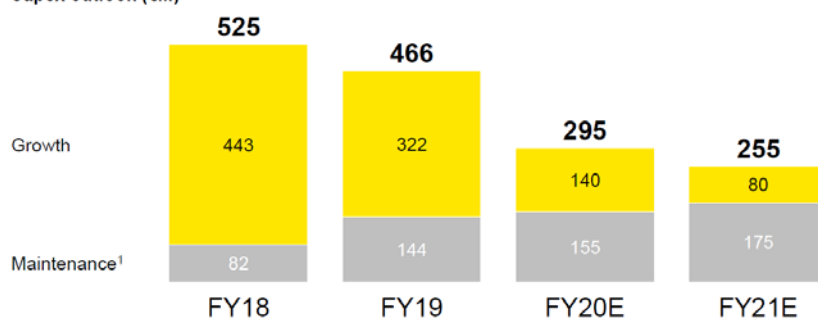
13.4

14.2

ROLL OUT LARGELY
COMPLETED

14.4

Capex outlook (€M)



¹ Includes churn related (replacement) commercial capex and maintenance infrastructure Capex
Source: Company



Los comentarios recientes del Consejero Delegado de Masmóvil corroboran también las expectativas de menor CapEx futuro de la compañía. Estos comentarios han sido realizados a lo largo del año 2020, tanto antes como después de la pandemia, como antes y después de la presentación de la OPA por Lorca:

"Y estamos asimismo en línea con lo que esperamos con el CapEx: una reducción significativa durante los próximos años, dado que tenemos una alta visibilidad de nuestro CapEx tanto en móvil como en fibra." –Consejero Delegado de Masmóvil, presentación de resultados de 2019, 28 de febrero de 2020

"Tenemos una alta visibilidad en nuestro CapEx de infraestructura. De ese modo, no debería haber sorpresas negativas. Y además, es cierto que nos desendeudaremos hasta niveles de 3,2 veces al cierre del ejercicio 2020. En consecuencia, Podemos confirmar el objetivo de flujo de caja por acción de más de 2 euros para 2021." – Consejero Delegado de Masmóvil, presentación de resultados del primer trimestre de 2020, 14 de mayo de 2020

"También esperamos nuestra inversión neta o CapEx de 295 millones de euros en 2020 y de 255 millones de euros en 2021, lo cual puede ser reducido aún más si creamos finalmente la compañía de red que antes describí. Y también esperamos un flujo de caja libre para los accionistas de más de 2 euros por acción en 2021. Estos objetivos no incluyen el potencial impacto de la reciente adquisición de Lycamobile. Y a pesar de que estos objetivos parezcan ambiciosos, creemos que son realistas y que siguen consolidando a Masmóvil como jugador relevante en el sector de las telecomunicaciones en España." – Consejero Delegado de Masmóvil, presentación en la Junta General de Accionistas, 8 de julio de 2020

Como resultado de la sobreestimación por parte de PWC del CapEx requerido por Masmóvil (de alrededor de 40 a 50 millones de euros por año, en opinión de Polygon basándonos en las estimaciones de la compañía), Polygon estima que la valoración realizada por PWC es de 4 a 5 euros por acción demasiado baja solamente debido a este factor.

2. Perfil de Capital Circulante

El informe de valoración de PWC proyecta también una transformación del perfil de capital circulante de Masmóvil. Dicha transformación supondría un cambio radical respecto a tanto el perfil histórico del balance de la compañía como del perfil de las compañías del sector en general.

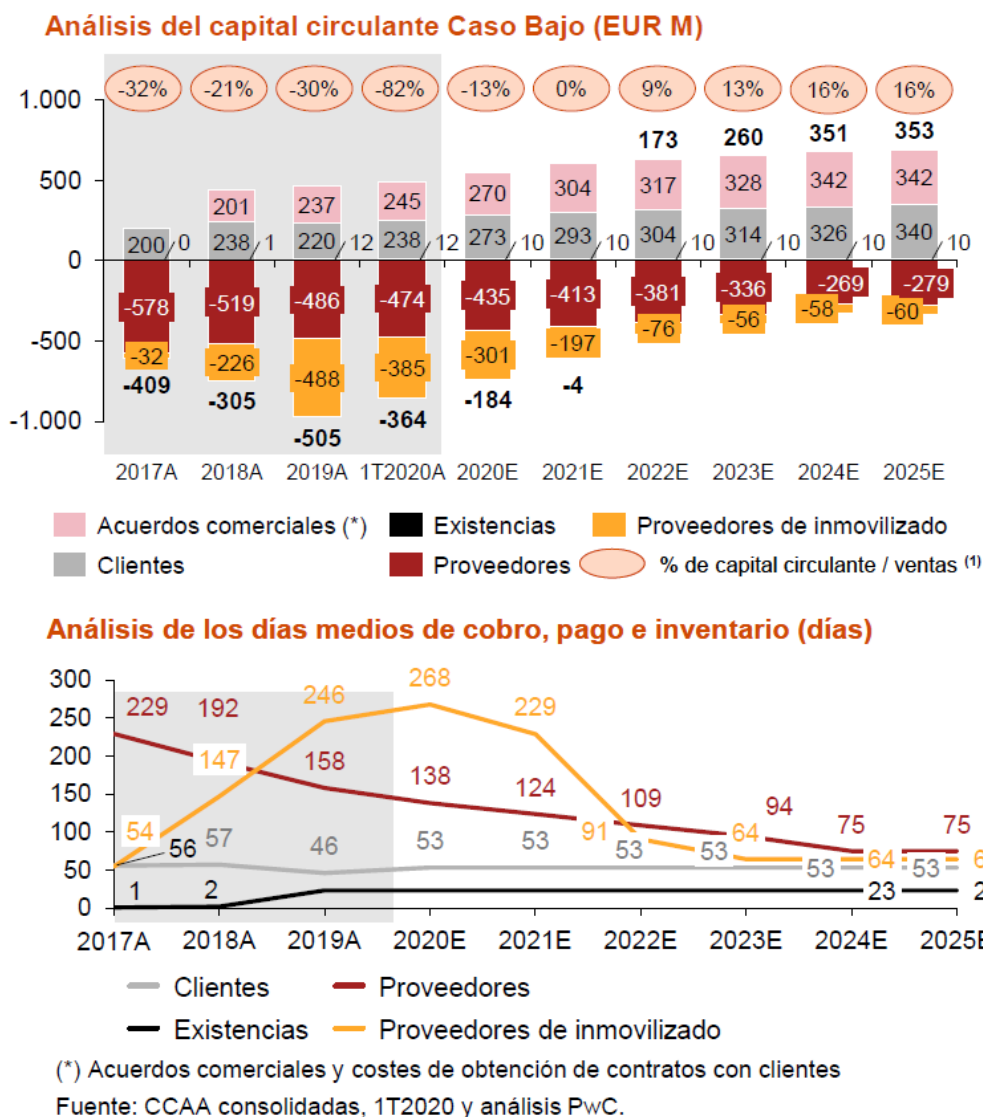
Las compañías de servicios de telecomunicaciones tienen en general pocas necesidades de capital circulante. Suelen vender servicios que los clientes pagan mensualmente, pero deben dinero a sus proveedores con periodos de pago más largos por lo general. Por lo tanto, no es extraño que estos negocios tengan fondos de maniobra negativos (posición acreedora), como es el caso de Masmóvil en la actualidad.

PWC ha proyectado un cambio sustancial en este perfil, asumiendo que Masmóvil tendrá que regularizar ciertas cuentas de proveedores de inmovilizado, mientras que su cuenta de clientes pendientes de cobro se expande sin ofrecer una explicación al respecto. Es conveniente recalcar que esta ingente necesidad de reducir pasivos y aumentar activos no ha sido revelada por Masmóvil ni en sus cuentas ni por ningún otro medio.

PWC estima que estas nuevas circunstancias costarán a Masmóvil 730 millones de euros en flujos de caja entre julio de 2020 y el final del ejercicio 2024. Polygon opina que, si una transformación del perfil financiero de Masmóvil fuera inminente, el Consejo de

Administración de Masmóvil, así como sus gestores y/o sus auditores de cuentas, deberían haber revelado este hecho así como las circunstancias que lo causarían.

Los gráficos siguientes ilustran los cambios que PWC ha proyectado.



Como resultado tanto de las hipótesis de CapEx y de capital circulante, PWC proyecta que Masmóvil tendrá un flujo de caja negativo después de intereses de su deuda en 2021. Por contrario, las expectativas de Masmóvil indican un nivel de flujo de caja para los accionistas de más de 260 millones de euros (>2 euros por acción) después de intereses.

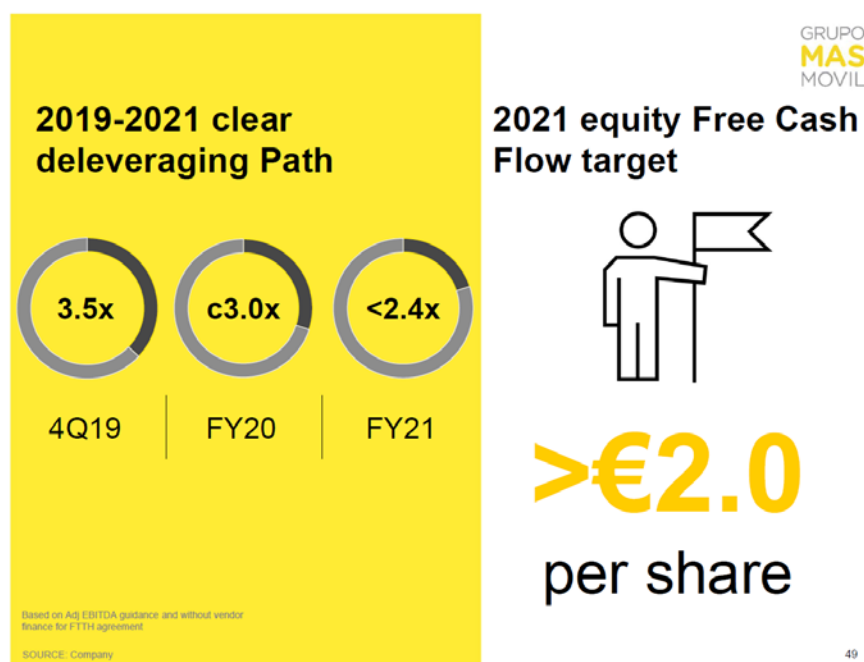
Los siguientes gráficos ilustran las diferencias entre las proyecciones de flujos de caja de PWC y las estimaciones públicamente expresadas por Masmóvil.



Proyecciones de PWC:

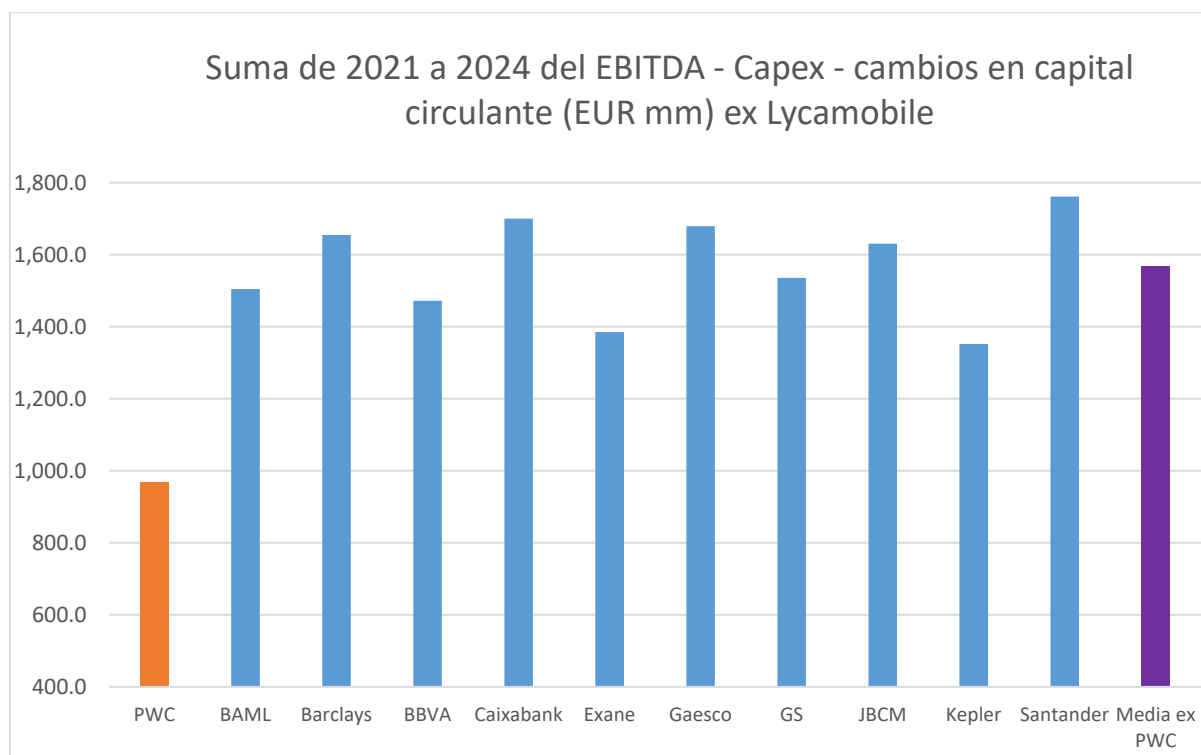
EUR millones	Horizonte de proyección						Periodo de normalización		VT
	9M 2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	
Ventas	1.362,5	1.953,8	2.058,7	2.148,0	2.221,5	2.279,6	2.279,6	2.279,6	2.317,2
EBITDA post NIIF 16	436,3	682,0	736,0	792,7	847,9	877,2	877,2	877,2	891,7
Margen EBITDA post NIIF 16	32,0%	34,9%	35,7%	36,9%	38,2%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%
EBITDA pre NIIF 16	407,0	608,2	662,2	718,9	774,1	803,4	803,4	803,4	816,7
Margen EBITDA pre NIIF 16	29,9%	31,1%	32,2%	33,5%	34,8%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%
EBIT pre NIIF 16 (excluyendo amortización PPA)	229,4	306,5	317,0	337,8	427,0	521,7	515,7	509,6	516,8
Tipo impositivo	24%	24%	24%	24%	25%	25%	25%	25%	25%
Impuestos sobre EBIT	(55,4)	(74,6)	(77,3)	(82,5)	(104,8)	(128,4)	(128,9)	(127,4)	(129,2)
NOPLAT	174,0	231,8	239,7	255,3	322,3	393,3	386,7	382,2	387,6
Amortización	177,6	301,7	345,2	381,1	347,0	281,7	287,7	293,8	299,9
Capex	(202,8)	(301,8)	(315,2)	(316,0)	(313,4)	(315,5)	(320,4)	(325,3)	(335,6)
Var. Capital Circulante	(180,5)	(180,3)	(189,3)	(94,0)	(86,4)	(3,8)	(2,6)	(1,5)	(0,3)
Flujos de Caja Libre	(31,6)	51,4	80,4	226,3	269,5	355,7	351,5	349,2	351,5

Estimaciones de Masmóvil:



Estas estimaciones expresadas públicamente por Masmóvil estaban, como es comprensible, reflejadas en cierta medida en las proyecciones de flujos de caja realizadas por los diferentes analistas de renta variable que han seguido la compañía de cerca durante años y que han mantenido innumerables conversaciones con los gestores de ésta durante este tiempo.

Como se muestra en el siguiente gráfico a modo de resumen, estos analistas estiman, de media, que Masmóvil generaría alrededor de 600 millones más de flujo de caja libre durante el periodo 2021-2024 respecto a las proyecciones que PWC realiza en su informe.



Fuente: Informe de PWC y últimas estimaciones publicadas por los analistas financieros.

En opinión de Polygon, la valoración de PWC es de tres a cuatro euros por acción inferior a lo que hubiera resultado de aplicar hipótesis de capital circulante en línea con los datos históricos de la compañía y de las estimaciones de los analistas que la siguen.

3. Adquisición de Lycamobile

Polygon considera que PWC ha infravalorado también las sinergias generadas por Masmóvil mediante la adquisición de Lycamobile.

Según el equipo gestor de Masmóvil tan recientemente como en julio de 2020, se espera que la adquisición de Lycamobile contribuya 75 millones de euros anualmente al EBITDA de Masmóvil en años futuros (de los cuales 70 millones de euros ya en el ejercicio 2021).

Una vez más, el informe de valoración de PWC se desvía de las indicaciones de la compañía; las proyecciones de PWC indican que Lycamobile nunca alcanzará los niveles de EBITDA que Masmóvil predice. Incluso en 2024, El EBITDA que PWC estima es un 30% inferior que el que Masmóvil espera para el ejercicio 2021.

Los siguientes gráficos (así como las declaraciones del Consejo Delegado de Masmóvil) ilustran bien esta disparidad.



Proyecciones de PWC:

EUR M	Histórico		Horizonte de proyección					VT
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	
Ventas	137,6	132,0	110,4	112,5	110,4	109,1	108,8	109,3
% variación		(4,1%)	(16,4%)	1,9%	(1,9%)	(1,1%)	(0,3%)	0,5%
MMNO	(60,0)	(39,7)	(23,4)	(13,0)	(14,1)	(14,4)	(15,2)	(15,2)
Otros costes	(30,4)	(28,8)	(28,8)	(28,8)	(28,8)	(28,8)	(28,8)	(28,8)
Margen bruto	47,2	63,5	58,2	70,7	67,4	65,9	64,7	65,3
% margen	34,3%	48,1%	52,7%	62,8%	61,1%	60,4%	59,5%	59,7%
Opex	(19,0)	(19,0)	(16,7)	(15,0)	(15,0)	(15,0)	(15,0)	(15,0)
EBITDA	28,2	44,5	41,6	55,7	52,4	50,9	49,7	50,3
% margen	20,5%	33,7%	37,6%	49,5%	47,5%	46,7%	45,7%	46,0%
One off Integration cost	-	-	-	(10)	-	-	-	-
D&A	(4,0)	(4,0)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,6)	(2,6)	(2,6)
EBIT	24,2	40,5	38,9	43,0	49,8	48,3	47,1	47,6
% margen	17,6%	30,7%	35,2%	38,2%	45,1%	44,3%	43,3%	43,6%

Fuente: CCAA consolidadas de 2019, Proyecciones financieras de Lycamobile facilitadas por MásMóvil, análisis PwC y discusiones con la Compañía.

Euro millones	9M 2020	2021E	2022E	2023E	2024E	VT
EBIT	38,9	43,0	49,8	48,3	47,1	47,6
Impuestos sobre EBIT	(9,7)	(10,7)	(12,4)	(12,1)	(11,8)	(11,9)
NOPAT	29,2	32,2	37,3	36,2	35,3	35,7
D&A	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6
CAPEX	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,6)	(2,6)	(2,6)
Variación en Working Capital	(0,7)	0,1	0,0	(0,1)	(0,1)	-
FCF	28,5	32,3	37,3	36,2	35,3	35,7
Terminal Value						482,3
Periodo de descuento	0,4	1,3	2,3	3,3	4,3	4,3
Factor de descuento	0,97	0,91	0,85	0,79	0,74	0,74
% flujo considerado	76%*	100%	100%	100%	100%	100%
Flujos de caja descontados	21,2	29,5	31,8	28,7	26,0	356,1
FCF descontados periodo de proyección	137,2					
Flujo de caja terminal	356,1					
Enterprise Value	493,3					
(-) Precio pagado	(361,0)					
Valor añadido de la transacción	132,3					
Nº acciones (excluyendo autocartera)	131.366.040					
Impacto por acción	1,01					



Estimaciones de Masmóvil:

Lycamobile – a value accretive transaction

The transaction represents an attractive acquisition multiple of <5x EBITDA- CAPEX due to substantial network cost synergies

Attractive standalone business

- Stable customer base of **1.5m** mobile prepaid lines
- **€132m revenue** and **€45m EBITDA** in FY2019
- Significant **EBITDA margin expansion** in the last years
- **Lean company** with just **85 FTEs** mainly in technical and commercial functions

Synergy driven transaction

- Expected **annual run-rate synergies** of **€30m** from migrating Lycamobile's customers traffic to MASMOVIL's network and reduction of headquarter cost allocation to reach a **run-rate EBITDA of €75m** (€70m already in 2021)
- MASMOVIL has a **proven integration track record** including previous successful customer network migrations

Prepaid market opportunity

- The mobile prepaid market in Spain is currently a relatively **stable industry** of around **€700m** of revenues per year
- The acquisition of Lycamobile **reinforces MASMOVIL's position** in the prepaid segment in Spain

Maximizing value creation

- **Enterprise value of €372m** on a debt-free cash-free basis
- **8.2x EV/ EBITDA** pre-synergies and **<5x EV/ EBITDA-CAPEX** post-synergies
- Fully debt financed **without material increase** in the Group's leverage profile
- Agreement to use the **Lycamobile brand** in the long term

MASMOVIL Group

Page 53

“Eso quiere decir que estamos muy seguros de que podemos crear unas sinergias anuales de 30 millones de euros, es decir un incremento del EBITDA desde los 45 millones hasta los 75 millones de euros. Y el tiempo necesario para obtener las sinergias es muy corto. Creemos que seremos capaces de tener un nivel de 70 millones de euros ya en 2021. [...] Y eso quiere decir que esta transacción incrementa en aproximadamente un 20% nuestra expectativa de flujo de caja para 2021” –Consejero Delegado de Masmóvil, presentación de la adquisición de Lycamobile, 2 de marzo de 2020

Polygon estima que la valoración de PWC es alrededor de dos euros por acción demasiado baja debido a la subestimación de las sinergias de la adquisición de Lycamobile.

4. Valoración por Múltiplos de Comparables

Polygon está de acuerdo con PWC en que el método de descuentos de flujos de caja (DCF) es el mejor modo de valorar una compañía. Sin embargo, creemos conveniente señalar que el análisis realizado por PWC de las compañías y transacciones “comparables” se separa de lo que sería recomendable para realizar una valoración fiable.

La selección que PWC hace de esas compañías y transacciones “comparables” para valorar Masmóvil está basada en si esas compañías son o no “challengers” (es decir, desafiadores a los incumbentes) en sus mercados respectivos, como lo es Masmóvil. Polygon cree, sin embargo, que el ritmo de crecimiento de esas compañías es igualmente o incluso más importante para el análisis. In todos lo casos, el ritmo de crecimiento de las compañías seleccionadas por PWC era muy inferior al de Masmóvil.

De media, las compañías utilizadas por PWC crecen sus ingresos al 0-1% anual. El uso de esta muestra de compañías europeas para valorar la compañía relevante en el sector con más crecimiento de Europa (históricamente los ingresos se han incrementado un 15% anual)

es, un opinión de Polygon, un cálculo sesgado, toda vez que incluso PWC estima que Masmóvil va a seguir creciendo a un ritmo de más del 5% anual en el medio plazo..

Este mismo sesgo es inherente en la lista de las transacciones que presenta PWC. Solo una pequeña proporción de éstas tenían un crecimiento sustancial cuando fueron adquiridas; casi todas las otras tenían decrementos o crecimiento insignificante.

Los siguientes gráficos muestran las compañías y transacciones que PWC ha usado para su análisis.

Compañía	País	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2019	EV/EBITDA 2020	
		(Pre impacto IFRS 16)	(Post impacto IFRS 16)	(Post impacto IFRS 16)	
				Marzo 2020	
Euskaltel, S.A.	España	9,1x	9,1x	8,0x	8,0x
Vodafone Group Plc	Reino Unido	6,6x	7,0x	5,0x	6,5x
freenet AG	Alemania	10,8x	11,0x	9,6x	9,7x
TalkTalk Telecom Group PLC	Reino Unido	8,4x	9,1x	7,6x	7,6x
NOS, S.G.P.S., S.A.	Portugal	6,2x	6,0x	4,4x	4,7x
iliad S.A.	Francia	n.d.	8,0x	n.d.	9,7x
Sunrise Communications Group AG	Suiza	7,9x	7,8x	7,8x	7,8x
Telenet Group Holding NV	Bélgica	7,1x	7,3x	6,7x	6,8x
Tele2 AB (publ)	Suecia	12,8x	11,9x	11,8x	11,1x
Digi Communications N.V.	Rumania	4,2x	4,0x	3,9x	4,2x
Media sin anómalos		8,0x	8,1x	7,0x	7,6x
Media con anómalos		8,1x	8,1x	7,2x	7,6x

Fecha	Adquirida	País	Adquiriente	EV (EUR M)	% adq.	EV/ EBITDA (pre	% margen	Player
						IFRS 16)	EBITDA	
02/03/2020	Lycamobile Spain	España	MásMóvil Ibercom, S.A.	361	100%	8,1x	34%	Challenger
21/08/2019	DNA Oyj	Finlandia	Telenor ASA	3.368	54%	11,4x	32%	Challenger
21/11/2018	Lebara Spain	España	MásMóvil Ibercom, S.A.	n.d.	100%	7,5x	n.d.	Challenger
15/10/2018	Get ASA/TDC Norway AS	Noruega	Telia Company AB	2.224	100%	12,4x	43%	Challenger
07/09/2018	Wind Tre S.p.A.	Italia	CK Hutchison Holdings Limited	16.264	50%	7,7x	36%	Challenger
03/09/2018	MTN Cyprus Limited	Chipre	Monaco Telecom S.A.M.	260	100%	8,0x	n.d.	Challenger
31/07/2018	UPC Austria GmbH	Austria	T-Mobile Austria GmbH	1.900	100%	9,5x	n.d.	Challenger
30/05/2018	Invitel Távközlési Zrt.	Hungría	DIGI Távközlési és Szolgáltató Kft.	135	100%	6,2x	n.d.	Challenger
04/05/2018	TDC A/S	Dinamarca	PFA Pension, forsikringsaktieselskab	8.113	100%	7,3x	41%	Incumbent
09/04/2018	eir Limited	Irlanda	Davidson; Iliad SA; Anchorage; NJJ	3.500	100%	6,7x	40%	Challenger
26/07/2017	TeleCable de Asturias S.A.U.	España	Euskaltel, S.A.	670	100%	10,3x	47%	Challenger
31/01/2017	More Minutes, S.A	España	MásMóvil Ibercom, S.A.	42	100%	7,6x	n.d.	Challenger
31/10/2016	TDC Sverige AB	Suecia	Tele2 Sverige AB	293	100%	7,3x	12%	Challenger
05/10/2016	Xfera Móviles, S.A.	España	MásMóvil Ibercom, S.A.	612	100%	7,4x	n.d.	Challenger
13/09/2016	Pepemobile S.L.	España	MásMóvil Ibercom, S.A.	158	100%	12,1x	20%	Challenger
17/08/2016	GO p.l.c.	Malta	TT ML LIMITED	385	65%	7,4x	38%	Challenger
11/02/2016	BASE Company NV	Bélgica	Telenet Group Holding NV	1.324	100%	8,9x	25%	Challenger
29/01/2016	EE Limited	Reino Unido	BT Group plc	16.463	100%	7,6x	22%	Challenger
Promedio (Europa)						8,5x		
Promedio (España)						8,8x		

Fuente: S&P, análisis PwC

Dada la falta de rigor en el análisis de comparables de PWC, con particular referencia a la comparabilidad de ritmos de crecimiento y modelos de negocio, Polygon es de la opinión que dicho análisis carece de validez para valorar Masmóvil.

Por todas las razones descritas en este documento, Polygon cree que el informe de valoración de PWC, y por tanto el valor de la fiabilidad que la CNMV le ha acordado para la toma de su decisión, ha estado totalmente sesgado, y el rango de valoración presentado por PWC es sustancialmente inferior al que se habría obtenido con una metodología más acertada.