

**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN
DE EMPRESAS**

CURSO ACADÉMICO 2024-2025

TRABAJO FIN DE GRADO

Mención en finanzas

**VALORACIÓN Y ADQUISICIÓN DE EMPRESAS: LA OPA
DE MÁSMÓVIL SOBRE EUSKALTEL**

**VALUATION AND ACQUISITION OF COMPANIES:
MÁSMÓVIL'S TAKEOVER BID FOR EUSKALTEL**

AUTOR/A: CRISTIAN DANILO PUENTE MORENO

DIRECTOR/A: BELÉN DÍAZ DÍAZ

Índice

RESUMEN	3
ABSTRACT	3
1.- INTRODUCCIÓN	5
1.1. CONTEXTUALIZACIÓN DEL SECTOR DE LAS TELECOMUNICACIONES EN ESPAÑA	5
1.2. OBJETIVOS DEL TRABAJO	5
1.3. METODOLOGÍA Y ENFOQUE	6
2.- MARCO TEÓRICO	6
2.1. DEFINICIÓN Y TIPOS DE OPERACIONES PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPA)	6
2.2. REGULACIÓN DE LAS OPAS EN ESPAÑA	7
2.3. FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE TELECOMUNICACIONES	8
2.4. TEORÍAS DE INTEGRACIÓN HORIZONTAL Y VERTICAL EN FUSIONES Y ADQUISICIONES	8
3.- ANÁLISIS DEL SECTOR DE LAS TELECOMUNICACIONES EN ESPAÑA	9
3.1. ESTRUCTURA Y PRINCIPALES ACTORES DEL MERCADO	9
3.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE TELECOMUNICACIONES EN LOS ÚLTIMOS AÑOS	10
3.3. SITUACIÓN PREVIA DE MÁSMÓVIL Y EUSKALTEL EN EL MERCADO	10
3.4. RETOS Y OPORTUNIDADES DEL SECTOR	11
4.- DESCRIPCIÓN DE LA OPA DE MÁSMÓVIL SOBRE EUSKALTEL	11
4.1. PROCESO DE ADQUISICIÓN: CRONOLOGÍA DE LOS HECHOS	12
5.- ANÁLISIS FINANCIERO Y ESTRATÉGICO DE LA OPA	13
5.1. EVALUACIÓN FINANCIERA DE EUSKALTEL ANTES DE LA OPA	13
5.2. EVALUACIÓN FINANCIERA DE MÁSMÓVIL ANTES DE LA OPA	13
5.3. SINERGIAS Y OBJETIVOS ESTRATÉGICOS DE LA FUSIÓN	13
5.4. IMPACTO EN EL VALOR DE LAS ACCIONES DE AMBAS COMPAÑÍAS	14
5.5. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL POST-OPA	14
5.6. VALORACIÓN DE EUSKALTEL POR DESCUENOS DE FLUJO DE CAJA LIBRES	15
5.7. VALORACIÓN DE EUSKALTEL POR MÚLTIPLOS	20
5.7.1. Price Earning Ratio – PER	21
5.7.2. Price to Cash Flow – P/CF	22
5.7.3. Price to Book Value – P/BV	22
5.7.4. EV/Ventas	22
5.7.5. EV/EBIT	23
6.- IMPACTO EN LA COMPETENCIA Y EN EL MERCADO	23

7.- ASPECTOS REGULATORIOS Y SOCIALES DE LA OPA.....	24
7.1. REGULACIÓN DE LA OPA POR LA CNMV Y LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA (CNMC)	24
8.- COMPARATIVA CON OTROS CASOS DE OPAS EN EL SECTOR	25
8.1. COMPARATIVA CON LA OPA DE ORANGE SOBRE JAZZTEL.....	25
9.- CONCLUSIONES.....	25
10.- BIBLIOGRAFÍA.....	26

RESUMEN

En este Trabajo de Fin de Grado analizaremos la Opa lanzada por MásMóvil sobre las acciones de Euskaltel, una operación que destacó por la consolidación del sector de las telecomunicaciones en España. El principal objetivo de este estudio es valorar la operación desde una perspectiva financiera, estratégica y reguladora, examinando detalladamente su impacto sobre las dos compañías implicadas, el mercado, los consumidores y los trabajadores.

Estudiaremos el contexto del año de la OPA del mercado de las telecomunicaciones, el cual se caracterizaba y caracteriza actualmente también por tener una gran competencia, inversiones e innovaciones constantes en tecnología y la necesidad de ofrecer paquetes convergentes en sus tarifas para captar y/o retener clientes en un mercado altamente competitivo.

La adquisición permitió a MásMóvil consolidarse como el cuarto operador nacional y reforzar su presencia en regiones del norte, mientras que Euskaltel tuvo la oportunidad de expandirse y consolidar su posición en un entorno cada vez más exigente marcado por los avances tecnológicos constantes y la necesidad de adaptación constante en el mercado.

Centraremos el análisis en comprender las motivaciones estratégicas de las dos compañías implicadas, las sinergias previstas e identificaremos los desafíos que implicaron una operación de este tipo. Además, se examinarán aspectos regulatorios y sociales, valorando el papel de las instituciones encargadas de supervisar el cumplimiento de las condiciones establecidas.

Para valorar Euskaltel en esta operación, realizaremos dos análisis financieros: por un lado, una valoración por descuentos de flujo de caja y por otro lado una valoración por múltiples comparativos con empresas del sector de las telecomunicaciones. De esta manera, se podrá evaluar objetivamente si el precio pagado en la OPA se ajustó al valor real de la empresa.

ABSTRACT

In this work, we will analyze the takeover bid launched by MásMóvil for the shares of Euskaltel, an operation that stood out for the consolidation of the telecommunications sector in Spain. The main objective of this study is to assess the operation from a financial, strategic, and regulatory perspective, examining in detail its impact on the two companies involved, the market, consumers, and workers.

We will study the context of the year of the takeover bid in the telecommunications market, which was and still is characterized by strong competition, constant investments and technological innovations, and the need to offer convergent packages in their pricing plans to attract and/or retain customers in a highly competitive market.

The acquisition allowed MásMóvil to consolidate itself as the fourth national operator and strengthen its presence in the northern regions, while Euskaltel had the opportunity to expand and consolidate its position in an increasingly demanding environment marked by constant technological advances and the need for continuous adaptation in the market.

We will focus the analysis on understanding the strategic motivations of the two companies involved, the expected synergies, and we will identify the challenges implied by an operation of this type. Additionally, regulatory and social aspects will be examined, assessing the role of the institutions responsible for supervising compliance with the established conditions.

To value Euskaltel in this operation, we will carry out two financial analyses: on the one hand, a discounted cash flow valuation, and on the other hand, a comparative multiples valuation with other companies in the telecommunications sector. In this way, it will be possible to objectively assess whether the price paid in the takeover bid aligned with the company's real value.

1.- INTRODUCCIÓN

La oferta pública de adquisición (OPA) que llevo a cabo el grupo MásMóvil sobre Euskaltel en el año 2021 representa una operación de gran importancia desde un punto de vista económico y estratégico. Esta adquisición supuso un momento decisivo en el sector de las telecomunicaciones ya que posicionó a MásMóvil como el cuarto operador del país por detrás de Telefónica, Vodafone y Orange.

En este trabajo analizaremos esta operación financiera desde una perspectiva financiera, regulatoria y estratégica, explorando las motivaciones de ambas empresas, el proceso llevado a cabo, el comportamiento del mercado y qué repercusiones generó en el sector.

1.1. CONTEXTUALIZACIÓN DEL SECTOR DE LAS TELECOMUNICACIONES EN ESPAÑA

Las telecomunicaciones tanto en España como en Europa han evolucionado rápidamente en los últimos años debido a la modernización en las infraestructuras y al aumento de la competencia. Los informes anuales que proporciona la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) permiten analizar esta evolución.

En 2021, los efectos de la pandemia se reflejaron en una ligera caída de los ingresos, que se situaron en 33.120 millones de euros (CNMC, 2022a). Los tres operadores más importantes del país (Telefónica, Orange y Vodafone) se mantuvieron líderes del sector a pesar de perder cuota de mercado debido a otros competidores como MásMóvil que fueron creciendo, apoyándose en adquisiciones y en tarifas low cost. Durante esta etapa fue cuando se realizó la OPA de MásMóvil sobre Euskaltel.

El mercado comenzó a estabilizarse en 2022 con ingresos constantes y grandes inversiones en redes 5G y fibra óptica. La OPA consolidó a MásMóvil como el cuarto operador nacional sobretodo en el norte debido a la presencia de Euskaltel en esta zona. Además, la compañía tuvo que asumir el compromiso de mantener la identidad de Euskaltel, su sede en el País Vasco y priorizar la implementación del 5G en la región durante al menos cinco años (CNMC, 2022b).

En 2023, MásMóvil integró las infraestructuras de Euskaltel, generando sinergias y reduciendo costes. Este fortalecimiento obligó a los operadores tradicionales a reajustar sus estrategias para mantener su competitividad en un mercado más concentrado (CNMC, 2024).

Durante este proceso se puede observar que operadores medianos consiguen aumentar sus cuotas de mercado gracias a fusiones estratégicas, mientras que inversiones en infraestructuras aseguran su competitividad. Se puede decir que el sector de las telecomunicaciones está caracterizado por tener una alta competencia, concentración empresarial y avances tecnológicos junto a una constante innovación.

1.2. OBJETIVOS DEL TRABAJO

En este Trabajo de Fin de Grado (TFG) se estudiará la OPA realizada por el grupo MásMóvil sobre Euskaltel en 2021 valorando la efectividad de la operación y analizando las empresas participantes, el mercado español de telecomunicaciones y los diversos grupos afectados, como trabajadores, clientes y accionistas.

Esto se logrará mediante un análisis del sector previo a la OPA aportando el contexto necesario para comprender el entorno en el que tuvo lugar esta operación.

Se describirá detalladamente la OPA haciendo hincapié en aspectos importantes como el precio ofrecido por acción, cómo se desarrolló el proceso y qué motivaciones tuvieron ambas entidades.

Se hará un análisis financiero de ambas compañías para conocer su situación económica previa, además de las sinergias previstas.

También se abordarán temas como el impacto que tuvo la operación en el mercado y en la competencia y qué consecuencias sociales y laborales asumió MásMóvil para mantener la identidad de Euskaltel.

Por último, se evaluarán los resultados obtenidos tras la OPA.

1.3. METODOLOGÍA Y ENFOQUE

Se utilizará una revisión bibliográfica que incluye informes de la CNMC desde 2021 hasta 2023, artículos académicos y publicaciones de periódicos digitales especializados en el sector empresarial. También se consultan bases de datos financieras y documentos corporativos que aportan información clave sobre la estrategia y situación financiera de la OPA. Después se procederá a hacer un análisis cuantitativo basado en datos financieros y de mercados procedente de la CNMC e informes propios de ambas compañías implicadas, aplicando herramientas de análisis para la valoración de la empresa.

2.- MARCO TEÓRICO

Este trabajo se apoyará en teorías económicas y financieras sobre fusiones y adquisiciones con el fin de analizar la OPA y su impacto en ambas empresas, competidores y consumidores.

2.1. DEFINICIÓN Y TIPOS DE OPERACIONES PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPA)

Una OPA es una operación financiera en la que una empresa ofrece formalmente comprar una parte significativa o la totalidad de las acciones de otra empresa para adquirir su control o aumentar su participación en esta. Este proceso está regulado para asegurar transparencia y equidad para los accionistas y el mercado (Brealey, Myers & Allen, 2016).

Su principal objetivo es obtener control sobre la empresa objetivo, obtener acceso a nuevos mercados, clientes y/o infraestructuras o aumentar su cuota de mercado (Damodaran, 2002). Las OPAs están reguladas y la CNMV supervisa todo el proceso para asegurar que se siguen los procedimientos adecuados y que los accionistas reciben la información justa y equitativa (CNMV, 2020).

Las OPAs se pueden clasificar en varias categorías, dependiendo de factores como el propósito de la oferta, la relación entre la empresa oferente y la empresa objetivo, o las condiciones establecidas para la compra de acciones. Los principales tipos de OPA son:

1. OPA voluntaria: aquella en la que una empresa lanza sin obligación legal una oferta para adquirir acciones de otra compañía. El oferente establece libremente las condiciones de la oferta. La OPA de MásMóvil sobre Euskaltel es un ejemplo de este tipo, al buscar fortalecer su presencia en el norte de España (Brealey, Myers & Allen, 2016).
2. OPA obligatoria: al superar cierto porcentaje de participación (en España el 30%), la empresa está legalmente obligada a lanzar una oferta para adquirir el control total,

garantizando así la equidad y protección de los accionistas minoritarios (CNMV, 2020).

3. OPA competidora: se produce cuando una tercera empresa presenta otra oferta durante la OPA ya en curso, por lo que el precio de las acciones se suele incrementar al mejorar las condiciones para atraer a los accionistas (Brealey, Myers & Allen, 2016).
4. OPA hostil: Se produce cuando la empresa oferente lanza una oferta sin el consentimiento de la dirección de la empresa objetivo, dirigiéndose directamente a los accionistas. Suele generar conflictos y la empresa objetivo para evitar su resolución emplea herramientas como la emisión de nuevas acciones (píldora venenosa) o la búsqueda de un “caballero blanco” (Damodaran, 2002).
5. OPA amistosa: aquella que cuenta con el consentimiento de la dirección de la empresa objetivo, lo que permite un proceso negociado, fluido y con una integración más eficiente entre ambas compañías (Brealey, Myers & Allen, 2016).
6. OPA de exclusión: Busca retirar a una empresa de la bolsa mediante la compra del total de sus acciones, generalmente por parte de un accionista mayoritario, con el fin de simplificar la estructura empresarial o eludir obligaciones regulatorias (CNMV, 2020).

En una OPA se debe considerar el precio ofrecido, que debería ser superior al de mercado para que la OPA tenga éxito; los términos, como el porcentaje a adquirir y la forma de pago; el plazo de aceptación para que los accionistas decidan, y la aprobación de organismos como la CNMV que vela por la transparencia.

2.2. REGULACIÓN DE LAS OPAS EN ESPAÑA

La regulación de las OPAs en España tiene como objetivo asegurar transparencia, equidad y protección de los accionistas, especialmente los minoritarios y la CNMV es la que se encarga de garantizar que las adquisiciones se realicen según la normativa vigente.

En España, las OPAs se regulan principalmente por la Ley del Mercado de Valores (2015) y el Real Decreto 1066/2007, que establecen los principios y procedimientos para su ejecución. Estas normas buscan garantizar transparencia, información adecuada para los accionistas y protección de los minoritarios (Ley del Mercado de Valores, 2015; Real Decreto 1066/2007).

Una Opa en España debe seguir unos pasos regulados que garantizan transparencia y proyección a los accionistas. En primer lugar, se debe notificar a la CNMV la intención de compra, detallando el precio por acción, número de acciones, condiciones de la operación e información relevante sobre la empresa objetivo. Tras revisar la documentación, la CNMV puede aprobar su publicación, momento en que la oferta se difunde públicamente a través de medios especializados y en la web del organismo, asegurando el acceso a toda la información necesaria.

Una vez que se publica, se abre un período de aceptación, que varía entre 15 y 70 días. Durante este tiempo, los accionistas deciden si aceptan o no la oferta. Es posible que surjan negociaciones, mejoras en las condiciones o incluso OPAs competidoras. Concluido este plazo, la CNMV publica los resultados de la operación y se procede a la liquidación: se efectúan los pagos correspondientes y se transfieren las acciones al oferente.

Como se ha dicho anteriormente, la CNMV supervisa todo el proceso y puede imponer condiciones y actuar como garantía de la legalidad, como se vio en la OPA de MásMóvil sobre Euskaltel, donde se exigieron compromisos relacionados con mantener la sede y el empleo en el País Vasco.

2.3. FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE TELECOMUNICACIONES

El sector de las telecomunicaciones que se caracteriza por una innovación constante, una gran competencia y una necesidad de grandes inversiones, ha utilizado de forma habitual fusiones y adquisiciones como estrategia para crecer, acceder a nuevas tecnologías, ampliar cuotas de mercado y mejorar la rentabilidad.

Una de las principales razones que motivan este tipo de operaciones es la convergencia tecnológica. El sector ya no ofrece solamente servicio de llamada, sino que integra datos móviles, internet y televisión. Las empresas quieren adquirir otras compañías que aporten su tecnología y competencias complementarias lo cual permite diversificar su oferta y adaptarse rápidamente a la evolución tecnológica. Otro tema importante es la expansión de redes e infraestructuras de fibra óptica y 5G. Adquirir compañías con estas ya establecidas acelera la cobertura y reduce los costes.

La presión competitiva también impulsa estas operaciones. Este proceso ha llevado históricamente a una creciente concentración del sector (Vodafone Group, 2014; Orange España, 2015). Además, las adquisiciones permiten optimizar costes y mejorar la eficiencia operativa, generando sinergias que incrementan la capacidad de inversión, algo esencial en una industria con márgenes ajustados (CNMC, 2021).

En España ha habido varias operaciones destacables: A principios de los 2.000 Telefónica adquirió Terra Networks. En 2014 Vodafone compró ONO por más de 7.200 millones de euros, fortaleciendo su oferta de fibra y televisión. Un año después, Orange adquirió Jazztel por 3.400 millones y la OPA lanzada por MásMóvil sobre Euskaltel en 2021.

Estas operaciones no están exentas de control. La CNMC y la Comisión Europea supervisan estas operaciones con el fin de evitar efectos negativos en los consumidores o la creación de monopolios. Para aprobar estos procesos suelen imponer ciertas condiciones como la venta de activos, el mantenimiento del empleo o la obligación de seguir invirtiendo en ciertas regiones.

2.4. TEORÍAS DE INTEGRACIÓN HORIZONTAL Y VERTICAL EN FUSIONES Y ADQUISICIONES

La integración horizontal y vertical permiten que las empresas mejoren su competitividad, control y eficiencia a través de adquisiciones y fusiones.

La integración horizontal hace referencia a la adquisición de otra empresa competidora, es decir, productos y servicios parecidos. El objetivo es aumentar la cuota de mercado y reducir la competencia. Gracias a ello se consiguen economías de escala, disminución de los costes y ampliar el alcance comercial. También otorga mayor poder de negociación, influencia sobre precios y posibilidad de compartir recursos y canales. También otorga mayor poder de negociación, influencia sobre precios y posibilidad de compartir recursos y canales.

La integración vertical implica la adquisición de empresas en diferentes etapas de la cadena de suministro como puede ser hacia atrás (proveedores) o hacia delante (distribuidores o servicios al cliente). Con este tipo de integración se puede conseguir

reducir costes al eliminar intermediarios, control sobre la calidad y disponibilidad del servicio, mejoras en la coordinación interna y crear barreras de entrada a nuevos competidores.

En empresa de telecomunicaciones la integración vertical es muy habitual. Operadores como Telefónica han invertido en el desarrollo de sus propias redes de fibra o 5G para depender menos de terceros y mejorar su autonomía (CNMC, 2021).

3.- ANÁLISIS DEL SECTOR DE LAS TELECOMUNICACIONES EN ESPAÑA

El sector de las telecomunicaciones ha evolucionado a gran velocidad en los últimos años gracias a los avances tecnológicos, cambios regulatorios y la consolidación mediante fusiones y adquisiciones (CNMC, 2022; Ministerio de Asuntos Económicos, 2022). Es un sector clave para la economía nacional y con una demanda creciente de banda ancha, telefonía móvil y contenidos digitales (UIT, 2022).

En cuanto a competencia, el mercado es muy concentrado, con pocos grandes actores dominantes (CNMC, 2022). Sin embargo, la digitalización y la aparición de redes de alta velocidad como la fibra óptica y el 5G han creado nuevos retos y oportunidades (Ministerio de Asuntos Económicos, 2022).

Gráfico 1. Evolución de ingresos totales del sector (millones de euros)



Fuente: CNMCData

Analizaremos la estructura del mercado, su evolución reciente y los principales agentes antes de la OPA además de los retos empresariales ante la regulación, la inversión tecnológica y transformación digital (CNMC, 2022; UIT, 2022).

3.1. ESTRUCTURA Y PRINCIPALES ACTORES DEL MERCADO

Como se ha dicho anteriormente, el mercado español de las telecomunicaciones está muy concentrado y dominado por grandes operadoras que ofrecen servicio de telefonía fija, móvil, internet y televisión. Desde que se liberó en los años 90 del control exclusivo del Estado, la entrada de operadores pequeños ha generado más competencia sobre todo en precios (CNMC, 2022).

Movistar, de Telefónica, es el operador histórico y líder en todos los segmentos, con amplia red de fibra y cobertura 5G. Vodafone España, tras comprar Airtel, es fuerte en telefonía móvil y servicios integrados. Orange, tercer operador por cuota de mercado, creció con la adquisición de Jazztel y ofrece soluciones convergentes. MásMóvil, cuarto operador, ha ganado presencia con compras como Yoigo, Pepephone y Euskaltel, enfocándose en el bajo coste y mercados regionales. Además, los OMVs (Operadores

Móviles Virtuales) como Lowi, Simyo o Digi compiten en nichos con tarifas económicas (CNMC, 2022).

En telefonía fija, aunque en retroceso, Telefónica sigue liderando gracias a su inclusión en paquetes convergentes. La telefonía móvil es el segmento más competitivo, con grandes operadores dominando, aunque los OMVs han ganado terreno. En cuanto a internet de banda ancha y fibra óptica, todas las entidades tienen prioridad en expandir su red. Telefónica es la de mayor cobertura. Por último, la televisión de pago que se integra en paquetes resulta clave para retener clientes (CNMC, 2022).

3.2. EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE TELECOMUNICACIONES EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Durante los últimos años, el sector de las telecomunicaciones en España ha estado determinada por la integración de empresas y el desarrollo de nuevas tecnologías. Fusiones como Orange-Jazztel y MásMóvil-Euskaltel redujeron el número de grandes operadores, generando un mercado más concentrado pero competitivo (CNMC, 2022).

La expansión de la fibra óptica llevada a cabo principalmente por Telefónica ha posicionado a España entre uno de los países con mayor cobertura de Europa impulsando servicios digitales e internet de alta velocidad. El avance del 5G ha acelerado el proceso de digitalización con nuevas aplicaciones industriales y móviles (CNMC, 2023; Ministerio de Asuntos Económicos, 2022).

Los hábitos de consumo han ido cambiando debido al aumento del teletrabajo tras la pandemia y el auge del streaming, lo cual ha incrementado la demanda de servicios convergente que las operadoras han respondido con paquetes personalizados y oferta digital diversificada (CNMC, 2023).

La CNMC se encarga de la regulación, garantizando el acceso de mayoristas a infraestructuras y permitiendo que entren nuevos competidores, lo cual mantiene la competencia (CNMC, 2022).

3.3. SITUACIÓN PREVIA DE MÁSMÓVIL Y EUSKALTTEL EN EL MERCADO

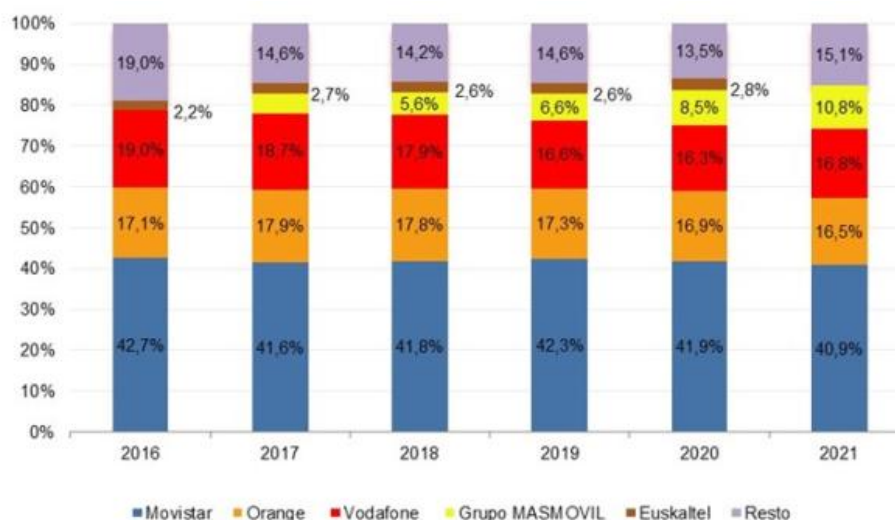
Antes de la OPA, MásMóvil y Euskaltel mantenían posiciones estratégicas distintas pero similares en el fondo (Expansión, 2021).

MásMóvil se consolidó como el cuarto operador nacional tras adquisiciones clave como Yoigo y Pepephone, enfocándose en precios bajos y clientes poco atendidos (CNMC, 2022). Su oferta incluía servicios convergentes y cobertura mediante acceso mayorista a redes de Telefónica y Orange.

Euskaltel era un operador regional con fuerte presencia en el norte (País Vasco, Galicia y Asturias), con marcas como R y Telecable. Apostaba por servicios convergentes de calidad y el despliegue de fibra, pero su expansión nacional era limitada, a pesar del lanzamiento de Virgin Telco en 2020 (CNMC, 2022).

MásMóvil creció con fuerte endeudamiento, mientras Euskaltel mostraba más estabilidad, pero una menor proyección nacional. La OPA permitía a MásMóvil reforzarse en el norte y a Euskaltel ganar competitividad en el mercado nacional (Expansión, 2021).

Gráfico 2. Cuotas de mercado por ingresos minoristas



Fuente: CNMCDData

3.4. RETOS Y OPORTUNIDADES DEL SECTOR

El sector se enfrenta a retos significativos. La competencia sigue siendo intensa, incluso tras la consolidación del mercado. Los grandes operadores lideran, mientras que MásMóvil y los OMVs deben competir con precios bajos y estrategias diferenciadoras (CNMC, 2022). Además, la expansión de las redes 5G y de la fibra conlleva importantes inversiones que se ven afectadas por la presión sobre ingresos y los elevados costes de las licencias (Ministerio de Asuntos Económicos, 2023). A esto se suma una regulación que obliga a abrir redes a terceros, lo cual favorece a operadores pequeños, pero reduce el retorno de inversión para los grandes (CNMC, 2022). Por otro lado, los consumidores demandan cada vez más paquetes integrados y servicios digitales, dificultando la diferenciación (CNMC, 2022).

Combatir estos desafíos genera nuevas oportunidades. El 5G permite desarrollar nuevos mercados como IoT (Internet of Things) y la automatización industrial (Ministerio de Asuntos Económicos, 2023). Los servicios convergentes con contenidos exclusivos ofrecen opciones para fidelizar y aumentar el ingreso por cliente (CNMC, 2022). La digitalización empresarial y el teletrabajo impulsan la demanda de conectividad, ciberseguridad y soluciones en la nube.

Además, operadores como MásMóvil y Euskaltel pueden expandirse en regiones con menor cobertura, como las rurales (Expansión, 2021).

4.- DESCRIPCIÓN DE LA OPA DE MÁSMÓVIL SOBRE EUSKALTEL

La OPA de MásMóvil sobre Euskaltel en marzo de 2021 fue una operación mercantil clave en la consolidación del sector de telecomunicaciones en España. En un entorno donde los operadores pequeños buscan fusionarse para competir con operadores grandes como son Telefónica, Vodafone u Orange, MásMóvil vio una oportunidad en Euskaltel para posicionarse en el norte del país (Expansión, 2021).

Euskaltel ofrecía acceso a regiones clave como País Vasco, Galicia y Asturias, con infraestructura de fibra consolidada y una base de clientes fiel. Para MásMóvil, esto

suponía una oportunidad para ampliar cobertura y diversificar su cartera (Cinco Días, 2021).

Además, la integración permitiría generar sinergias al compartir redes e infraestructuras, reduciendo costes y mejorando la eficiencia. También ayudaba a posicionarse para el despliegue del 5G, gracias a una red más robusta y mayor número de usuarios (Cinco Días, 2021).

La OPA lanzada por MásMóvil sobre Euskaltel en marzo de 2021 fue de carácter voluntario. En ella MásMóvil quería obtener el 100% del capital de Euskaltel, ofreciendo 11,17 euros por acción, lo cual valoraba la empresa en 2.000 millones de euros con una prima del 26,8% respecto a la media de cotización de los tres meses anteriores, lo que la hizo la oferta atractiva. Además, MásMóvil ya había alcanzado acuerdos previos con los principales accionistas —Zegona, Kutxabank y Corporación Financiera Alba—, que sumaban un 52,32% del capital, facilitando y garantizando el éxito de la operación (Expansión, 2021).

Tras superar el 95% de participación, se aplicó el mecanismo de venta forzosa (squeeze-out), obligando a los accionistas restantes a vender sus títulos al mismo precio, asegurando así igualdad de trato. Como resultado, Euskaltel dejó de cotizar en bolsa, lo que eliminó la posibilidad de mantener acciones a largo plazo y limitó la liquidez para inversores que confiaban en su trayectoria como empresa regional independiente (Expansión, 2021).

Más allá de lo económico, la operación incluyó compromisos no financieros. MásMóvil se comprometió a mantener la marca Euskaltel cinco años, preservar el empleo y la sede social en el País Vasco y evitar despidos colectivos o EREs durante ese mismo periodo. Estas garantías fueron bien acogidas por autoridades y sindicatos, asegurando una integración fluida (CNMC, 2022).

Finalmente, la CNMV y la Comisión Europea aprobaron la operación tras concluir que no supondría una alteración significativa de la competencia en el mercado (CNMV, 2021). La OPA representó un punto de inflexión en el sector español de telecomunicaciones, marcando un nuevo paso en su proceso de consolidación.

4.1. PROCESO DE ADQUISICIÓN: CRONOLOGÍA DE LOS HECHOS

El 28 de marzo de 2021, MásMóvil anunció una oferta pública de adquisición (OPA) voluntaria sobre el 100% de Euskaltel, contando con el respaldo del 52% del capital, entre ellos Zegona, Kutxabank y Alba, lo que garantizaba la viabilidad de la operación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) aprobó la operación el 12 de abril, dando luz verde y confirmando su legalidad y durante junio, la oferta fue aceptada por los accionistas, y MásMóvil controlaba ya el 97,67% del capital, mientras que, en julio, tras superar el 95%, aplicó un squeeze-out que le permitió adquirir el 100% de Euskaltel.

El 10 de agosto Euskaltel dejó de cotizar en bolsa, integrándose plenamente en el grupo MásMóvil. En septiembre, se inició la integración operativa, manteniendo la marca, la sede en el País Vasco y los planes de despliegue de 5G en las zonas clave. El éxito del proceso se atribuyó al respaldo de los accionistas clave y a la ausencia de obstáculos regulatorios, consolidando la expansión de MásMóvil en el norte de España.

5.- ANÁLISIS FINANCIERO Y ESTRATÉGICO DE LA OPA

5.1. EVALUACIÓN FINANCIERA DE EUSKALTEL ANTES DE LA OPA

Antes de la OPA, en 2021 Euskaltel destacaba por su fortaleza regional, con una sólida presencia en el norte de España, especialmente en el País Vasco, Galicia y Asturias. A pesar de tratarse de un operador rentable, su tamaño en comparación a otros grandes competidores le impedía una expansión nacional significativa.

En 2020, facturó alrededor de 685 millones de euros y registró un EBITDA de 340 millones, pero sus márgenes eran inferiores al de otros operadores más grandes. Intentó crecer a nivel nacional a través de Virgin Telco, pero la fuerte competencia y los altos costes de infraestructuras y marketing frenaron sus avances.

Además, poseía una deuda cercana a 1.500 millones de euros que limitaba su capacidad de inversión sin financiación externa. Desde su salida a bolsa en 2015, el valor de sus acciones fluctuó entre 8 y 9 euros, mostrando un leve crecimiento bursátil y una expectativa limitada de expansión.

5.2. EVALUACIÓN FINANCIERA DE MÁSMÓVIL ANTES DE LA OPA

Antes de la adquisición de Euskaltel, MásMóvil estaba en un período de gran expansión que le permitiría colocarse como el cuarto operador nacional. A pesar de seguir teniendo un tamaño muy inferior al de sus principales competidores, crecía gracias a las adquisiciones estratégicas que llevaba a cabo y a su política de precios competitivos.

En 2020, superó los 1.500 millones de euros en ingresos y alcanzó un EBITDA ajustado de aproximadamente 560 millones, con una rentabilidad operativa creciente, aunque con márgenes reducidos por sus precios bajos. Su crecimiento fue gracias, principalmente, a un endeudamiento superior a los 3.000 millones derivado sobre todo de las adquisiciones de Yoigo y Pepephone, gestionado mediante refinanciaciones favorables.

MásMóvil centró su estrategia en una estructura operativa flexible, un enfoque digital, red propia y de acuerdos con terceros que le permitió captar clientes con un perfil medio-bajo y fortalecer su presencia en fibra y móvil. Después de su privatización en 2020 por un consorcio inversor, las acciones de MásMóvil dejaron de cotizar en bolsa facilitando así la libertad operativa para lanzar la OPA sobre Euskaltel sin restricciones bursátiles.

5.3. SINERGIAS Y OBJETIVOS ESTRATÉGICOS DE LA FUSIÓN

De la fusión entre MásMóvil y Euskaltel se esperaban importantes sinergias operativas y de costes reduciendo gastos mediante el uso compartido de redes móviles y de fibra que mejorasen así la eficiencia y disminuirían la dependencia de terceros.

Euskaltel aportaba una amplia cartera de clientes y una fuerte presencia en el norte de España, mientras que MásMóvil operaba en todo el país por lo que la fusión fortalecería su cuota de mercado tanto en el segmento residencial como en el empresarial.

Además, la experiencia de Euskaltel en servicios convergentes permitiría a MásMóvil ofrecer paquetes más completos para mejorar la retención de clientes, mientras que Virgin Telco apoyaría el crecimiento en el segmento low-cost.

La OPA también apoyaría en el despliegue de redes 5G y fibra en las áreas donde Euskaltel estaba presente, anticipándose a las demandas tecnológicas del sector. En

conjunto, se esperaba que la fusión generara valor para los accionistas mediante sinergias financieras y mejoras en los márgenes de EBITDA.

5.4. IMPACTO EN EL VALOR DE LAS ACCIONES DE AMBAS COMPAÑÍAS

La oferta de 11,17 euros por acción que lanzó MásMóvil sobre las acciones de Euskaltel representó una prima sobre su valor de cotización que dio lugar a una respuesta positiva por parte del mercado que elevó su precio hacia esta cifra, ofreciendo a los propietarios una salida rentable en una circunstancia con baja previsión de crecimiento y con una alta competencia.

Gráfico 3. Evolución de la cotización de Euskaltel 6 meses antes de la OPA



Fuente Investing.com

En el caso de MásMóvil, como empresa privada desde 2020, el excesivo endeudamiento creó preocupación entre los analistas. Sin embargo, se esperaba que las sinergias generadas tras la OPA compensaran los riesgos asumidos. A medio y largo plazo los inversores valoraban positivamente la operación por su viabilidad para ahorrar costes y expandirse por todo el país, aunque con preocupación ya que poseía un alto apalancamiento y la existencia de elevada competencia en este sector.

5.5. ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL POST-OPA

Para la adquisición de Euskaltel, MásMóvil tuvo que financiarse principalmente con deuda respaldada por fondos de inversión que ya apoyaban al operador. Esta operación incrementó notablemente el apalancamiento de MásMóvil, lo cual le exigió una generación constante de flujo de caja para que pudiera hacer frente a los pagos de intereses y amortizaciones, lo cual generaba un riesgo financiero importante.

Para mantener el control operativo MásMóvil combinó deuda con capital privado. Sin embargo, la presión por amortizar la deuda y por ofrecer retornos a los inversores supuso una gestión rigurosa de costes y un crecimiento sostenido.

Aunque el elevado endeudamiento aumenta el riesgo a posibles cambios en el entorno económico, si se logra una integración eficiente y se consolidan las sinergias previstas, la operación podría finalmente crear valor y sostenibilidad financiera.

5.6. VALORACIÓN DE EUSKALTEL POR DESCUENTOS DE FLUJO DE CAJA LIBRES

A continuación, se calculará el precio objetivo de Euskaltel con la finalidad de determinar un posible precio de compra en enero de 2021 y compararlo con el precio real que pagó MásMóvil en la OPA de Marzo. Para ello se utilizarán los datos extraídos de sus cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2020.

Para ello utilizaremos el método de descuentos de flujos de caja libre (FCF). Cada empresa puede tener varios precios objetivos o teóricos distintos ya que, aunque hay datos que son objetivos como puede ser el EBITDA o cuentas de balances como deudores, clientes, proveedores, etc., pero hay otros que el analista debe estimar como la tasa de crecimiento, periodo explícito, etc.

Este método consiste en actualizar los flujos de caja libre que se esperan obtener del activo de la empresa, y con ello obtener una valoración de esta.

En primer lugar, hay que calcular el Free Cash Flow (FCF). Para ello, partimos del EBIT al que hacemos una serie de ajustes y llegamos a obtener un FCF a 1 de enero de 2021 de 41.906 miles de €. Los principales motivos de este FCF son las fuertes inversiones realizadas por la compañía durante el ejercicio: invirtió fuertemente en el lanzamiento de su nueva marca Virgin Telco a nivel nacional, amplió su red de fibra óptica y capacidades tecnológicas y realizó altas inversiones en inmovilizado intangible, especialmente en derechos de uso de redes, licencias, y sistemas informáticos.

Para la obtención de dicho FCF ha sido necesario calcular y/o utilizar de las cuentas anuales algunas magnitudes como el resultado operativo tras impuestos (NOPAT), las amortizaciones, las necesidades operativas de fondos (NOF) y la inversión en activos fijos (CAPEX). Euskaltel ha experimentado una variación negativa de las necesidades operativas de fondos (Δ NOF) de -23.641,00 miles €, lo que implica una liberación de caja por parte del capital circulante, es decir, ha mejorado su posición operativa. Este efecto positivo en el flujo de caja se entiende mejor al analizar las partidas que componen las NOF:

Tabla 1. NOF (en miles de euros)

	2019	2020	Variación
Clientes	41.777,00	61.124,00	19.347,00
Existencias	1.759,00	2.310,00	551,00
Proveedores	50.241,00	93.780,00	43.539,00
Δ NOF	-23.641,00		

Aunque el activo circulante operativo (clientes y existencias) aumentó en conjunto en +19.898 €, este incremento fue superado por el crecimiento de los pasivos operativos (proveedores), que aumentaron en +43.539 €. Como resultado, el balance neto es una reducción de NOF:

$$\Delta NOF = 19.347 + 551 - 43.539 = -23.641, \text{€}$$

Esta reducción implica que Euskaltel generó liquidez adicional a través de la gestión de su capital circulante, especialmente al aumentar el crédito de proveedores.

Otra de las magnitudes que es necesario calcular para llegar al FCF es el CAPEX o inversión en capital fijo o no corriente. Durante 2020, Euskaltel destinó 122.210 miles € a inversiones en activos fijos, tanto materiales como intangibles. Este importe refleja su estrategia de expansión y modernización, especialmente por el despliegue nacional de su nueva marca Virgin Telco y la ampliación de su red tecnológica.

Tabla 2. CAPEX

CAPEX	122.210,00
Inmovilizado Material (Property, plant and equipment)	72.949,00
Inmovilizado Inmaterial (Intangible assets)	49.261,00

El FCF es de 41.906 miles € en 2020, lo cual refleja una buena capacidad para generar caja.

Tabla 3. FCF Euskaltel 2020 (en miles de euros)

EBIT Results from operating activities Resultado de explotación	67.438,00
(Income tax)	7.495,00
NOPAT	59.943,00
Amortización (Amortisation and depreciation)	80.532,00
CFOperativo	140.475,00
(NOF)	-23.641,00
(CAPEX)	122.210,00
FCF	41.906,00

A partir de aquí, vamos a recalcular el FCF considerando una serie de hipótesis que se puedan mantener a largo plazo.

Por un lado, el CAPEX a largo plazo tiende a CAPEX de mantenimiento, es decir, a la dotación por amortización del periodo, ya que una empresa realizará inversiones y desinversiones a lo largo de su vida y el CAPEX de crecimiento irá tendiendo a cero. En este caso el CAPEX a largo plazo sería de 80.532,00 mil €.

Por otro lado, a largo plazo las NOF tienden a 0 ya que se equilibran años de NOF positivas con años de NOF negativas.

En cuanto al impuesto de sociedades, a la hora de estimar el FCF a largo plazo se utiliza el tipo impositivo vigente en España, es decir, del 25%.

Tabla 4. FCF Euskaltel a largo plazo (en miles de euros)

EBIT Results from operating activities Resultado de explotación	67.438,00
(Income tax)	16.859,50
NOPAT	50.578,50
Amortización (Amortisation and depreciation)	80.532,00
CFOperativo	131.110,50
(NOF)	-
(CAPEX)	80.532,00
FCF	50.578,50

Para valorar el precio objetivo de Euskaltel, utilizaremos un periodo explícito de 5 años, el cual es un periodo acorde a la práctica habitual en la valoración de empresas

A continuación, se procede a calcular el WACC, o coste medio ponderado del capital, el cual representa una media entre el coste de los recursos propios (K_e) y el coste de la financiación ajena (K_d), ponderada en función del peso que cada fuente representa dentro de la estructura financiera de la empresa.

Para calcular el K_e utilizamos la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Dónde utilizaremos para la R_f (rentabilidad libre de riesgo) el bono español a 10 años de diciembre de 2020 (0,06%) y la prima de riesgo de 5,50%, ambos extraídos del sitio web de recopilación y visualización de datos macroeconómicos “Datosmacro.expansión”, y una beta de 0,7 proporcionada por investing.com que indica que Euskaltel es una empresa con un perfil defensivo ya que su riesgo sistemático es menor al del mercado, es decir, sus variaciones en bolsa son más moderadas que las del índice general.

$$K_e = 0,06\% + 0,70 \times 5,50\% = 3,91\%$$

El coste medio de la deuda se calcula como:

$$K_d = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda financiera bruta}} = \frac{55,071}{1,624,740} = 3,39\%$$

Este valor representa el coste efectivo de la financiación ajena antes de impuestos. Estos datos son extraídos de las cuentas anuales de Euskaltel.

El WACC combina el coste de la financiación propia y ajena según su proporción en la estructura de capital de Euskaltel. Se aplica la fórmula:

$$WACC = K_e \cdot \left(\frac{E}{E + D} \right) + K_d \cdot (1 - t) \cdot \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

Donde: E (Equity) = 1.039.404 €; D (Deuda financiera neta) = 1.610.579 €; t (tasa impositiva) = 25,00 %

Sustituyendo:

$$WACC = 3,91\% \cdot \left(\frac{1.038.049}{1.038.049 + 1.610.579} \right) + 3,39\% \cdot (1 - 0,25) \cdot \left(\frac{1.610.579}{1.038.049 + 1.610.579} \right) = 3,08\%$$

El WACC de Euskaltel en 2020 se sitúa en el 3,08 %, lo que refleja el coste medio que debe asumir la compañía por financiarse, tanto a través de capital como mediante deuda. La baja rentabilidad libre de riesgo y la beta inferior a 1 sitúan el coste de capital propio (K_e) en el 3,91 %, mientras que el coste efectivo de la deuda tras impuestos es competitivo (alrededor del 2,54 %).

Este WACC relativamente bajo es coherente con una estructura de capital apalancada (más deuda que capital propio), lo que puede abaratar el coste medio de financiación, aunque también incrementa el riesgo financiero a largo plazo.

Una vez calculados el FCF y el WACC vamos a plantear dos escenarios, uno pesimista y uno optimista.

En el escenario pesimista vamos a utilizar el crecimiento o la tasa g calculada utilizando la ROE o rendimiento financiero en el año 2020 y el payout.

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Fondos propios}} = \frac{40.936}{1.039.404.000} = 3,94\%$$

$$\text{Payout} = \frac{\text{Dividendo por acción (DPA)} = 0,14}{\text{Beneficio por acción (BPA)} = 0,23} \times 100 = 61,10\%$$

El payout indica que la empresa distribuye a sus accionistas más de lo que retiene para reinvertir (en crecimiento, reducción de deuda, innovación...).

Por tanto, utilizando estos datos obtenemos que:

$$g = ROE \times (1 - \text{Payout}) = 3,94\% \times (1 - 61,10\%) = 1,53\%$$

Un crecimiento del 1,53% sugiere que se espera un crecimiento de los beneficios, dividendos o flujos de caja a un ritmo moderado y estable.

Ahora vamos a ver el crecimiento a perpetuidad:

Tabla 5. Crecimiento a perpetuidad en base al PIB y el IPC

Año	PIB	Var
2019	1.244.757M.€	2,00%
2018	1.202.193M.€	2,40%
2017	1.161.878M.€	2,90%
2016	1.113.840M.€	3,00%
2015	1.077.590M.€	3,80%
2014	1.032.158M.€	1,40%
2013	1.020.348M.€	-1,40%
2012	1.031.099M.€	-3,00%
2011	1.063.763M.€	-0,80%
2010	1.072.709M.€	0,20%
2009	1.069.323M.€	-3,80%
2008	1.109.541M.€	0,90%
2007	1.075.539M.€	3,60%
2006	1.003.823M.€	4,10%
2005	927.357M.€	3,70%
Promedio	1,27%	
IPC	0,80%	
Crec. a perpetuidad	2,07%	

Hemos excluido el año 2020, año de la pandemia, considerándolo un outlier ya que nos da un valor de -10,9% de variación del PIB y distorsionaría los datos.

En el escenario pesimista, para el crecimiento a perpetuidad tras este periodo, usaremos un 1,5%, que es una referencia conservadora basada en el crecimiento a largo plazo de la economía española y que releja las limitaciones de crecimiento en un mercado maduro y con alta deuda.

Para el escenario optimista usaremos también el 1,53% de crecimiento (g) durante el período explícito ya que considero que Euskaltel ha mostrado estabilidad en su rentabilidad y su capacidad de reinversión. Para el crecimiento a perpetuidad he considerado usar un 2,07% ya que considero que tiene potencial para seguir creciendo debido al desarrollo de las telecomunicaciones, la fibra y los servicios digitales en España, y ya que cuenta con una base de clientes estable y oportunidades de expansión, reflejando así un crecimiento moderado pero sostenible.

Una vez obtenidos todos los datos necesarios vamos a calcular el valor de Euskaltel y el precio objetivo de sus acciones.

$$\text{Valor de la empresa (VE)} = \sum_{t=1}^5 \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_6}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^5}$$

Tras realizar los cálculos necesarios, en el escenario pesimista obtenemos un valor de empresa entre los 4.046.610 y los 2.414.307 mil €, suponiendo un WACC que oscile entre 2,5% y 3,5% y un periodo explícito de 5 años.

En el escenario optimista el valor de la empresa varía entre los 9.607.008 y 3.609.674 mil €, suponiendo que el WACC oscile entre 2,5% y 3,5% y un periodo explícito de 5 años.

Una vez obtenidos estos datos, procedemos a calcular el valor de las acciones.

$$V. \text{ Acciones} = V. \text{ Empresa} - \text{Deuda financiera neta}$$

$$\text{Deuda financiera neta} = \text{Deuda financiera} - \text{Efectivo e IFT}$$

Una vez obtenido el valor de las acciones, es necesario para calcular el precio objetivo de las acciones. Para ello dividimos el valor de las acciones entre el número de estas, 178.645 mil acciones ordinarias a 31 de diciembre de 2020 según el BME.

Después de haber realizado todos los cálculos oportunos obtenemos el siguiente abanico de precios, entre 4,50 € y 33,58 €. Siendo el primero de estos la opción más barata del escenario pesimista y el segundo la mejor opción del escenario optimista.

Tabla 6. Rango precios escenario pesimista

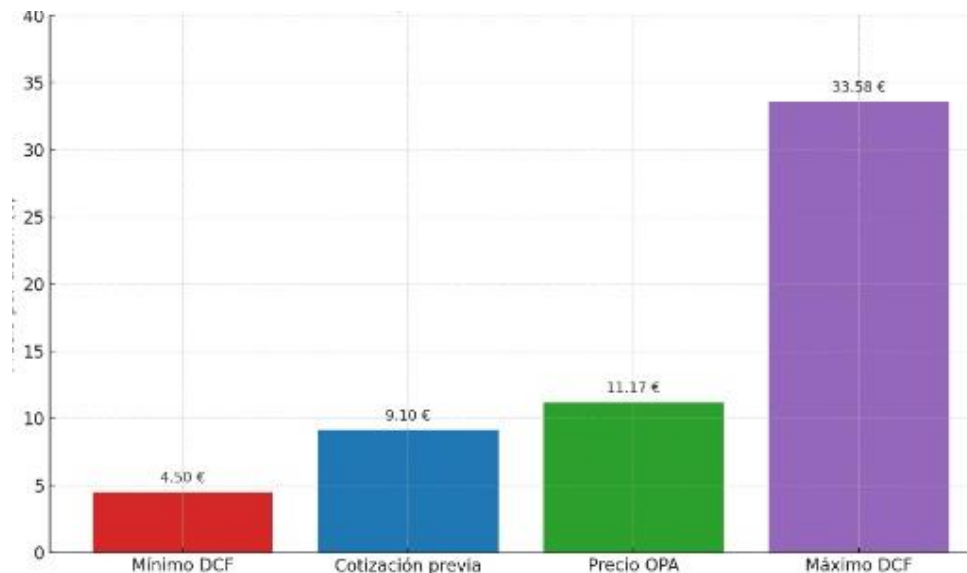
WACC	2,68%	13,64€
	2,88%	10,36€
	3,08%	7,91€
	3,28%	6,01€
	3,48%	4,50€

Tabla 7. Rango precios escenario optimista

WACC	2,68%	33,58€
	2,88%	23,08€
	3,08%	16,73€
	3,28%	12,49€
	3,48%	9,45€

Si comparamos estos precios objetivo con la cotización de Euskaltel a 31 de diciembre de 2020, 9,10 €/acción según bolsasymercados.es, la recomendación sería comprar ya que está por debajo de la mayoría de las valoraciones, incluso del escenario pesimista, por lo que la acción, bajo mi punta de vista, presenta una oportunidad atractiva de compra.

Gráfico 4. Rango de precios Euskaltel y comparación con la OPA



Fuente: Propia

5.7. VALORACIÓN DE EUSKALTEL POR MÚLTIPLOS

La valoración por múltiplos es un método que consiste en comparar algunos indicadores financieros de la empresa que vamos a valorar con los de otras empresas del mismo sector.

Para esta valoración, vamos a comparar a Euskaltel con su compradora MásMóvil y con Telefónica, la empresa líder del sector.

Tabla 8. Datos de las CCAA Euskaltel, MásMóvil y Telefónica

	Euskaltel (miles de euros)	MásMóvil (miles de euros)	Telefónica (millones de euros)
Ventas	368.130,00	897.416,00	43.076,00
EBITDA	160.219,00	257.132,00	13.498,00
Amortizaciones	80.532,00	154.157,00	9.359,00
EBIT	67.438,00	95.251,0	4.139,00
Bº Neto	40.936,00	1.490,00	1.957,00
Deuda financiera neta	1.610.579,00	2.613.487,00	44.816,00
Fondos Propios	1.038.049,00	99.080,00	18.260,00
NOF	-23.641,00	-617.825,00	-448,00
CAPEX	122.210,00	155.602,00	7.020,00
Nº acciones	178.645.360,00	131.714.565,00	5.526.431.062,00
Precio por acción	9,10	22,50	3,25
Capitalización bursátil	1.625.672.776,00	2.963.577.713,00	17.960.900.951,50
EV	1.643.101,10	3.124.986,98	89.865,73

Tabla 9. Ratios Euskaltel, MásMóvil y Telefónica

RATIOS	Euskaltel	MásMóvil	Telefónica
PER	39,70	1.988,98	9,18
(P/CF)	13,38	19,04	1,59
(P/BV)	1,57	29,91	0,98
EV/Ventas	4,46	3,48	2,09
EV/EBIT	24,40	32,81	21,71

5.7.1. Price Earning Ratio – PER

El PER indica si la acción está barata o cara, el tiempo que se tarda en recuperar la inversión y las expectativas de crecimiento. Se calcula como:

$$PER = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio neto}} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

Un PER elevado puede indicar que la acción está a un precio elevado, pero también puede significar una empresa con expectativas altas de crecimiento y que el mercado ya se ha dado cuenta de ello. Por el contrario, un PER bajo puede indicar que la acción está barata o que la empresa tiene pocas expectativas de crecimiento y el mercado ya lo está descontando.

Uno de los mayores inconvenientes de esta ratio es que no tiene sentido usarlo en empresas sin beneficios y no es útil para comparar empresas de diferentes sectores.

Euskaltel tiene un PER alto de 39,70 frente a telefónica que tiene un 9,18 reflejando expectativas de crecimiento moderado y una cotización elevada en relación con su beneficio neto.

En cuanto al PER de MásMóvil, resulta excesivamente alto ya que el beneficio neto obtenido es muy bajo debido principalmente a altas amortizaciones. Por ello es más conveniente usar múltiplos como EV/EBITDA y EV/Ventas, para poder hacer la comparabilidad sectorial. Cabe destacar que MásMóvil es la empresa con menor margen EBITDA de las tres empresas del sector consideradas, siendo este del 28%, frente al 43% de Euskaltel o el 31% de Telefónica, lo cual indica qué rentabilidad operativa genera la empresa por cada euro de ventas antes de amortizaciones, intereses e impuestos.

5.7.2. Price to Cash Flow – P/CF

$$P/CF = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Beneficio neto} + \text{amortizaciones}}$$

Una de las principales ventajas que presenta esta ratio es que sirve para valorar empresas sin beneficios, pero con un cash flow positivo, y que el cash flow está sometido a menos manipulaciones contables que el beneficio.

La ratio P/CF nos muestra que Telefónica cotiza muy barata frente a su Cash Flow generado, mientras que Euskaltel tiene un valor intermedio y MásMóvil el más elevado. Por lo tanto, según esta ratio, Euskaltel sería la opción intermedia para invertir.

5.7.3. Price to Book Value – P/BV

$$P/BV = \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Fondos propios}}$$

Relaciona el precio de la acción con el valor contable de la acción.

El P/BV indica que Telefónica (0,98) cotiza por debajo de su valor contable, mientras que Euskaltel lo hace con una ligera prima (1,57), por lo que crea valor. Sin embargo, MásMóvil está muy sobrevalorada respecto de sus fondos propios. Esta ratio refleja las expectativas que tiene el mercado sobre crecimiento y rentabilidad futura de cada empresa, por lo que el elevado P/BV de MásMóvil puede justificarse si mantiene su ritmo de crecimiento.

5.7.4. EV/Ventas

$$EV/Ventas = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}}$$

La principal ventaja de usar esta ratio es que sirve para comparar empresas de distintos sectores. En cambio, su principal desventaja es que no tiene en cuenta si esas ventas son cobradas o no.

La ratio EV/Ventas nos indica que la cotización de Euskaltel respecto a sus ventas es más cara que la de MásMóvil y Telefónica. MásMóvil en cambio se encuentra en medio a pesar de su estrategia de crecimiento. Telefónica es la más infravalorada en este caso.

5.7.5. EV/EBIT

$$EV/EBIT = \frac{\text{Valor de la empresa}}{EBIT}$$

Entre las principales ventajas se encuentra que presta atención a la gestión operativa de la compañía. Entre sus principales inconvenientes destaca la imposibilidad de calcular la ratio con un EBIT negativo y no tiene en cuenta si se cobra, además de no tener en cuenta las necesidades de inversión en inmovilizado y/o circulante.

En este caso Euskaltel tiene una ratio de 24,40, MásMóvil de 32,81 y Telefónica de 21,71, lo que indica que Telefónica es la más atractiva en términos de EBIT y que Euskaltel se posiciona en un punto medio de valoración y expectativas del sector.

6.- IMPACTO EN LA COMPETENCIA Y EN EL MERCADO

La Opa de MásMóvil sobre Euskaltel obligó a generar distintas respuestas estratégicas por parte de sus principales competidores (Telefónica, Vodafone y Orange)

Telefónica que era líder del mercado, vio la operación como una tendencia de consolidación de MásMóvil y tuvo que aumentar su inversión en 5G y fibra óptica para fidelizar y atraer clientes mediante paquetes convergentes (Cinco Días, 2021).

Vodafone, que había explorado una fusión con MásMóvil, ajustó sus operaciones reduciendo costes y lanzando varias promociones para retener clientes ante la amenaza del nuevo grupo (CNMC, 2021).

Orange reaccionó reforzando su segmento low cost, anticipando una política de precios agresiva por parte de MásMóvil, y diversificó su oferta con contenidos digitales para fidelizar usuarios (Expansión, 2021).

La absorción redujo el número de operadores independientes, consolidando a MásMóvil como el cuarto operador nacional. Aunque una mayor concentración del mercado hizo que se esperasen beneficios en eficiencia operativa, también generó preocupación por una menor innovación y una reducción de la presión competitiva.

Ante esta circunstancia, la CNMC tuvo que actuar para garantizar la libre competencia. Entre sus medidas podemos destacar el acceso compartido a las infraestructuras, muy importante para que los operadores de telecomunicaciones virtuales pudieran competir en igualdad de condiciones.

Además, la operación permitió a MásMóvil aumentar su capacidad de invertir en redes de fibra y tecnología 5G, sobre todo en regiones del norte como el País Vasco. Esto obligó a responder a sus rivales que también reforzaron sus inversiones para mantener la competitividad tecnológica.

Euskaltel, que ya contaba con una presencia notable en el norte del país (especialmente en el País Vasco, Galicia y Asturias), contaba con marcas como Euskaltel, R y Telecable que le habían permitido consolidar una relación cercana con sus clientes en estas regiones. MásMóvil ya tenía una proyección de expansión nacional y al integrar esta empresa regional, no solo amplió su alcance geográfico, sino que reforzó su estrategia en precios competitivos y en una propuesta de valor ajustada a los segmentos más sensibles al precio (Cinco Días, 2021).

El efecto de la OPA no tardó en sentirse en el mercado. La nueva entidad resultante logró alcanzar aproximadamente una quinta parte del mercado de banda ancha, al

tiempo que reforzaba su posición en el ámbito de la telefonía móvil. Esto obligó a sus principales competidores a reaccionar rápidamente, proporcionando nuevas tarifas y mejorando sus ofertas convergentes para mantener su cartera de clientes y evitar que se fueran hacia la nueva alternativa (CNMC, 2021).

Sin embargo, la consolidación en estas regiones redujo las opciones disponibles para los consumidores, lo que generó cierta preocupación sobre el efecto que podría tener en la competencia y en la calidad del servicio. La CNMC aseguró que se no derivara en una disminución de la oferta ni en un empeoramiento de los servicios (CNMC, 2021).

Esta nueva fortaleza también permitió acelerar inversiones clave como el despliegue de redes 5G, lo que situó a la compañía en una posición más competitiva no solo en precios, sino también en capacidades tecnológicas, ampliando así su influencia y capacidad de respuesta ante las exigencias de un mercado en constante evolución e innovación (Expansión, 2021).

7.- ASPECTOS REGULATORIOS Y SOCIALES DE LA OPA

La CNMC evaluó el impacto de la operación sobre la competencia, considerando riesgos como la reducción de competidores en el mercado y una posible subida general de los precios. Aprobó la fusión tras el compromiso de MásMóvil de mantener la marca Euskaltel y la estabilidad de precios en una fase inicial.

En el plano social, la adquisición generó inquietud por el empleo y la identidad regional de Euskaltel. MásMóvil se comprometió a conservar la sede y el empleo en el País Vasco durante al menos cinco años, lo cual fue valorado positivamente por autoridades locales y sindicatos.

Esta operación destacó la importancia de la responsabilidad social corporativa en fusiones con fuerte arraigo territorial. La estrategia de MásMóvil ayudó a reducir la oposición regional y facilitó una integración más aceptada por la comunidad.

7.1. REGULACIÓN DE LA OPA POR LA CNMV Y LA COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA (CNMC)

La OPA de MásMóvil sobre Euskaltel fue supervisada por la CNMV y la CNMC. La CNMV garantizó la transparencia y equidad de la oferta a los accionistas, revisando que el precio ofrecido fuera justo y que la información fuera completa, aprobando la operación tras verificar su conformidad con la normativa (CNMV, 2021).

La CNMC analizó el impacto en la competencia del mercado. Evaluó los compromisos de MásMóvil, como mantener la marca Euskaltel y preservar el empleo en el País Vasco cinco años, concluyendo que estos eran suficientes para evitar riesgos competitivos y asegurar la calidad del servicio (CNMC, 2021).

En empleo, se comprometió a no aplicar ERE en Euskaltel durante cinco años, lo que fue valorado por autoridades y sindicatos como garantía ante ajustes laborales (El País, 2021).

También priorizó el despliegue de 5G en zonas donde Euskaltel tenía presencia, especialmente en el País Vasco, alineándose con los objetivos de desarrollo digital y competitivo del sector (CNMC, 2021).

Estos compromisos buscan equilibrar los beneficios empresariales de la fusión con la responsabilidad social y la confianza de las compañías locales.

8.- COMPARATIVA CON OTROS CASOS DE OPAS EN EL SECTOR

En los últimos años, las OPAs en telecomunicaciones en España han consolidado el mercado, permitiendo a los operadores aumentar su base de clientes y mejorar infraestructuras, afectando la competencia. Destacan la adquisición de Jazztel por Orange y la compra de Yoigo por MásMóvil.

8.1. COMPARATIVA CON LA OPA DE ORANGE SOBRE JAZZTEL

Orange lanzó una OPA sobre Jazztel en 2014 que consolidó a la compañía como uno de los tres grandes teleoperadores del país junto con Telefónica y Vodafone. Gracias a esta operación pudo ampliar su red de fibra óptica y su cartera de clientes. La Comisión Europea aprobó la operación con ciertas condiciones, exigiendo a Orange que cediese parte de su red de fibra para garantizar la competencia y evitar una concentración excesiva del mercado.

Con esta adquisición, Orange quería reforzarse frente a sus otros rivales mediante una expansión en infraestructura y clientes. En cambio, la OPA de MásMóvil del 2021 buscaba consolidar principalmente su presencia en el norte de España aprovechando las marcas regionales y la infraestructura ya implantada.

Desde el punto de vista regulatorio, la OPA de Orange fue sometida a un control más estricto por parte de la Comisión Europea, que impuso condiciones para mantener el equilibrio competitivo, mientras que la operación de MásMóvil no tuvo barreras regulatorias significativas, ya que se interpretó como una oportunidad para reforzar la competencia frente a los grandes operadores.

En cuanto al impacto sobre el mercado y los consumidores, ambas operaciones trajeron beneficios. La integración de Jazztel permitió ampliar la oferta de fibra y mejorar precios, aunque surgieron dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo. En el caso de Euskaltel, los compromisos asumidos por MásMóvil, como el mantenimiento de la marca y servicios regionales, generaron confianza en los consumidores, preservando la identidad local y fomentando una competencia más cercana al usuario final.

9.- CONCLUSIONES

La OPA lanzada por MásMóvil sobre Euskaltel en el año 2021 fue una operación impulsada por la necesidad de consolidarse en el mercado fortaleciendo su posición y poder mejorar las infraestructuras afrontando las elevadas inversiones necesarias por el 5G y la fibra.

Desde el punto de vista financiero para Euskaltel, la operación resultó ser una oportunidad de expansión nacional y para MásMóvil supuso la oportunidad de reforzar su presencia en el norte logrando sinergias en redes e infraestructuras. La prima del 26,8% que pagó MásMóvil por las acciones de Euskaltel refleja el valor de las infraestructuras y de los clientes que ya poseía Euskaltel.

La operación también supuso un gran reto para MásMóvil en cuanto a sostenibilidad financiera y necesidad de generar caja para cumplir con sus compromisos de deuda ya que tuvo que incrementarla notablemente para hacer frente a la operación. Por tanto, se podría decir que la operación resultaría exitosa si se producía una integración operativa satisfactoria y si finalmente se producían las sinergias previstas. Se ha realizado un análisis a corto plazo, pero requeriría de un análisis a largo plazo para evaluar realmente si está creando valor.

En cuanto al mercado, la absorción de Euskaltel redujo el número de teleoperadores independientes, lo cual aumentó la concentración de operadores, pero permitió a MásMóvil consolidarse como el 4 teleoperador del país.

La CNMC supervisó la operación garantizando así mantener la identidad de Euskaltel, su sede y empleo en el País Vasco al menos durante cinco años, manteniendo su arraigo local.

Mediante la valoración de Euskaltel mediante descuento de flujos de caja libres obtuvimos un rango de precios entre 4,50€ y 33,58€ por acción en función de los distintos escenarios de WACC y crecimientos considerados, mostrando una enorme sensibilidad ante pequeñas variaciones de ambos parámetros.

Aunque el precio pagado (11,17€/acción) era superior al de la cotización, se podría decir que entraba dentro de un rango de precio razonable según el valor intrínseco de la compañía ya que, considerando su capacidad para generar caja y su potencial de crecimiento, aunque moderado, lo convertía en una opción atractiva.

Por otro lado, gracias a la valoración por múltiplos podemos ver que Euskaltel presentaba ratios intermedios comparando con su compradora y la compañía líder del sector, pero con un PER, P/CF, P/BV y EV/EBIT más bajos (más baratos) que su adquirente, lo que justificaba claramente la adquisición que se llevó a cabo. Podemos decir que estas valoraciones apoyan que la prima pagada por parte de MásMóvil entraba dentro de un rango razonable justificándose por las sinergias previstas, la consolidación de mercado en el norte y las oportunidades de expansión.

En conclusión, esta operación representa un ejemplo de cómo una OPA puede ser una herramienta de fortalecimiento competitivo en sectores que poseen altos costes en infraestructuras, siempre y cuando se gestionen correctamente las sinergias previstas y el nivel de endeudamiento supuesto, manteniendo equilibrio entre los intereses de los accionistas, trabajadores y consumidores.

10.- BIBLIOGRAFÍA

Brealey, R.A., Myers, S.C. y Allen, F., 2016. Principles of Corporate Finance. Nueva York: McGraw-Hill.

Cinco Días, 2020. MásMóvil: Crecimiento y estrategia de adquisiciones. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. Cronología de la OPA de MásMóvil sobre Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. Euskaltel antes de la OPA: Situación financiera y retos. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. OPA de MásMóvil sobre Euskaltel: Efectos en los accionistas. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. Fusión de MásMóvil y Euskaltel: Retos y oportunidades. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. MásMóvil alcanza el 97,67% de las acciones de Euskaltel en su OPA. [en línea] Disponible en:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/08/05/companias/1628167607_978155.html [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. MásMóvil lanza una OPA sobre Euskaltel por 2.000 millones de euros. [en línea] Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/03/29/companias/1617027612_055128.html [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. MásMóvil y su evolución en el mercado tras la adquisición de Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. Estructura de capital y endeudamiento de MásMóvil post-OPA. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. Competencia en el sector tras la OPA de MásMóvil sobre Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2021. Estrategias de los operadores de telecomunicaciones ante la consolidación del mercado. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Cinco Días, 2025. MásOrange lanza la refinanciación de 2.000 millones de deuda ante la bajada de tipos. [en línea] Disponible en: <https://cincodias.elpais.com/companias/2025-02-20/masorange-lanza-la-refinanciacion-de-2000-millones-de-deuda-ante-la-bajada-de-tipos.html> [Accedido el 10 May 2025].

CNMC (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia), 2021. Informe sobre la OPA de MásMóvil sobre Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es> [Accedido el 10 May 2025].

CNMC, 2021. Informe sobre la adquisición de Euskaltel y sus efectos en la competencia en telecomunicaciones. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es> [Accedido el 10 May 2025].

CNMC, 2021. Informe sobre los compromisos asumidos por MásMóvil tras la OPA. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es> [Accedido el 10 May 2025].

CNMC, 2022a. Informe económico sectorial de las telecomunicaciones y del sector audiovisual 2021. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es/sites/default/files/4253037.pdf> [Accedido el 10 May 2025].

CNMC, 2022b. Informe económico sectorial de las telecomunicaciones y del sector audiovisual 2022. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es/sites/default/files/4807231.pdf> [Accedido el 10 May 2025].

CNMC, 2023. Informe económico de telecomunicaciones y audiovisual. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es> [Accedido el 10 May 2025].

CNMC, 2024. Informe económico sectorial de las telecomunicaciones y del sector audiovisual 2023. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es/sites/default/files/5410607.pdf> [Accedido el 10 May 2025].

CNMC, s.f. Informes sobre el mercado de telecomunicaciones. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmc.es> [Accedido el 10 May 2025].

CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), 2020. Guía sobre la normativa aplicable a las OPAs en España.

CNMV, 2021. Supervisión de la oferta pública de adquisición de Euskaltel por MásMóvil. [en línea] Disponible en: <https://www.cnmv.es/> [Accedido el 10 May 2025].

Comisión Europea, 2014. Decisión sobre la adquisición de Jazztel por Orange. [en línea] Disponible en: <https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/> [Accedido el 10 May 2025].

Damodaran, A., 2002. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Nueva York: Wiley.

El Diario Vasco, 2021. Impacto de la compra de Euskaltel por MásMóvil en la plantilla. [en línea] Disponible en: <https://www.diariovasco.com/> [Accedido el 10 May 2025].

El Nacional, 2024. MásMóvil pierde 240 millones en 2023 por la compra de Euskaltel pero eleva un 3% sus ingresos. [en línea] Disponible en: <https://www.elnacional.cat/oneconomia/> [Accedido el 10 May 2025].

El País, 2021. Compromisos de MásMóvil tras la OPA de Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://elpais.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Euskaltel, S.A., 2020. Informe financiero anual. [en línea] Disponible en: <https://www.euskaltel.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Expansión, 2016. Artículos sobre la adquisición de Yoigo por MásMóvil. [en línea] Disponible en: <https://www.expansion.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Expansión, 2021. MásMóvil lanza OPA sobre Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://www.expansion.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Expansión, 2021. MásMóvil y la OPA sobre Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://www.expansion.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Expansión, 2021. MásMóvil culmina la compra de Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://www.expansion.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Expansión, 2021. Impacto de la OPA de MásMóvil sobre la estructura de mercado en telecomunicaciones. [en línea] Disponible en: <https://www.expansion.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Expansión, 2021. MásMóvil asegura la marca Euskaltel y empleo en el País Vasco tras la OPA. [en línea] Disponible en: <https://www.expansion.com/> [Accedido el 10 May 2025].

Grupo MASMOVIL, 2021. Estados Financieros Intermedios Consolidados correspondientes al primer semestre de 2020. [pdf] Disponible en: <https://grupomasmovil.com/wp-content/uploads/2021/11/EEFFII-Conso-H1-2020-ESP-CNMV.pdf> [Accedido el 10 de junio de 2025].

La Voz de Galicia, 2021. MásMóvil se compromete a mantener las marcas regionales de Euskaltel. [en línea] Disponible en: <https://www.lavozdegalicia.es/> [Accedido el 10 May 2025].

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, 2022. Plan de conectividad y 5G. [en línea] Disponible en: <https://www.mineco.gob.es> [Accedido el 10 May 2025].

Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, 2023. Plan Nacional 5G y digitalización empresarial. [en línea] Disponible en: <https://www.mineco.gob.es> [Accedido el 10 May 2025].

Orange España, 2015. Adquisición de Jazztel: Informe oficial.

Unión Internacional de Telecomunicaciones (UIT), 2022. Tendencias del sector de telecomunicaciones 2022. [en línea] Disponible en: <https://www.itu.int> [Accedido el 10 May 2025].

Vodafone Group, 2014. Acquisition of ONO.

CONVOCATORIA DE DEFENSA: MES, AÑO

DECLARACIÓN RESPONSABLE

La persona que ha elaborado el TFG que se presenta es la única responsable de su contenido. La Universidad de Cantabria, así como quien ha ejercido su dirección, no son responsables del contenido último de este Trabajo.

En tal sentido, Don/Doña Cristian Danilo Puente Moreno se hace responsable:

- 1. De la AUTORÍA Y ORIGINALIDAD del trabajo que se presenta.*
- 2. De que los DATOS y PUBLICACIONES en los que se basa la información contenida en el trabajo, o que han tenido una influencia relevante en el mismo, han sido citados en el texto y en la lista de referencias bibliográficas.*

Asimismo, declara que el Trabajo Fin de Grado tiene una extensión de máximo 10.000 palabras, excluidas tablas, cuadros, gráficos, bibliografía y anexos.

Fdo.: