



David Gonzalvo y Omar Kher

CFA y miembro de CFA Society Spain,
y candidato CFA y analista de Renta
Variable en Trea Asset Management

Ofrece servicios de telefonía fija, móvil, Internet y centralita virtual a más de 26.000 clientes principalmente en España a través de 125 distribuidores y seis puntos de servicio. Trabaja bajo la marca OIGAA frente a las grandes operadoras

Voztelecom, un valor de futuro en un entorno difícil

Voztelecom nació en 2003 con la visión de que la telefonía del futuro sería prestada a través de Internet. Para ello, desarrolló una plataforma para ser ofrecida en modalidad de marca blanca a operadoras de todo el mundo. Éstas podrían alquilar las aplicaciones y plataformas a VozTelecom en vez de comprar y operar mediante infraestructuras propias. Pero en 2007 se dieron cuenta de las limitaciones del modelo de negocio bajo marca blanca ya que dependían del volumen de líneas activadas por parte de las operadoras -no estaba en manos de VozTelecom- además de que el ingreso por línea era reducido. La empresa modificó su plan de negocio y se transformó en lo que es hoy en día: un proveedor de servicios de comunicaciones en la nube para pymes bajo la marca comercial OIGAA. Ofrece servicios de telefonía fija, móvil, Internet y centralita virtual a más de 26.000 clientes, principalmente en España, a través de 125 distribuidores y 6 puntos de servicio. En 2015 cerró con unas ventas de 9,1M de las que un 50 por ciento correspondieron a la venta de servicios de centralita en la nube, un 30 por ciento a líneas de voz IP para centralitas físicas y un 15 por ciento al servicio de telefonía fija para autónomos y microempresas. Pertenece al

sector de las Unified Communications as a Service que nace frente a la demanda no satisfecha por las grandes operadoras en el mercado de pymes. Se define como un conjunto de servicios de comunicaciones y aplicaciones de colaboración accesibles de forma remota por el usuario a través de Internet, cuyo desarrollo, explotación y operación son externalizados a un proveedor externo. VozTelecom se posiciona como un proveedor de servicios que agrega tanto tecnología propia como de terceros. Este último punto representa una cierta dependencia externa ya que necesita alianzas estratégicas con proveedores de red, hardware y software. Por un lado, depende de las operadoras para contratar el ADSL y el servicio de telefonía móvil. Por otro, recurre a proveedores de interconexión para poder ofrecer el servicio de telefonía, de desarrolladores de software para ofrecer su servicio de centralita virtual y de fabricantes de hardware para alojar su infraestructura. La compañía opera en un mercado competitivo y fragmentado con un producto difícil de diferenciar desde la perspectiva del cliente. Ello deriva en competencia en precios. Sus principales competidores se dividen en cuatro categorías: (1) operadores nacionales como Telefónica o Orange que compiten por el mercado de grandes empresas y el mercado

residencial; (2) operadores regionales parecidos a los anteriores pero de menor tamaño como Euskaltel; (3) proveedores especializados en servicios de infraestructuras y conectividad en los que las comunicaciones son una parte menor de su oferta; y (4) operadores de comunicaciones bajo protocolo IP entre los que destacan LCR, Premium Numbers o masvoz. Hasta el momento VozTelecom ha tenido la capacidad de identificar las necesidades y los drivers de compra de sus clientes y ha sabido apalancar sobre ellos. Por ejemplo, desde sus primeros años, detectó la oportunidad de llegar a las pymes a través del canal informático, empresas informáticas que ofrecen soluciones TIC, y por otro lado el propio canal de distribución de centralitas que, gracias a incorporar la oferta de servicios de VozTelecom, podía aportar ahorros en telefonía a sus clientes y con ello justificar la renovación de su centralita telefónica. Ahora, el reto nace del agotamiento de la capacidad comercial del canal para captar a nuevos clientes. Por su naturaleza es un canal *farmer*, habituado a fidelizar su cartera de clientes, y con poca especialización para captar de forma regular a nuevos clientes. Para reforzar su posicionamiento estratégico VozTelecom primero apostó por la formación y especialización de sus distribuidores. Y, a partir de 2015 dio un paso más, bajo la estrategia OIGAA360, para transformar su estructura comercial y de marketing mediante la apertura de un *call center* propio en Marruecos -servicio que previamente subcontractaba-, el desarrollo de una oficina comercial en Madrid y una red de puntos de servicio franquiciados que comercializa su portafolio de servicios de forma exclusiva y que redundan en dos pilares fundamentales más allá de la captación

de nuevos clientes: la construcción de marca y ofrecer un servicio de atención al cliente de cercanía y mayor calidad. El salto al MAB se realizó en julio de 2016 para captar 3 millones y financiar así el nuevo plan de crecimiento cifrado en 5 millones. Desde el inicio de su cotización a 2,9 euros, la firma ha perdido aproximadamente un 31 por ciento de su valor de mercado, frente a una revalorización del índice MAB -media de las empresas que cotizan en el MAB- del 21 por ciento durante el mismo periodo. Esto se debe a los resultados operativos, en el tercer trimestre de 2016 la compañía publicó un EBITDA un 35 por ciento, menor respecto al del mismo periodo del año anterior, debido a un retraso en la ejecución del plan comercial y al coste del desarrollo de un punto de servicio propio en Madrid para acelerar las ventas y cumplir con el plan de negocio. En el documento de presentación al mercado antes del salto al parqué, el management proporcionó unas estimaciones de EBITDA de 1,5 millones para 2017 y 2,7 millones para 2018 -en 2015 la compañía cerró 1,3 millones-. Con un enterprise value actual de 11 millones, la acción cotiza a un múltiplo EV/EBITDA -valor de la compañía más deuda neta partido del beneficio bruto de explotación- de 7,3x para 2017 y 4x para 2018, comparativamente bajo. No obstante, no hay que olvidar los riesgos. Además de la dependencia de proveedores, hay que tener en cuenta la incertidumbre regulatoria del sector de las telecomunicaciones en España y la creciente erosión en precios y destrucción de márgenes que se ha producido en el sector durante los últimos años, aunque ambos aspectos parecen haber remitido tras la reciente consolidación de los principales operadores en España.

David Gonzalvo y Omar Kher

CFA y miembro de CFA Society Spain, y candidato CFA y analista de Renta Variable en Trea Asset Management

Desde que debutó, la empresa ha perdido un 31% de su valor frente a una revalorización del MAB del 21%. Esto se debe a que los resultados operativos en el tercer trimestre el Ebitda era un 35% menor que en el año 2015