

RESOLUCIÓN RELATIVA A LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE CELLNEX TELECOM, S.A. DEL EJERCICIO 2016

WACC/DTSA/001/16/WACC 2016 CELLNEX

SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA

Presidenta

D^a. María Fernández Pérez

Consejeros

D. Eduardo García Matilla

D^a. Clotilde de la Higuera González

D. Diego Rodríguez Rodríguez

D^a. Idoia Zenarrutzabeitia Beldarraín

Secretario de la Sala

D. Miguel Sánchez Blanco, Vicesecretario del Consejo

En Madrid, a 17 de noviembre de 2016

Visto el procedimiento relativo a la tasa anual de coste de capital a aplicar en el ejercicio 2016 a Cellnex, la **SALA DE SUPERVISIÓN REGULATORIA** acuerda lo siguiente:

I. ANTECEDENTES

Primero. Con fecha 13 de diciembre de 2012, el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones aprobó la Resolución en que se revisaba la metodología de cálculo del coste medio ponderado del capital (o por sus siglas en inglés, WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) de los operadores declarados con poder significativo de mercado (en adelante, la metodología).

Segundo. Con fecha 6 de octubre de 2016 se inició el expediente de estimación del WACC regulado para el ejercicio 2016 de Cellnex. Junto al escrito de inicio se remitió a dicha compañía el informe emitido por los servicios de la CNMC, (en adelante, CNMC) correspondiente al trabajo de estimación del WACC aplicable al sistema de contabilidad de costes para el ejercicio 2016 y se inició un plazo de 10 días a partir de su notificación para presentar alegaciones. Los trámites anteriores se realizaron en conformidad con lo establecido en los artículos 58 y 82, la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

Tercero. Con fecha 21 de octubre de 2016, Cellnex presentó alegaciones.

II. FUNDAMENTOS JURÍDICOS

II.1 HABILITACIÓN COMPETENCIAL

El artículo 70.2 de la Ley 9/2014, de 9 de mayo, General de Telecomunicaciones (en lo sucesivo, LGTel), establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la CNMC ejercerá, entre otras, la siguiente función:

“a) Definir y analizar los mercados de referencia relativos a redes y servicios de comunicaciones electrónicas, entre los que se incluirán los correspondientes mercados de referencia al por mayor y al por menor, y el ámbito geográfico de los mismos, cuyas características pueden justificar la imposición de obligaciones específicas, en los términos establecidos en el artículo 13 de la presente Ley y su normativa de desarrollo.”

Asimismo, y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 11 Reglamento sobre mercados de comunicaciones electrónicas, acceso a las redes y numeración, aprobado por Real Decreto 2296/2004, de 10 de diciembre (en adelante, Reglamento de Mercados), se faculta a la CNMC a imponer la obligación de control de precios y contabilidad de costes a los operadores declarados con poder significativo en los mercados al por mayor, incluyendo la obligación de orientar los precios en función de los costes de producción de los servicios. El epígrafe 3 de dicho artículo establece que, en el caso en que se haya impuesto una obligación de orientación de costes, la carga de la prueba, incluyendo una tasa razonable de rendimiento de la inversión, recaerá sobre el operador. Sin embargo, la CNMC *“determinará el sistema de contabilidad de costes que deberá aplicarse, y podrá precisar el formato y el método contable que se habrá de utilizar.”*

En uso de la habilitación competencial citada el 30 de abril de 2013 se aprobó la Resolución sobre la definición y el análisis del mercado mayorista del servicio portador de la señal de televisión, la designación del operador con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas, entre ellas la de separación de cuentas y contabilidad de costes, donde resulta especialmente relevante la estimación del coste medio ponderado del capital (WACC) a aplicar en el Sistema de Contabilidad de Costes (SCC) de los operadores obligados.

Conforme a las previsiones citadas en el presente apartado, atendiendo a lo señalado en los artículos 20.1 y 21.2 de la Ley 3/2013, el órgano competente para resolver el presente procedimiento es la Sala de Supervisión Regulatoria de la CNMC.

II.2 OBJETO DEL PROCEDIMIENTO

El objeto de este procedimiento es realizar el cálculo de la tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes de Cellnex Telecom, S.A. para el ejercicio 2016 conforme a la metodología¹ de la CNMC.

III. FUNDAMENTOS JURÍDICOS MATERIALES

El WACC se define como el coste promedio de la deuda y de los fondos propios, ponderados en función de sus respectivos pesos en la estructura de financiación de la compañía o del negocio objeto de análisis.

Así, el WACC se calcula atendiendo a la siguiente fórmula general:

$$WACC = k_e * \frac{E}{D + E} + k_d * (1 - t) * \frac{D}{D + E}$$

Donde:

- k_e : Coste de los recursos propios
- k_d : Coste de los recursos ajenos
- E: Valor de los fondos propios
- D: Valor de la deuda
- t: Tipo impositivo

En relación a la estimación del coste de los recursos propios (K_e), la metodología que la CNMC aplica se apoya en la aplicación de la teoría *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), según la cual, la rentabilidad exigida por un inversor a un activo determinado estará en función del riesgo sistemático (aquel no eliminable por la diversificación) que implica la inversión en dicho activo. En este sentido, la rentabilidad de dicho activo vendrá determinada por la tasa libre de riesgo más una prima adicional que incentive al inversor a asumir un mayor riesgo. Esta prima vendrá determinada por la rentabilidad esperada de mercado y la Beta del activo, que representa la sensibilidad de dicho activo a los movimientos del mercado (riesgo sistemático o no diversificable):

$$k_e = Rf + \beta_l * Pm$$

Donde:

- Rf: Tasa libre de riesgo
- β_l : Beta apalancada
- Pm: Prima por riesgo de mercado

¹ Resolución de 13 de diciembre de 2012 en que se aprobó la metodología de cálculo del coste medio ponderado del capital de los operadores declarados con poder significativo de mercado.

En el presente procedimiento se estimarán en primer lugar cada uno de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y, posteriormente, se determinará el WACC antes y después de impuestos a aplicar en el ejercicio contable de 2016 por Cellnex.

Con el objeto de determinar el coste medio de la deuda antes de impuestos (K_d), la metodología establece como principal estimador el uso de emisiones de deuda recientes, y en su defecto, recomienda emplear como método alternativo la referencia al “Interest Rate Swap” (IRS) más el “Credit Default Swap” (CDS).

Con fecha de 31 de mayo de 2016 Cellnex dio entrada a un escrito en el que declaraba las emisiones recientes de deuda corporativa así como la cotización del IRS² en respuesta al requerimiento incluido en el resuelve segundo de la resolución de 5 de noviembre de 2015 en la que se establece la tasa de retorno para 2015.

En el presente procedimiento se estimarán en primer lugar cada uno de los parámetros necesarios para el cálculo del WACC y, posteriormente, se calculará el WACC antes y después de impuestos.

III.1 RATIO DE APALANCAMIENTO [D/E]

De acuerdo a la metodología, el ratio de apalancamiento se calcula a partir de la información pública de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado. Una empresa comparable es una empresa que opera en el mismo sector con un mix de negocio similar. La fecha de referencia de las estimaciones es el cierre del ejercicio 2015.

A continuación, se presenta el conjunto de empresas comparables³ seleccionado, clasificado geográficamente en función de la ubicación de la sede principal:

- Estados Unidos:
 - American Tower Corp.
 - Crown Castle International Corp.
 - SBA Communications Corp.

² El resuelve segundo de la resolución de 5 de noviembre de 2015 requería: i) los datos identificativos de todas las emisiones vigentes de deuda; así como ii) la media de la cotización del IRS más el CDS. En el escrito, Cellnex no declaró cotización del CDS correspondiente a los últimos 6 meses de 2015, aunque sí aportó información sobre sus emisiones de deuda y su IRS.

³ El criterio para incluir compañías como comparables es que sean homogéneas en el mix de negocio (transmisión audiovisual) y que coticen en bolsa. Las empresas italianas Inwit S.p.A y RaiWay S.p.A no han sido incorporadas en el grupo de comparables por su reciente salida a bolsa, en junio de 2015 y noviembre de 2014, respectivamente. Por el mismo motivo, tampoco se ha incluido en este grupo de empresas a la propia Cellnex, cuya salida a bolsa tuvo lugar en mayo de 2015.

- Europa:
 - Italia: El Towers S.p.A.
 - Francia: Eutelsat Communications S.A.
 - Luxemburgo: SES S.A.
 - Reino Unido: Inmarsat P.L.C.

- Asia:
 - India: Bharti Infratel Ltd.; GTL Infrastructure Ltd.;
 - Indonesia: Tower Bersama Tbk.

CNMC estima en primer lugar los ratios de endeudamiento $[D/(E+D)]$ y fondos propios $[E/(E+D)]$ medios del sector y, posteriormente, obtiene el ratio de apalancamiento (D/E) sectorial. A continuación, se muestra el resultado obtenido.

Tabla 1 Ratio de apalancamiento de las empresas comparables

| País | Comparables | D/(E+D) | E/(E+D) |
|---|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| Estados Unidos | American Tower Corp | 0,29 | 0,71 |
| | Crown Castle International Corp | 0,30 | 0,70 |
| | SBA Communications Corp | 0,39 | 0,61 |
| Italia | El Towers S.p.A. | 0,14 | 0,86 |
| Francia | Eutelsat Communications S.A. | 0,37 | 0,63 |
| Luxemburgo | SES S.A. | 0,25 | 0,75 |
| Reino Unido | Inmarsat PLC | 0,22 | 0,78 |
| Asia | Bharti Infratel Ltd. | 0,01 | 0,99 |
| | GTL Infrastructure Ltd. ⁴ | Excluida | Excluida |
| | Tower Bersama Tbk. | 0,40 | 0,60 |
| PROMEDIO | | $\delta = 0,27$ | $\epsilon = 0,73$ |
| D/E sectorial = δ/ϵ | | 0,36 | |

Fuente: Bloomberg

Para el conjunto de comparables seleccionados para Cellnex, la estructura financiera promedio arroja un valor para D/E de 0,36, como muestra la tabla 1.

III.2 COSTE MEDIO DE LA DEUDA ANTES DE IMPUESTOS $[K_d]$

De acuerdo a la metodología, se estima este parámetro a través del coste de la deuda del grupo en que el operador está integrado. En un orden práctico, la principal referencia para la estimación la constituye la media aritmética de la rentabilidad hasta vencimiento o “*yield to maturity*” (YTM) de las observaciones realizadas durante los seis meses anteriores al 31 de diciembre (fecha de

⁴ De la muestra de empresas comparables se ha excluido GTL, por mostrar unos datos atípicos con un ratio de apalancamiento superior a 3, de acuerdo con la metodología.

referencia para el cálculo del WACC) de emisiones representativas del grupo al que pertenece cada operador. Las características que se consideran que aumentan la representatividad de las emisiones elegibles son las siguientes:

- Que se trate de emisiones recientes
- que tengan vencimiento próximo a 10 años
- que el volumen de la emisión sea suficientemente significativo,
- y que no esté vinculada a un proyecto concreto no sujeto a la actividad regulada.

En caso de no disponer de emisiones propias suficientes que cumplieran las condiciones indicadas, se podrían incluir emisiones de empresas comparables con el mismo rating y que operen en un país con un rating equivalente, o emplear como referencia el “Interest Rate Swap” (IRS) más el “Credit Default Swap” (CDS) del grupo.

Con la salida a bolsa de Cellnex de mayo de 2015, se produce una venta sustancial de acciones por parte de Abertis⁵. Por tanto, Cellnex pasa a tener acceso a los mercados de deuda y de capital, el cual es clave para financiar y acelerar el crecimiento de la compañía.

Para el siguiente procedimiento se han considerado tanto las emisiones de deuda del grupo Abertis relevantes para este procedimiento, es decir las puestas en circulación durante 2014, como las emisiones de deuda de Cellnex puestas en circulación a partir de mayo de 2015 y hasta el 31 de diciembre de 2015.

Para la deuda de Cellnex, las emisiones consideradas y el promedio calculado se resumen en la siguiente tabla:

Tabla 2 Emisiones consideradas para la estimación del coste de la deuda

| Ticker | Fecha anuncio | Fecha emisión | Fecha vencimiento | Plazo (años) | YTM media 6 meses |
|---|---------------|---------------|-------------------|--------------|-------------------|
| CLNXSM 3.125 07/27/2022 REGS Corp | 28/05/2015 | 21/07/2015 | 27/07/2022 | 7 | 3,54% |
| EK1271262 Corp | 27/02/2014 | 19/03/2014 | 19/03/2024 | 10 | 2,01% |
| EK1464636 Corp | 19/03/2014 | 31/03/2014 | 31/03/2026 | 12 | 2,36% |
| EK3398790 Corp | 17/06/2014 | 27/06/2014 | 27/02/2025 | 11 | 2,17% |
| PROMEDIO ABERTIS/CELLNEX | | | | | 2,52% |

Fuente: Bloomberg

⁵ Actualmente, la participación de Abertis en Cellnex es del 34%.

En consecuencia, el coste de la deuda antes de impuestos que se considerará para Cellnex en el cálculo del WACC es 2,52%.

Alegaciones de Cellnex respecto a k_d

Cellnex considera que las emisiones de bonos del grupo empresarial Abertis no deberían incluirse en el cálculo del coste medio de la deuda de Cellnex puesto que, desde julio de 2014, Cellnex cuenta con financiación propia con entidades financieras independientes de su entonces grupo de control Abertis, y no recibe ningún tipo de financiación, ni cuenta con ninguna garantía por parte de dicho grupo.

Respuesta

Esta Sala estima que, aunque Cellnex dispone efectivamente de financiación propia, a fecha de inicio de este procedimiento solo contaba con dos emisiones de deuda en el mercado⁶, una de ellas excesivamente reciente (agosto de 2016) y con pocas observaciones de su comportamiento en el mercado, por lo que no ha sido tenida en cuenta en este procedimiento.

La Sala considera que el hecho de contar con solo una emisión de deuda válida no asegura que el coste de la deuda obtenido sea un buen indicador. El principal riesgo, por tanto, es que esta primera emisión de deuda de Cellnex presente una rentabilidad atípica.

Para paliar este tipo de limitaciones, la metodología señala la posibilidad de recurrir a emisiones de empresas comparables con el mismo rating y que operen en un país con un rating equivalente. Esta alternativa, sin embargo, tampoco sirvió para ampliar la muestra de emisiones de deuda comparables a las de Cellnex.

Por todo ello, esta Sala considera que la mejor manera de corregir el probable valor atípico de la primera emisión de deuda de Cellnex es precisamente incluir las emisiones de deuda del grupo Abertis correspondientes al primer semestre de 2014, puesto que, durante ese periodo, esa fue la fuente de financiación efectivamente utilizada por la actual Cellnex.

III.3 TASA LIBRE DE RIESGO [R_f]

De acuerdo a la metodología, se estima la tasa libre de riesgo [R_f] a través de la rentabilidad del bono español con vencimiento a 10 años.

⁶ CLNXSM 3.125 07/27/2022 REGS Corp, emitida el 21 de julio de 2015, y CLNXSM 2 3/8 01/16/24 Corp, emitida el 9 de agosto de 2016.

Como medida del rendimiento de los bonos a 10 años, se utiliza su rentabilidad hasta el vencimiento (“*yield to maturity*”) obtenida en base a su cotización en mercados secundarios. Para ello, se toma la rentabilidad hasta el vencimiento realizando una media aritmética de las cotizaciones diarias observadas durante los seis meses anteriores a 31 de diciembre de 2015 (fecha de referencia para el cálculo del WACC en el presente procedimiento), con el fin de disponer de un número suficientemente amplio de observaciones y encontrar un equilibrio entre minimizar los efectos de desviaciones producidas por circunstancias puntuales y tomar datos recientes.

Como resultado de aplicar este criterio se estima que R_f tiene un valor de 1,88% para el período de referencia, utilizando como fuente la base de datos de Bloomberg.

III.4 PRIMA DE MERCADO [P_m]

De acuerdo a la metodología, se estima el valor de la Prima de Mercado [P_m] calculando la mediana de las fuentes seleccionadas por ser de reconocido prestigio, y de actualización periódica. En particular, la estimación realizada por la CNMC en su informe de audiencia fue la siguiente:

Tabla 3 Estimación de la Prima de Mercado

| Fuentes seleccionadas | [P_m] | Región | Método |
|--|--------------|--------|---------------|
| DMS | 3,80% | España | Histórico |
| Pablo Fernández | 6,20% | España | Encuesta 2016 |
| Mediana de los valores anteriores | 5,00% | | |

Referencias:

- Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook, (2016), Credit Suisse/ London Business School.
- Fernández, P., Ortiz, A. y Acín, I. (2016) Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers. IESE Business School.

Como resultado de aplicar el criterio descrito se estima que la prima de mercado [P_m] tiene un valor de 5,00% para el período de referencia.

Esta prima de mercado, con los valores actualizados según los últimos datos disponibles, es consistente con la que propuso esta Sala en el Acuerdo de 21 de junio de 2016 (STP/DTSP/180/16) por el que se emite el informe previsto en el artículo 25.3 de la Ley 18/2014, de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia en relación al documento de regulación aeroportuaria.

Alegaciones de Cellnex respecto a la prima de mercado

Cellnex solicita la inclusión de referencias adicionales para estimar la mediana de valores de la tabla 3.

Las referencias propuestas por Cellnex en sus alegaciones son:

- DMS: 3,80%.
- Pablo Fernández: 6,20%.
- Media Informes de inversión: 7,25%. Calculando el promedio de los siguientes informes:
 - KPMG – Equity Risk Premium – Summary July – 2015: 6,25%
 - S&P500 – 2016 SBBI Yearbook de Ibbotson, Grabowski, Harrington, Nunes –: 6,90%
 - Goldman Sachs – 2016 02 23 Flat-Fat and the Market from Here: 8,6%
- Bloomberg – Periodo seleccionado 2006-2015. Calculando el promedio de los valores de la columna “Premium” en la variable Country Risk Premium (CRP) en la región de Europa –: 9,93%.
- Damodaran (S&P500) – Equity Risk Premiums, Estimation and implications –The 2016 Edition: 10,82%.

Respuesta

En relación a los informes de inversión propuestos, esta Sala estima que el modelo de flujos de caja descontados (*Discounted Cash Flow*) y el modelo de Prima de Riesgo de Mercado implícita (*Implied Equity Risk Premium*) utilizados en estos informes incorporan una serie de hipótesis que limitan su validez. Por tanto, esta Sala no considera adecuada la incorporación de estas referencias.

En cuanto a las referencias de Bloomberg y Damodaran, estas se excluyeron del informe de audiencia propuesto por esta Sala con el fin de armonizar la estimación de la prima de mercado con el Acuerdo de 21 de junio de 2016 (STP/DTSP/180/16) por el que se emite el informe previsto en el artículo 25.3 de la Ley 18/2014, de 15 de octubre, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia en relación al documento de regulación aeroportuaria.

Tanto Bloomberg como Damodaran son referencias basadas en el método histórico, como la de DMS, sin embargo Bloomberg presenta la característica de ser una serie temporal reducida⁷. Con respecto a Damodaran, un reciente

⁷ El periodo disponible por la CNMC es 2006-2015.

estudio de la Comisión Europea realizado por The Brattle Group⁸ advierte a las Autoridades Nacionales de Regulación contra la adopción de la metodología del riesgo país de dicho profesor⁹. Por ello, esta Sala se ratifica en su decisión de no considerar las referencias de Bloomberg y de Damodaran.

Por tanto, se considerará el valor del 5,00% para la prima de mercado.

III.5 TASA IMPOSITIVA [t]

De acuerdo a la metodología, se considera adecuado emplear la tasa impositiva nominal en la estimación del coste de la deuda antes de impuestos. El mismo parámetro se usa para el desapalancamiento y reapalancamiento de la Beta y también en la estimación del WACC antes de impuestos.

Las tasas impositivas nominales de referencia para el procedimiento actual se detallan en la siguiente tabla:

| País | Tasa impositiva considerada |
|----------------|------------------------------------|
| España | 28,00% |
| Estados Unidos | 40,00% |
| Francia | 33,33% |
| India | 34,61% |
| Indonesia | 25,00% |
| Italia | 31,40% |
| Luxemburgo | 29,22% |
| Reino Unido | 20,00% |

Fuente: KPMG

Con la entrada en vigor en España el 1 de enero de 2015 de la Ley 27/2014 de 27 de noviembre del Impuesto sobre Sociedades, y aplicando el derecho transitorio de dicha ley, el tipo general de gravamen para los contribuyentes de este Impuesto ha pasado del 30 al 28 por ciento en 2015.

III.6. BETA DESAPALANCADA [β_u] Y APALANCADA [β_l]

En conformidad con la metodología, se selecciona como muestra para el cálculo de la Beta los datos semanales de las β_{raw} del conjunto de compañías

⁸ Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization (The Brattle Group, 2016) http://brattle.com/system/news/pdfs/000/001/092/original/Review_of_approaches_to_estimate_a_reasonable_rate_of_return_for_investments_in_telecoms_networks_in_regulatory_proceedings_and_options_for_EU_harmonization.pdf?1468846264

⁹ En concreto, la nota al pie de página 32 de dicho informe señala: “We would caution against NRAs adopting Professor Damodaran’s country risk methodology”.

seleccionadas como comparables, observados durante los cinco años anteriores a 31 de diciembre de 2015, usando los índices locales donde cotizan dichas compañías. A continuación, se realiza un ajuste bayesiano de las Betas calculadas para cada operador¹⁰.

Para apalancar y desapalancar¹¹ la Beta se emplea la fórmula de Hamada, considerando la tasa impositiva nominal:

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{1 + (1 - t) * \frac{D}{E}}$$

En coherencia con lo señalado en el apartado dedicado al ratio de apalancamiento, el conjunto de empresas comparables seleccionado es: American Tower Corp; Crown Castle International Corp; SBA Communications Corp; El Towers S.p.A; Eutelsat Communications S.A.; SES S.A.; Inmarsat P.L.C.; Bharti Infratel Ltd.; y Tower Bersama Tbk.

El parámetro Beta desapalancada [β_u] se estima como promedio de las betas desapalancadas del grupo de comparables seleccionado, depurada la muestra según lo expuesto en el párrafo anterior. El resultado del cálculo arroja un valor para la Beta desapalancada [β_u] de 0,58.

Tabla 5 Estimación de la beta desapalancada sectorial

| Comparable | $\beta_{l \text{ raw}}$ | $\beta_{l \text{ ajustada}}$ | D/E | t | $\beta_u \text{ ajustada}$ |
|---|-------------------------|------------------------------|------|--------|----------------------------|
| American Tower Corp | 0,70 | 0,80 | 0,42 | 40,00% | 0,64 |
| Crown Castle Intl Corp | 0,62 | 0,74 | 0,42 | 40,00% | 0,59 |
| SBA Com Corp | 0,63 | 0,75 | 0,65 | 40,00% | 0,54 |
| El Towers S.p.A | 0,41 | 0,60 | 0,17 | 31,40% | 0,54 |
| Eutelsat Com S.A | 0,44 | 0,63 | 0,58 | 33,33% | 0,45 |
| SES S.A. | 0,63 | 0,75 | 0,33 | 29,22% | 0,61 |
| Inmarsat P.L.C. | 0,58 | 0,72 | 0,29 | 20,00% | 0,58 |
| Bharti Infratel Ltd. | 0,62 | 0,74 | 0,01 | 34,61% | 0,74 |
| Tower Bersama Tbk | 0,61 | 0,74 | 0,68 | 25,00% | 0,49 |
| PROMEDIO BETA DESAPALANCADA (β_u sectorial) | | | | | 0,58 |

Para el cálculo de la beta reapalancada [β_l] de Cellnex se aplica la fórmula de Hamada a la β_u sectorial antes calculada. Utilizando los valores de

¹⁰ El ajuste bayesiano se realiza con la fórmula de Marshall Blume: $\beta_{l \text{ ajustada}} = \beta_{\text{raw}} * P + \beta_T * (1 - P)$ con P igual a 2/3, β_T es la beta teórica del mercado con valor de 1 y β_{raw} es la beta que se obtiene del análisis de regresión de las cotizaciones en el mercado.

¹¹ La beta de una compañía que se observa en el mercado depende en parte del grado de apalancamiento de la misma. Desapalancar la beta consiste en calcular la beta teórica de la empresa si no tuviera deuda a partir de la beta real de la empresa que se observa en el mercado. Apalancar la beta es el proceso inverso.

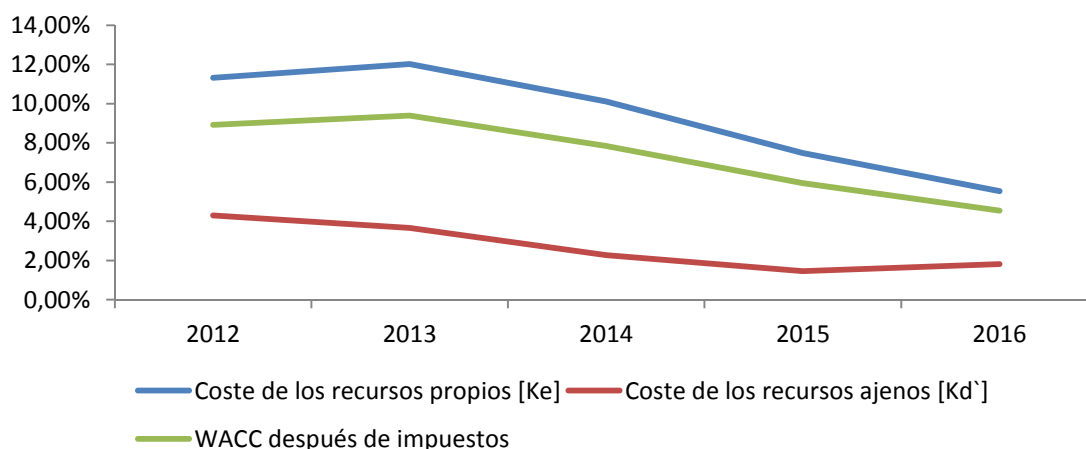
apalancamiento (0,36) y de t (28%) calculados en los apartados anteriores, resulta una beta reapalancada [β_i] de Cellnex igual a 0,73.

IV. RESULTADO DE LA ESTIMACIÓN DE WACC PARA EL EJERCICIO 2016 Y ANÁLISIS DE LOS FACTORES DE CAMBIO 2015-2016

En la siguiente tabla se detallan los parámetros aprobados por esta Salacorrespondientes a los cuatro ejercicios anteriores (2012, 2013, 2014 y 2015) desde la implementación de la metodología. Asimismo, se resumen las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2016 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC con dichos parámetros para Cellnex.

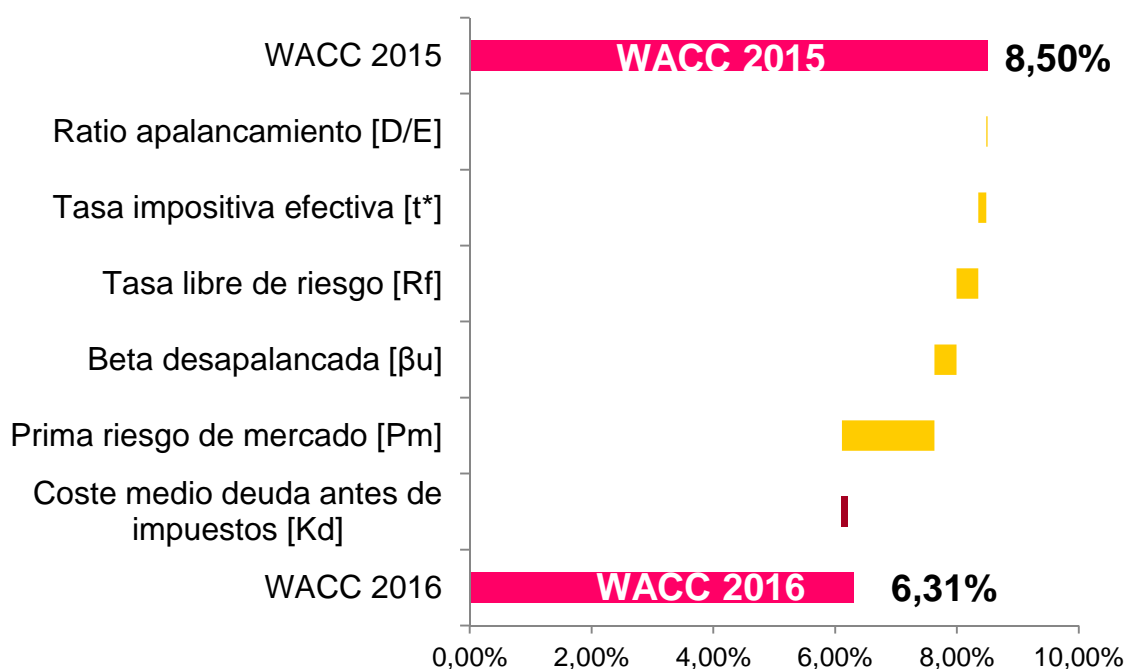
| Parámetro | WACC 2012 | WACC 2013 | WACC 2014 | WACC 2015 | WACC 2016 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Tasa libre de riesgo [Rf] | 5,53% | 6,02% | 4,34% | 2,21% | 1,88% |
| Prima riesgo de mercado [Pm] | 5,80% | 6,10% | 6,98% | 6,85% | 5,00% |
| Beta desapalancada [β_u] | 0,73 | 0,74 | 0,64 | 0,62 | 0,58 |
| Ratio apalancamiento [D/E] | 0,52 | 0,46 | 0,41 | 0,34 | 0,36 |
| Tasa impositiva nominal [t] | 30,00% | 30,00% | 30,00% | 30,00% | 28,00% |
| Beta reapalancada [β_i] | 0,99 | 0,98 | 0,82 | 0,76 | 0,73 |
| Coste deuda antes de impuestos [K_d] | 6,13% | 5,24% | 3,25% | 2,09% | 2,52% |
| D/(D+E) | 34,06% | 31,54% | 29,06% | 25,46% | 26,56% |
| E/(E+D) | 65,94% | 68,46% | 70,94% | 74,54% | 73,44% |
| Coste de los recursos propios [K_e]= Rf+(Pm* β_i) | 11,31% | 12,02% | 10,11% | 7,48% | 5,53% |
| Coste de los recursos ajenos [K_d']= K_d *(1-t) | 4,29% | 3,67% | 2,27% | 1,46% | 1,81% |
| WACC después de impuestos [WACC = (E/(D+E)* K_e)+(D/(D+E)* K_d')] | 8,92% | 9,38% | 7,83% | 5,95% | 4,54% |
| WACC antes impuestos [WACC _{AI} = WACC/(1-t)] | 12,74% | 13,40% | 11,19% | 8,50% | 6,31% |

Ilustración 1: Evolución coste recursos propios y ajenos (2012-2016)



En cuanto a la comparativa entre los años 2015 y 2016, se ha realizado un análisis de los factores de cambio para estimar la contribución en la variación final del WACC de la variación de sus principales componentes entre estos dos años.

Ilustración 2: Factores de cambio WACC 2015 y 2016



La ilustración 2 refleja tanto el efecto como la cuantía del impacto de la variación de cada componente en la variación del WACC.

De este modo, los principales factores de reducción en el WACC entre los años 2015 y 2016 son la caída en la prima de riesgo de mercado, la reducción de la beta desapalancada, y el descenso en la tasa libre de riesgo. Por el contrario,

el aumento en el coste medio de la deuda antes de impuestos origina el único efecto positivo de variación en el WACC, el cual no logra contrarrestar la reducción total producida entre los dos años por el resto de parámetros.

Por todo cuanto antecede, la Sala de Supervisión Regulatoria de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia,

RESUELVE

PRIMERO.- Establecer la tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Cellnex Telecom, S.A. en 6,31% para 2016.

SEGUNDO.- Requerir a Cellnex Telecom, S.A. que con anterioridad a 1 de junio de 2017 entregue a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia:

- (i) Los datos identificativos de todas las emisiones vigentes de deuda de su grupo empresarial con fecha de vencimiento entre 1 de julio de 2024 y 31 de diciembre de 2028. En especial, se requiere el *Bloomberg ticker*, las fechas de emisión y vencimiento y la media del YTM diario del segundo semestre de 2016.
- (ii) La media de la cotización del IRS más el CDS de su grupo en los últimos 6 meses del año 2016.

Comuníquese esta Resolución a la Dirección de Telecomunicaciones y del Sector Audiovisual y notifíquese a los interesados, haciéndoles saber que la misma pone fin a la vía administrativa y que pueden interponer contra ella recurso contencioso administrativo ante la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente al de su notificación.