

Estados Miembros con un valor más alto¹⁶. En segundo lugar, es inferior a la tasa libre de riesgo de los Estados Miembros con un “*credit rating*” similar (2,41%)¹⁷.

En conclusión, en comparación con el valor original contenido en el informe del BEREC, el valor de 1,86% es una estimación más representativa de la tasa libre de riesgo dado el contexto económico actual y el cálculo realizado este ejercicio representa un paso intermedio entre el ajuste realizado en 2022 y la vuelta a la utilización de la serie histórica del BEREC.

3.1.2. PRIMA DE MERCADO

De acuerdo con la Metodología, se estima el valor de la Prima de Mercado [P_m] mediante el uso de un valor común para toda la Unión Europea. Para este ejercicio se utilizan como fuentes DMS¹⁸ y Bloomberg para la obtención de los datos para todos los Estados Miembros de la UE.

Los datos de origen, obtenidos del informe del BEREC, se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 1 Datos de origen para la prima de mercado

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Promedio Retorno mercado	Promedio Retorno de bonos	Prima de mercado	Origen de datos
Austria	1900-1920 y 1923-2022	27,3%	17,6%	25,4%	DMS
Alemania	1900-1921 y 1924-2022	12,9%	5,0%	8,3%	DMS
Bélgica	1900-2022	10,2%	5,6%	4,7%	DMS
Bulgaria	2006-2022	14,4%	2,7%	12,2%	Bloomberg
Chipre	2015-2022	30,5%	-0,3%	31,4%	Bloomberg
Croacia	2006-2022	9,4%	3,2%	7,7%	Bloomberg
Dinamarca	1900-2022	11,5%	6,2%	5,5%	DMS

¹⁶ BEREC Report Regulatory Accounting in Practice 2022. RA Report Chapter 5 – WACC. Figure 6. <https://www.berec.europa.eu/system/files/2022-12/BoR%20%2822%29%20164%20RA%20Report%20Chapter%205%20-%20WACC.pdf>

¹⁷ Esta media se ha calculado a partir de las tasas libres de riesgo de los Estados Miembros que, al igual que España, cuentan con un “*credit rating*” de riesgo moderado (BAA): Bulgaria, Croacia, Hungría, Italia, Portugal y Rumanía.

¹⁸ Dimson, E, Marsh, P. y Staunton, M. en Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook, 2023, Credit Suisse.

Operador	País
Telekom Austria AG	Austria
Telenet Group	Bélgica
Telenor	Noruega
Telia Company AB	Suecia
Vodafone Group plc	Reino Unido

Para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión, se han mantenido las empresas europeas y estadounidenses utilizadas por la CNMC en el cálculo del WACC 2022.

Tabla 3 Empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Operador	País
American Tower	EEUU
Cellnex	España
Crown Castle	EEUU
Inwit	Italia
Rai Way	Italia
SBA	EEUU
Vantage Towers	Alemania

3.2.2. ESTRUCTURA FINANCIERA

De acuerdo con la Metodología, la ratio de apalancamiento se calcula a partir de la información de la estructura de capital promedio del conjunto de empresas comparables seleccionado para un periodo de 5 años. Para tal fin, se ha calculado la media de valores semanales de endeudamiento a largo plazo y de capitalización bursátil del periodo comprendido entre 1 de abril de 2018 y 31 de marzo de 2023 para cada una de las empresas comparables. Posteriormente, se ha calculado la media aritmética de los valores para cada empresa.

La siguiente tabla muestra los valores resultantes para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija, obtenida del informe BEREC:

Tabla 4 Estructura financiera de empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija

Comparables	D/(D+E)
Deutsche Telekom	56,15%
DIGI	70,90%

Comparables	D/(D+E)
Elisa OYJ	13,04%
KPN	38,18%
NOS	38,02%
Orange SA	54,09%
Proximus	31,96%
Tele 2	23,85%
Telecom Italia	75,02%
Telefónica	60,70%
Telekom Austria	33,27%
Telenet	57,41%
Telenor	34,58%
Telia	37,70%
Vodafone	55,62%
PROMEDIO	45,36%

Para el mercado del servicio portador de difusión de la señal de televisión, los valores han sido calculados por la CNMC:

Tabla 5 Estructura financiera de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Comparables	D/(D+E)
American Tower	27,57%
Cellnex	43,20%
Crown Castle	18,77%
Inwit	28,37%
Rai Way	3,48%
SBA	32,05%
Vantage Towers	21,07%
PROMEDIO	24,93%

3.2.3. PRIMA DE LA DEUDA

Según la Metodología, la prima de la deuda se calcula como la diferencia entre los rendimientos de los bonos a 10 años de cada una de las empresas comparables y los rendimientos de la deuda pública a diez años del país en el que tiene su sede principal cada una de las empresas, respectivamente.

Para su cálculo, se identifican todas las emisiones de deuda para cada operador que cumplen los criterios establecidos en la Metodología. Con la media aritmética para cada semana de las primas de la deuda (diferencia entre rentabilidad del

bono corporativo y el bono gubernamental) de las emisiones identificadas se genera una serie temporal de 5 años de valores semanales de la prima de la deuda. Por último, la prima de la deuda estimada para cada empresa es la media aritmética de todos los valores semanales de la serie temporal antes señalada. Estos pasos de cálculos son seguidos tanto para el operador de banda ancha y telefonía fija como para el operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión.

La siguiente tabla se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2023 y muestra el cálculo para las empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija ²²:

Tabla 6 Prima de la deuda de empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija

Empresas Comparables	Prima de la deuda (pb²³)
Deutsche Telekom	128
DIGI	305
Elisa OYJ	84
KPN	119
NOS	-24

²² En el anexo del informe del BEREC se pueden encontrar de manera detallada todas las emisiones de deuda de cada empresa utilizadas y los respectivos bonos gubernamentales junto la evolución de la prima de la deuda para cada empresa en la serie temporal.

²³ Puntos Básicos.

²⁴ Para el ejercicio 2023 BEREC no ha calculado la prima de la deuda de NOS y Telekom Austria ya que no cuentan con ningún bono que cumpla el requisito establecido relativo a la fecha de vencimiento tal como se explica en el informe del BEREC (página 24, nota al pie 54)

Empresas Comparables	Prima de la deuda (pb²³)
Orange SA	86
Proximus	91
Tele 2	148
Telecom Italia	185
Telefónica	52
Telekom Austria	-24
Telenet	329
Telenor	111
Telia	142
Vodafone	140
PROMEDIO	148

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija a ser 1,48% (148 pb). Para obtener el coste de la deuda habrá que sumarle a la prima de la deuda la tasa libre de riesgo de España calculada anteriormente.

Para las empresas del servicio portador de difusión de la señal de televisión se han obtenido los datos a través de Bloomberg. De las siete empresas comparables se han podido obtener pares comparables de emisiones de bonos corporativos y de deuda para seis de ellas. En el caso de Rai Way no constan emisiones recientes de deuda que coticen en mercados secundarios y que cumplan las condiciones de representatividad.

Tabla 7 Pares de bonos para calcular la prima de la deuda de las empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Cellnex			
Bono corporativo		Bono gubernamental	
Ticker	Fecha de vencimiento	Ticker	Fecha de vencimiento
BK0950067 Corp	26/06/2029	AW8324286 Govt	30/04/2029
AZ8335145 Corp	31/07/2029	AZ1293424 Govt	31/10/2029
ZO9508185 Corp	23/10/2030	BJ0516218 Govt	31/10/2030
BM3171360 Corp	20/11/2031	EC3301636 Govt	30/07/2032
BR3179453 Corp	15/09/2032	EC3301636 Govt	30/07/2032
AL8194733 Corp	20/12/2032	EC3301636 Govt	30/07/2032
BN9906411 Corp	15/02/2033	AM6067459 Govt	30/07/2033

habrá que sumarle a la prima de la deuda la tasa libre de riesgo de España calculada anteriormente.

3.2.4. COEFICIENTE BETA

De acuerdo con la Metodología, la beta apalancada (“raw beta”) se calcula como la variabilidad de la rentabilidad de las acciones de una empresa respecto a la rentabilidad promedio del índice STOXX Europe TMI (para empresas europeas) o del índice S&P 500 (para empresas estadounidenses) durante los últimos 5 años tomando datos con frecuencia semanal. Empleando la estructura financiera de cada empresa comparable y la beta de la deuda (con valor 0,1) se han obtenido las respectivas betas desapalancadas.

Para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija, el resultado se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2023.

La fórmula para apalancar la beta es la de Miller en conformidad con la Comunicación de la Comisión Europea de noviembre de 2019:

$$\beta_A = \beta_D * \frac{D}{E + D} + \beta_E * \frac{E}{E + D}$$

donde:

β_A = beta desapalancada, valor a calcular

β_D = beta de la deuda = 0,1

β_E = beta apalancada = obtenido de Bloomberg para cada compañía

$D/(E+D)$ = apalancamiento = obtenido de Bloomberg para cada compañía

$E/(E+D)$ = fondos propios sobre valor de la empresa = $1 - D/(E+D)$

Tabla 8 Betas de empresas comparables para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
Deutsche Telekom	0,72	56,15%	0,38
DIGI	0,50	70,90%	0,22
Elisa OYJ	0,42	13,04%	0,38
KPN	0,57	38,18%	0,39
NOS	0,67	38,02%	0,45
Orange SA	0,62	54,09%	0,34

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
Proximus	0,55	31,96%	0,41
Tele 2	0,54	23,85%	0,43
Telecom Italia	1,07	75,02%	0,35
Telefónica	0,95	60,70%	0,44
Telekom Austria	0,65	33,27%	0,47
Telenet	0,65	57,41%	0,34
Telenor	0,31	34,58%	0,24
Telia	0,57	37,70%	0,39
Vodafone	0,85	55,62%	0,44
PROMEDIO			0,38

Una vez obtenida la beta desapalancada calculada como la media aritmética de las betas desapalancadas de cada operador, se procede a reapalancar ese valor con la estructura financiera media de las empresas comparables y con la beta de la deuda, obteniendo la beta reapalancada a emplear en la fórmula del WACC. La fórmula es:

$$\beta_{E'} = \frac{\beta_A}{1 - \frac{D}{E+D}} - \frac{\beta_D * \frac{D}{E+D}}{1 - \frac{D}{E+D}}$$

donde:

$$\beta_A = \text{antes calculada} = 0,38$$

$$\beta_D = \text{beta de la deuda} = 0,1$$

$$\beta_{E'} = \text{beta (re)apalancada} = \text{valor a calcular}$$

$$D/(E+D) = \text{apalancamiento del grupo de comparables} = 45,36\%$$

El resultado de la beta reapalancada para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija es de **0,61**.

En el caso del servicio portador de difusión de la señal de televisión, se ha utilizado la misma metodología descrita para el operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija.

Tabla 9 Betas de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
American Tower	0,72	27,57%	0,64
Cellnex	0,55	43,20%	0,40
Crown Castle	0,58	18,77%	0,68
Inwit	0,76	28,37%	0,46
Rai Way	0,75	3,48%	0,58
SBA	0,77	32,05%	0,62
Vantage Towers	0,66	21,07%	0,48
PROMEDIO			0,55

Siguiendo la metodología antes descrita, la fórmula para el cálculo de la beta reapalancada para el servicio portador de difusión de la señal de televisión es la siguiente:

$$\beta_{E'} = \frac{\beta_A}{1 - \frac{D}{E+D}} - \frac{\beta_D * \frac{D}{E+D}}{1 - \frac{D}{E+D}}$$

donde:

β_A = antes calculada = 0,55

β_D = beta de la deuda = 0,1

$\beta_{E'}$ = beta (re)apalancada = valor a calcular

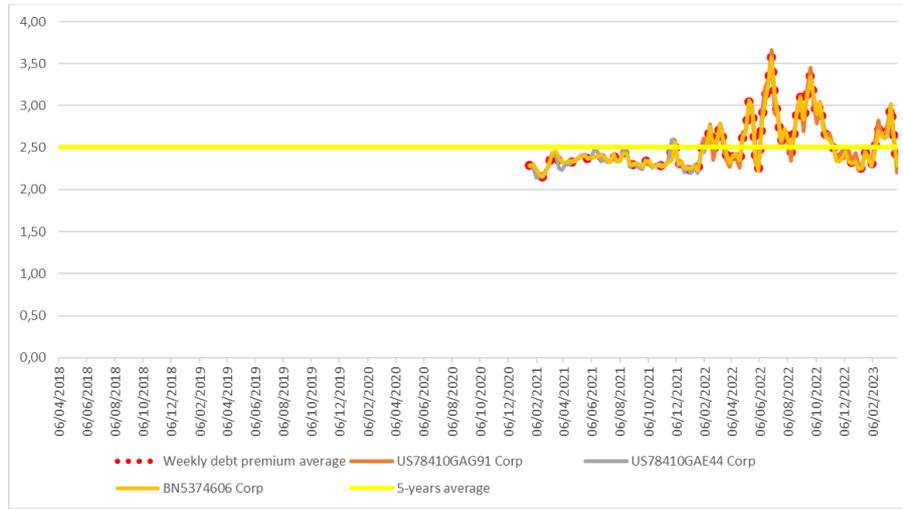
D/(E+D) = apalancamiento del grupo de comparables = 24,93%

El resultado de la beta reapalancada para el servicio portador de difusión de la señal de televisión es de **0,70**.

3.3. PROPUESTA DE WACC

En la siguiente tabla se detallan las estimaciones de los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes al operador de los mercados de telefonía y banda ancha fija (Telefónica) y al operador del servicio portador de difusión de la señal de televisión (Cellnex) para los tres ejercicios anteriores (2020, 2021 y 2022). Asimismo, se muestran las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2023 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC propuesto con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados.

SBA Communications



Vantage Towers

