

Además, se informa que el texto íntegro del citado acto estará disponible para su conocimiento en la página web www.cnmc.es⁴.

QUINTO.- Publicación en el BOE

La notificación del presente acto se realizará mediante su publicación en el BOE, de conformidad con lo previsto en el artículo 45.1 y en el artículo 83 de la LPAC.

SEXTO.- Recurso administrativo

Contra el presente acto de trámite no cabe la interposición de recurso administrativo al no concurrir en el mismo los requisitos establecidos en el artículo 112.1 de la LPAC. No obstante, la oposición al mismo podrá ser alegada por los interesados para su consideración en la resolución que ponga fin al presente procedimiento.

Barcelona, 16 de julio de 2021

LA DIRECTORA DE TELECOMUNICACIONES Y
DEL SECTOR AUDIOVISUAL

FIRMADO DIGITALMENTE - 1



FIRMADO DIGITALMENTE - 1

Alejandra de Iturriaga Gandini

⁴ <https://www.cnmc.es/ambitos-de-actuacion/telecomunicaciones/consultas-publicas-cnmc>

Tabla 4 Datos de origen para la prima de mercado

Estado Miembro	Extensión de la serie temporal	Media aritmética de la serie de retorno del mercado	Media aritmética de la serie de retorno de bonos	Prima de mercado	Origen de datos
Austria	1900-2020	28,1%	18,4%	21,1%	DMS
Alemania	1900-1921 y 1924-2021	13,2%	5,3%	8,1%	DMS
Bélgica	1900-2020	10,2%	6,0%	4,1%	DMS
Bulgaria	2006-2020	13,3%	5,2%	8,6%	Bloomberg
Chipre	2015-2020	34,5%	4,2%	29,3%	Bloomberg
Croacia	2008-2020	8,4%	5,2%	4,3%	Bloomberg
Dinamarca	1900-2020	11,5%	6,6%	5,0%	DMS
Eslovaquia	2005-2020	7,6%	5,5%	2,7%	Bloomberg
Eslovenia	2005-2020	8,8%	5,1%	4,3%	Bloomberg
España	1900-2020	11,2%	8,2%	3,3%	DMS
Estonia		Datos no disponibles			
Finlandia	1900-2020	16,3%	7,3%	8,8%	DMS
Francia	1900-2020	12,8%	7,5%	5,2%	DMS
Grecia	2001-2020	12,2%	5,1%	7,8%	Bloomberg
Hungría	2001-2020	8,8%	6,5%	3,8%	Bloomberg
Italia	1900-2020	14,0%	7,6%	6,1%	DMS
Letonia	2005-2020	11,1%	2,5%	9,6%	Bloomberg
Lituania	2005-2020	9,4%	6,1%	4,5%	Bloomberg
Luxemburgo	2017-2020	6,2%	3,8%	2,8%	Bloomberg
Malta		Datos no disponibles			
Países Bajos	1900-2020	10,2%	5,0%	5,4%	DMS
Polonia	2001-2020	7,9%	7,3%	1,7%	Bloomberg
Portugal	1900-2020	16,1%	6,7%	9,1%	DMS
Rep. Checa	2006-2020	7,6%	5,2%	3,1%	Bloomberg
Rep. de Irlanda	1900-2020	10,9%	6,5%	4,5%	DMS
Rumanía	2006-2020	13,4%	2,7%	13,3%	Bloomberg
Suecia	1900-2020	11,6%	6,6%	5,4%	DMS

Tabla 5 Empresas comparables para los operadores integrados

Operador	País
Deutsche Telekom AG	Alemania
Elisa Oyj	Finlandia
Koninklijke KPN	Países Bajos
NOS	Portugal
Orange S.A.	Francia
Proximus Group	Bélgica
Tele2	Suecia
Telecom Italia S.p.A.	Italia
Telefónica S.A.	España
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 2020.

Tabla 6 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

III.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 2016 y 31 de marzo de 2021 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 los operadores integrados, obtenida del informe BEREC:

Tabla 7 Estructura financiera de empresas comparables para los operadores integrados

Comparables	D/(D+E)
Deutsche Telekom	48.85%
Elisa OYJ	13.61%
KPN	39.12%
NOS	31.90%
Orange SA	50.19%
Proximus	23.02%
Tele 2	21.32%
Telecom Italia	68.24%
Telefónica	55.29%
Telekom Austria	37.66%
Telenet	48.71%
Telenor	27.04%
Telia	35.81%
Vodafone	48.26%
PROMEDIO	39.22%

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

Tabla 8 Estructura financiera de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Comparables	D/(D+E)
American Tower	34,04%
Cellnex	27,18%
Crown Castle	22,54%
Inwit	11,46%
Rai Way	2,61%
SBA	32,98%
PROMEDIO	21,80%

III.2.2.1. 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. Posteriormente, se ha calculado la media aritmética de los valores de esa diferencia para cada empresa.

La siguiente tabla se ha obtenido del informe del BEREC de junio de 2021 y muestra el detalle del cálculo para las empresas comparables para los operadores integrados:

Tabla 9 Prima de la deuda de empresas comparables para los operadores integrados

Comparables	Prima de la deuda	Tasa libre de riesgo (doméstica)	Coste de la deuda
Deutsche Telekom	124	-0,03	1,21
Elisa OYJ	73	0,24	0,97
KPN	116	0,15	1,31
NOS	54	1,71	2,25
Orange SA	80	0,37	1,17
Proximus	92	0,36	1,28
Tele 2	152	0,34	1,86
Telecom Italia	101	1,82	2,83
Telefónica	44	1,01	1,45
Telekom Austria	78	0,25	1,03
Telenet	312	0,36	3,48
Telenor	100	1,38	2,38
Telia	131	0,34	1,65
Vodafone	156	0,95	2,51
PROMEDIO	115		

Por lo tanto, la prima de la deuda a utilizar para los operadores integrados será 1,15%. Para obtener el coste de la deuda habrá que sumarle a la prima de la deuda la tasa libre de riesgo de España (1,01%). Es decir, el coste de la deuda a utilizar será igual a **2,16%**.

Para las empresas del servicio portador de difusión de la señal de televisión se han obtenido los datos a través de Bloomberg. De las seis empresas comparables se han podido obtener pares comparables de emisiones de bonos corporativos y de deuda para cinco 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 10 Prima de la deuda de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Bono corporativo		Bono soberano equivalente		Prima de la deuda
Emisión	Retorno promedio 5 años	Emisión	Retorno promedio 5 años	
CELLNEX				
CLNXSM 1 04/20/27 Corp	1,40	SPGB 1.45 10/31/27 Corp	0,07	1,33
CLNXSM 0 08/03/2027 REGS Corp	2,15	SPGB 1.3 10/31/2026 Govt	0,55	1,60
CLNXSM 0.5 07/05/2028 REGS Corp	-0,92	SPGB 5.15 10/31/2028 Govt	0,18	-1,10
CLNXSM 1 7/8 06/26/2029 Corp	1,64	SPGB 1.45 04/30/29 Corp	0,07	1,57
CLNXSM 1.9 07/31/2029 REGS Corp	2,36	SPGB 6 01/31/2029 Govt	0,19	2,17
CLNXSM 1 3/4 10/23/30 Corp	1,77	SPGB 1 1/4 10/31/2030 REGS Corp	0,14	1,63
CLNXSM 0 3/4 11/20/2031 REGS Corp	1,79	SPGB 5 3/4 07/30/2032 Corp	0,24	1,55
CLNXSM 3.875 12/20/2032 REGS Corp	3,60	SPGB 5.75 07/30/2032 Govt	1,24	2,37
Promedio Cellnex				1,39
AMERICAN TOWER				
AMT 3.55 07/15/2027 Corp	3,19	T 2.25 08/15/27 Govt	1,88	1,32
AMT 3.6 01/15/2028 Corp	3,20	T 2.75 02/15/28 Govt	1,82	1,37
AMT 1 1/2 01/31/2028 Corp	1,67	T 2 ¾ 02/15/28 Govt	0,86	0,81
AMT 3.95 03/15/2029 Corp	2,71	T 5.25 02/15/29 Govt	1,29	1,42
AMT 3.8 08/15/2029 Corp	2,03	T 1.625 08/15/29 Govt	0,87	1,16
AMT 2.9 01/15/2030 Corp	2,19	T 1.5 02/15/30 Govt	0,85	1,34
AMT 2.1 06/15/2030 Corp	2,00	T 0 ½ 05/15/30 Govt	0,89	1,11
AMT 1 ⅞ 10/15/2030 Corp	2,07	T 0 ⅞ 08/15/30 Govt	1,05	1,02
Promedio American Tower				1,19
CROWN CASTLE				
CCI 3.65 09/01/2027 Corp	3,25	T 6.375 08/15/27 Govt	1,85	1,39
CCI 3.8 02/15/2028 Corp	3,24	T 6.125 11/15/27 Govt	1,81	1,43
CCI 4.3 02/15/2029 Corp	2,77	T 2.625 02/15/29 Govt	1,37	1,40
CCI 3.1 11/15/2029 Corp	2,47	T 6.125 08/15/29 Govt	1,06	1,41
CCI 3.3 07/01/2030 Corp	2,23	T 6 ¼ 05/15/30 Govt	0,78	1,45
CCI 2 ¼ 01/15/2031 Corp	2,12	T 5 ⅝ 02/15/31 Govt	0,87	1,25
Promedio Crown Castle				1,39

Tabla 11 Betas de empresas comparables para los operadores integrados

Empresa	Beta apalancada	D/(E+D)	Beta desapalancada
Deutsche Telekom	0,84	48,85%	0,48
Elisa OYJ	0,46	13,61%	0,41
KPN	0,75	39,12%	0,49
NOS	0,78	31,90%	0,57
Orange SA	0,79	50,19%	0,44
Proximus	0,62	23,02%	0,5
Tele 2	0,64	21,32%	0,52
Telecom Italia	1,08	68,24%	0,42
Telefónica	1,12	55,29%	0,56
Telekom Austria	0,69	37,66%	0,47
Telenet	0,7	48,71%	0,41
Telenor	0,42	27,04%	0,33
Telia	0,68	35,81%	0,48
Vodafone	0,9	48,26%	0,52
PROMEDIO			0,47

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:

β_A = antes calculada = 0,47

β_D = beta de la deuda = 0,1

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

D/(E+D) = apalancamiento del grupo de comparables = 39,22%

El resultado de la beta reapalancada para los operadores integrados es de **0,71**.

En el caso del servicio portador de difusión de la señal de televisión, se ha utilizado la misma metodología descrita para los operadores integrados.

Tabla 12 Betas de empresas comparables del servicio portador de difusión de la señal de televisión

Empresa	Beta apalancada	Apalancamiento	Beta desapalancada
American Tower	0,77	0,34	0,54
Cellnex	0,58	0,27	0,45
Crown Castle	0,74	0,23	0,60
Inwit	0,61	0,11	0,55
Rai Way	0,78	0,03	0,76
SBA	0,79	0,33	0,57
PROMEDIO			0,58

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 = 0,58

β_D = beta de la deuda = 0,1

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

D/(E+D) = apalancamiento del grupo de comparables = 21,80%

El resultado de la beta reapalancada para el servicio portador de difusión de la señal de televisión es de **0,71**.

III.3. PROPUESTA DE WACC

En la siguiente tabla se detallan las estimaciones de los parámetros aprobados por esta Comisión correspondientes a los operadores integrados y al servicio portador de difusión de la señal de televisión para los tres ejercicios anteriores (2018, 2019 y 2020). Asimismo, se muestran las estimaciones de los parámetros del WACC para el ejercicio 2021 realizadas en el apartado anterior y se calcula el WACC propuesto con dichos parámetros para cada uno de los operadores obligados.

Tabla 13 WACC 2018-2021 desglosado por parámetros

	WACC 2018	WACC 2019	WACC 2020	WACC 2021
Parámetros económicos generales				
Tasa libre de riesgo [R_f]	1,54%	1,48%	1,30%	1,01%
Ajuste QE	1,00%	1,00%	1,00%	0%
Prima riesgo mercado [P_m]	5,25%	5,00%	5,31%	5,50%
Tasa impositiva nominal [t]	25%	25%	25,00%	25,00%
Parámetros específicos de mercado				
Ratio apalancamiento [$D/(D+E)$]				
Op. Integrados	0,36	0,37	0,37	0,39
Cellnex	0,32	0,30	0,23	0,22
Prima de la deuda [ρ]				
Op. Integrados	0,33%	0,64%	1,30%	1,15%
Cellnex	0,87%	1,32%	1,45%	1,58%
Beta desapalancada [β_a]				
Op. Integrados	0,61	0,58	0,53	0,47
Cellnex	0,59	0,57	0,48	0,58
Beta de la deuda [β_d]				
	-	-	0,1	0,1
Beta reapalancada [β_e]				
Op. Integrados	0,87	0,85	0,78	0,71
Cellnex	0,73	0,7	0,72	0,71
E/(E+D)				
Op. Integrados	63,96%	62,56%	0,63	0,61
Cellnex	75,67%	76,89%	0,77	0,78
Coste de los recursos propios [$K_e = R_f + (P_m * \beta_e)^{15}$]				
Op. Integrados	7,11%	6,70%	6,43%	4,91%
Cellnex	6,38%	5,97%	6,14%	4,91%
Coste de los recursos ajenos [$K_d = (R_f + \rho)$]				
Op. Integrados	1,57%	1,84%	2,60%	2,16%
Cellnex	1,81%	2,10%	2,75%	2,59%
WACC después de impuestos $WACC = (E/(D+E)*K_e) + (D/(D+E)*K_d*(1-t))$				
Op. Integrados	5,11%	4,88%	4,77%	3,62%

¹⁵ Hasta 2020 incluye el ajuste QE

