



axesor corporate rating

MASMOVIL BROADBAND, S.A.

Fecha de emisión: 10/02/2017

Director análisis axesor rating

Julián Villalba Checa

jvillalba@axesor-rating.es

Analista senior axesor rating

Miguel Castillo Clavarana

mcclavarana@axesor-rating.es

Tabla de Contenidos

1. Introducción	2
1.1. Escala de rating	4
2. Resumen Ejecutivo	5
2.1. Calificación axesor rating	5
3. Marco General	9
3.1. Perfil del proyecto	9
3.2. Trayectoria y descripción del proyecto	11
3.3. Evolución actual del proyecto	14
3.4. Descripción técnica del proyecto	17
4. Análisis cualitativo	18
4.1. Justificación y ámbito competitivo	18
4.2. Entorno económico	22
4.3. Estructura mercantil y accionariado	25
4.4. Características de la gestión	27
4.5. Marco legal	28
5. Análisis financiero	30
5.1. Mecanismo del cash-flow	30
5.2. Descripción del Bono y garantías	34
5.3. Proyecciones financieras	38
6. Anexos	43
6.1. Estados financieros 2016 de Broadband (no auditados)	43

1 Introducción

La calificación de riesgo emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso.

La información utilizada tiene tanto un componente privado, facilitado por el propio ente calificado, como un componente de carácter público, siendo las principales fuentes de información utilizadas:

1. **Cuentas anuales**
2. **Página web corporativa**
3. **Toda la información publicada por los Boletines Oficiales**
4. **Rating book facilitado por la compañía**

De tal manera nuestras calificaciones se encuentran basadas en documentos e información proporcionada de forma voluntaria y tanto pública como privada por el ente calificado. El uso de esta información ha sido realizado aplicando las mejores prácticas realizadas por parte de nuestros analistas de rating. Además, siempre que se ha considerado necesario, todo detalle de la información ha sido exhaustivamente revisado para asegurar la plausibilidad y coherencia de la misma. Sin embargo, axesor rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.

La **metodología** de las calificaciones emitidas ha sido realizada bajo el marco regulatorio de la Normativa 1060/2009 del Parlamento Europeo referente a las Agencias de Calificación de Rating. Dicha metodología, conjuntamente a los análisis de sensibilidad de las hipótesis y correlaciones utilizadas, puede encontrarse detallada en nuestra página web a libre disposición de consulta, www.axesor-rating.es.

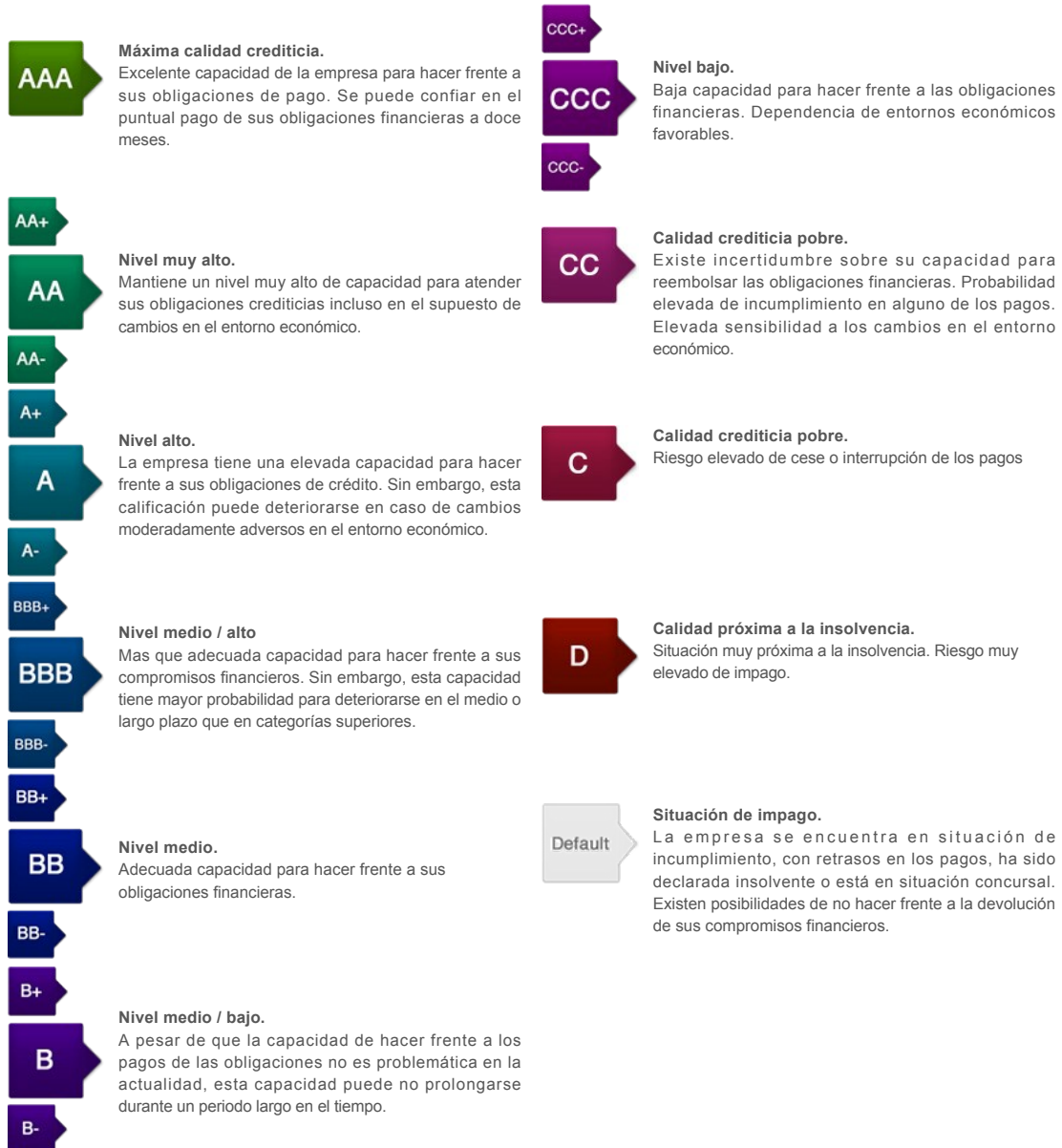
Conjuntamente a la **escala de rating**, se indica la perspectiva de la calificación a modo descriptivo de la situación actual de la compañía respecto a la última calificación otorgada.

Tendencia de la Calificación

Estado	Descripción
Tendencia positiva	Perspectiva de mejora en el corto plazo
Tendencia negativa	Perspectiva de empeoramiento en el corto plazo
Estable	Sin perspectiva de cambio en el corto plazo
En observación	En proceso de revisión

1.1 Escala de rating

La **escala de rating**, va desde AAA (máxima calidad crediticia) hasta situación de Default, donde la sociedad se encuentra en estado de incumplimiento, presenta retrasos en los pagos o ha sido declarada insolvente o está en situación concursal:



2 Resumen Ejecutivo

A continuación, se detalla un Resumen Ejecutivo sobre la calificación asignada de manera privada por **axesor rating** a **Masmovil Broadband, S.A.** La calificación otorgada tiene como enfoque la evaluación de la solvencia y el riesgo de crédito asociado en el medio y largo plazo. El rating otorgado ha sido notificado a la empresa calificada, no siendo modificado desde entonces.

2.1 Calificación axesor rating

Denominación Social
Masmovil Broadband, S.A.
 NIF A87297354



Tendencia
estable

Masmovil Broadband, S.A. (en adelante "Broadband", "Emisor") es la sociedad creada al objeto de desarrollar el negocio de banda ancha fija para el grupo cotizado Masmovil Ibercom, S.A. (en adelante "Masmovil"). El proyecto objeto de calificación comprende tanto la explotación de las infraestructuras de red propias como las correspondientes a terceros bajo los acuerdos existentes, siendo todo ello objeto de financiación mediante una emisión de Bonos objeto de la presente calificación.

Fundamentos

Perfil de negocio

- Negocio con adecuada justificación económica, integrado en el grupo cotizado Masmovil**

El proyecto Broadband responde a la estrategia general de Masmovil para crecer en el mercado de telecomunicaciones bajo la capacidad de una oferta nacional de banda ancha fija (Internet) que complemente, impulse, y diversifique sus ingresos de acuerdo a las pautas actuales de los operadores líderes. En el momento actual Masmovil presenta un avance significativo en su posicionamiento como cuarto operador, aspecto que, junto al avance de las operaciones en Broadband, favorece el cumplimiento de los objetivos financieros. En 2016 el proyecto ha captado fondos por importe de €30 millones en el mercado de capitales (Bono MARF senior secured). Adicionalmente el proyecto se desarrolla bajo términos económicos alineados con la capacidad financiera y posicionamiento comercial del grupo, aspecto que mejora su potencial en un entorno de mercado altamente competitivo.
- Proyecto ya avanzado sobre la base de un potencial de captación de clientes mejorado, pero con un amplio recorrido para su consolidación**

En 2017 el proyecto encara su segundo ejercicio operativo sobre la base de un marco contractual completamente formalizado y un adecuado cumplimiento de los objetivos de 2016. La compañía afronta una revisión del Plan de Negocio sobre la base de unos acuerdos de despliegue de red mejorados, y el mejor posicionamiento de Grupo Masmovil tras las adquisiciones realizadas, aspectos que suponen un impulso al potencial de captación de clientes. Si bien el proyecto ya cuenta con cierto histórico se determina una situación actual aún de incipiente desarrollo. No obstante, se destaca como la compañía está alcanzando unos mejores resultados pese al menor tiempo de operación comercial y a la menor huella comercial adquirida frente a lo previsto.
- Gestión dotada de los medios humanos y técnicos necesarios**

Broadband cuenta con el refuerzo positivo de su accionista y el equipo gestor, aspecto reforzado en los últimos meses, para la consecución de los objetivos planteados. La compañía cuenta asimismo con un organigrama de gestión definido y dotado de los procedimientos y medios, tanto personales como técnicos, necesarios para el desarrollo de su actividad. El grupo Masmovil avanza actualmente en la consolidación de su reciente crecimiento inorgánico y consecución de la mejora en la rentabilidad, aspecto aún con recorrido derivado de sus resultados actuales y el emprendimiento de nuevos negocios como Broadband.

Perfil financiero

- **Mecanismo de cash-flow con riesgos abiertos en su predictibilidad y consecución**

El mecanismo de los ingresos del proyecto está altamente ligado a la capacidad comercial que se desempeña, siendo esta actividad desarrollada por Masmovil en la medida en que Broadband se configura exclusivamente como filial de infraestructuras. La falta de certidumbre en los ingresos está mitigada entre otros aspectos por la capacidad del proyecto para generar cash-flow positivo desde el momento del inicio (88.807 clientes a 31 de enero de 2017), la justificación económica adecuada del proyecto, la asunción de un escenario conservador en las estimaciones de negocio, y finalmente, la variabilidad de gran parte de los costes de explotación que dependen de la consecución de clientes.

- **Proyecciones financieras que señalan bajo un escenario conservador el repago de la deuda de forma solvente**

Broadband cierra su ejercicio 2016 con un balance estimado de €188 millones y un Patrimonio Neto del 11%, siendo este un momento de alto apalancamiento conforme a las necesidades de inversión y la falta de mayor recorrido en la actividad. El proyecto suma tanto de la experiencia de la propia compañía como de la experiencia pasada de los competidores en el mercado de banda ancha fija, base que sirve para el establecimiento de unos objetivos de negocio alcanzables y que de cumplirse se valoran como altamente suficientes para afrontar los compromisos de la financiación. En base al potencial de generación de negocio, el repago de la deuda muestra un escenario base con un RCSD mínimo durante el período de amortización de principal de 3,3x (Promedio 3,7x), contando durante los períodos de carencia (necesarios durante la etapa de inversión) de una acumulación de fondos que permite la dotación de la cuenta de reserva, el reparto de dividendos (aspecto limitado), y excedentes de caja para reforzar la liquidez. A la fecha del informe, el proyecto muestra un positivo desempeño en relación a los objetivos del plan de negocio anterior, así como, avanzan una adecuada posición para el cumplimiento de los objetivos de 2017.

- **Proceso de financiación estructurada sin recurso y con garantías reales**

Actualmente la compañía trabaja en la captación de hasta €40 millones destinados a financiar los costes de adquisición de activos y la fase de despliegue de red estimada para los próximos tres años. La financiación, que completa el límite establecido de €70 millones, contempla una emisión de Bonos senior secured con siete años de duración (2024), y cuatro años de carencia de acuerdo a la fase de inversión y maduración inicial, siendo el recurso a la matriz no contemplado. Se establece una estructura de garantías y covenants que replican las actualmente existentes y que refuerzan el mecanismo de ingresos del proyecto. Se estima un valor de los activos, a un coste de reposición, de €126 millones una vez finalizado la fase de despliegue propio (final 2019), lo que dota al proyecto de un adecuado Loan to Value del 55% al inicio de su plena capacidad operativa.

Principales indicadores del proyecto

Indicadores del proyecto - Caso Base								
€ millones	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Unidades Inmobiliarias cubiertas	1,8	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Ventas	50,5	144	219,7	272	310,1	332,3	341,6	346,6
% crecimiento ventas	-	185%	53%	24%	14%	7%	3%	1%
EBITDA	15,7	52,3	70,4	95,2	109	116,3	120,2	122,4
% s/ventas	31%	36%	32%	35%	35%	35%	35%	35%
Cash-flow explotación	100,7	19,1	89,7	75	100,5	107,7	113,1	116,7
Cash-flow antes de la deuda (1)	-28,5	-28,5	49,7	52,7	80,4	89,9	95,8	99,6
Caja balance (antes de dividendos)	32,6	0,7	46,5	52,4	79,8	88,5	87,6	100,9
Servicio de la Deuda	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	27,4	26,0	24,7
Deuda Financiera	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	46,7	23,3	0,0
Deuda Financiera Neta	37,4	69,3	23,5	17,6	-9,8	-41,8	-64,2	-100,9
Ratios								
Deuda Financiera Neta / EBITDA	2,4x	1,3x	0,3x	0,2x	-0,1x	-0,4x	-0,5x	-0,8x
Deuda Financiera Neta / Cash flow explotación	0,4x	3,6x	0,3x	0,2x	-0,1x	-0,4x	-0,6x	-0,9x
RCSD (2)	-7,1x	-7,1x	12,4x	13,1x	20,0x	3,3x	3,7x	4,0x
Caja balance antes de la deuda / Servicio de la Deuda	-6,1x	-6,1x	13,4x	14,1x	21,0x	4,3x	4,7x	5,0x

(1) CF antes de la deuda = CF explotación - Capex

(2) Ratio Cobertura del Servicio de la Deuda = Cash-flow antes de deuda / Servicio de la deuda

Tendencia

La tendencia del presente rating es **estable**. Nuestra opinión determina que el rating otorgado refleja la actual situación, así como, la perspectiva futura esperada en el riesgo crediticio de la compañía.

Broadband afronta un período necesario de alto crecimiento y consolidación de objetivos a medio plazo, el cual debe resultar en un adecuado posicionamiento para afrontar los vencimientos de su deuda.

Nuestra opinión de crédito está basada tanto en un análisis cualitativo que alcanza el planteamiento del proyecto y su ejecución esperada, como en las proyecciones financieras facilitadas por la compañía para el período 2017-2024, que incluyen la estructuración de una Financiación de Proyecto mediante la emisión de Bonos.

Madrid, 10 de Febrero de 2017



Julián Villalba Checa
Director de Análisis



Miguel Castillo Clavarana
Analista Senior

3 Marco General

3.1 Perfil del proyecto

Masmovil Broadband, S.A. (en adelante "Broadband", "el Emisor") es la sociedad creada al objeto de desarrollar el negocio de banda ancha fija (internet) para el grupo cotizado Masmovil Ibercom, S.A. (en adelante "Masmovil").

El proyecto se gesta en 2015 a raíz de la adjudicación por parte de Masmovil de los activos de red de fibra óptica (tipo Fiber To The Home o FTTH) puestos a la venta por Jazztel como imposición de la Comisión Europea en el proceso de su adquisición por parte de Orange, y que incluye igualmente el acceso a la red de cobre desplegada por Jazztel para dar servicio de banda ancha fija (tecnología xDSL). Ambos activos se denominan como *remedies* por cuanto son una medida encaminada a favorecer la competencia ante la pérdida de una compañía en el mercado. En este marco, se establecen igualmente acuerdos entre las partes para el uso compartido y limitado de la red FTTH adquirida, (acuerdos IRU por sus siglas en inglés).

El proyecto comprende adicionalmente, junto con el desarrollo de su red propia previa a los *remedies*, el despliegue de nueva red propia por parte de Broadband. Igualmente, desde octubre de 2016 Broadband cuenta ya con el acuerdo con el operador Orange, para desarrollar tanto los objetivos marcados de co-inversión en nueva red de fibra como las condiciones de acceso indirecto por parte de Broadband a la red de fibra de Orange (acuerdo bitstream FTTH). Bajo este acuerdo, que modifica y amplía el ámbito de negocio inicialmente planteado para el proyecto, la compañía pretende en el momento actual favorecer en mayor medida un crecimiento de acceso inmediato, y en zonas de mayor población, completando la estrategia de desarrollo de red propia en zonas de baja competencia (poblaciones de 50.000-10.000 habitantes). Los objetivos de cobertura iniciales, 2,3 millones de unidades inmobiliarias (UUII) en 2020, cuentan desde 2016 con el acuerdo de uso de la red del operador Adamo (hasta 150.000 UUII estimadas).

Broadband se configura por tanto como un operador de infraestructuras que provee de red a la operativa comercial de Masmovil, Jazztel, y Orange (en la parte de red correspondiente), conteniendo los activos de red propios, y los derechos irrevocables de uso (IRU) sobre los activos que no son de su propiedad. La capacidad de red FTTH (actual y futura), que alcanzaría los 2,3 millones de unidades inmobiliarias al final de 2019, se estima como suficiente para que Broadband pueda cumplir con sus objetivos de negocio, a la vez que dar entrada a otros operadores si se viera obligado a ello para mejorar su generación de ingresos.

De esta forma, el proyecto Broadband incluye los siguientes ámbitos de negocio:

- **Operaciones comerciales sobre:**
 - La red de fibra adquirida a Jazztel (*remedies* FTTH) y compartida con esta (IRU Jazztel)
 - La red de cobre arrendada a Jazztel dentro del marco de la adquisición anterior (*remedies* xDSL)
 - La red de fibra arrendada a Orange dentro del marco de la co-inversión en nuevo despliegue de red (IRU FTTH Broadband)
 - El acceso indirecto a la red de fibra de Orange bajo los límites y condiciones establecidas (Bitstream FTTH) dentro del nuevo marco de relaciones a raíz del mejor posicionamiento de Masmovil en el sector
 - La red de fibra arrendada a Adamo tanto sobre fibra FTTH en hasta 200 UUII (IRU FTTH Adamo)

- **Desarrollo de los activos de red propios (actuales y futuros):**
 - Previos a los *remedies* (filial EMBOU)
 - Ampliación del despliegue sobre la red FTTH adquirida a Jazztel (igualmente aplica el IRU Jazztel)
 - El despliegue de nueva red propia, que cuenta con un derecho de uso a favor de Orange, dentro del marco de la co-inversión en nueva red FTTH (IRU Orange)

3.2 Trayectoria y descripción del proyecto

2014-2015. Masmovil adquiere las compañías EMBOU (2014) y NEO (2015) que constituyen el inicio de Masmovil en el negocio de banda ancha fija.

Con la adquisición de NEO (segregación de la parte comercial de la compañía NEO SKY 2002) Masmovil adquiere experiencia y clientes en el servicio de banda ancha a empresas y Administraciones Públicas, en este caso operando sobre la frecuencia 3,5 GHz mediante tecnología 4G/LTE.

Con fecha 19 de Mayo de 2015 la Comisión Europea aprueba, sujeto a condiciones que favorezcan la competencia en el mercado, la adquisición de Jazztel por parte de Orange. Las condiciones incluyen entre otras medidas (*remedies* a efectos de referencia):

- Venta a un tercero de parte de la red de fibra FTTH de Jazztel hasta alcanzar una huella similar a toda la infraestructura de FTTH de Orange a cierre del ejercicio 2014. Se estima inicialmente en 13 centrales en las provincias de Madrid, Barcelona, Valencia, Sevilla y Málaga, sobre un estimado de no más de 750.000 UUII (unidades inmobiliarias). Para evitar que Jazztel deba replicar nuevamente la red ya establecida se permite el uso compartido mediante cesión de parte de la misma.
- Para el adquirente de la fibra, un acceso indirecto (Bitstream) a la red de cobre de Jazztel durante cuatro años ampliables a ocho. Se establece que el acuerdo ofrezca condiciones económicas que permitan una oferta de servicio competitiva para el comprador.

El 31 de Julio de 2015 Broadband y Jazztel acuerdan los términos de la transacción, incluyendo igualmente aquellos por los que discurrirán las cesiones sobre red propia de Jazztel y Orange (los IRU), y el marco general de negociación que regirá el funcionamiento operativo del proyecto. Los acuerdos entre las partes y que se concretan en:

- **Adquisición y derecho de uso de infraestructuras (*remedies*)**

Remedies FTTH

- Broadband adquiere por €89 millones la red FTTH, compuesta finalmente por 740.391 unidades inmobiliarias. Jazztel operará la red durante un período de transición fijado en 12 meses y costeará el mantenimiento por la parte correspondiente a sus clientes (inicialmente la totalidad del coste por tanto).
- Jazztel adquiere un derecho de uso irrevocable (IRU) de la infraestructura de Broadband por hasta el 40% de su capacidad (medida cómo el número de clientes sobre el total de UI a nivel de cada central) y un período de 35 años, abonando a Masmovil €69 millones. Bajo este acuerdo se comparte el coste de mantenimiento de la red en base a la proporción de clientes, siendo un mínimo del 40% asumido por Jazztel.
- El neto de la operación supone por tanto un desembolso de €20 millones por parte de Broadband.
- Los activos se valoran en €98 millones de acuerdo a la contabilidad del vendedor (coste de reposición).
- El acuerdo contempla que se podrán desarrollar conexiones adicionales (UUII) en la red FTTH de Masmovil con una estimación de alcanzar 1.000.000 UUII en total (actuales + ampliación), siendo Jazztel la encargada de ejecutar el despliegue y vender la propiedad de la red ampliada a Broadband, obligándose a su vez ésta a pagar por mantener las condiciones del IRU (35 años y 40% de capacidad). En este caso el neto de la operación supone el pago por parte de Broadband de €27/UI.

Remedies xDSL

- Bajo acuerdo IRU con Jazztel, Broadband accede a la red de cobre de Jazztel de forma indirecta (Bitstream) para ofertar tecnología xDSL (ADSL principalmente). La red se extiende aproximadamente al 80% del territorio nacional, lo que estima 18,6 millones de UUll (1.123 estaciones). Jazztel se compromete a ampliar la red cuando sea necesario y a ofrecer un único punto de conexión nacional.
- El IRU se concreta en un pago de €29 millones por parte de Broadband a Jazztel, lo que confiere acceso ilimitado con una duración de hasta ocho años máximo (cuatro años prorrogables en cuatro más). El pago del IRU se estructura en un 30% en los primeros cuatro años y un 70% en el tiempo restante, y es financiado a tipo cero por parte del vendedor.
- Las condiciones económicas suponen que en todo momento la oferta de Broadband pueda ser competitiva, tanto respecto de Jazztel como del incumbente (Telefónica), acogiéndose a la regulación OBA (Oferta de Acceso al Bucle Abonado) que regula el acceso indirecto sobre las redes de Telefónica. El flujo de fondos, 100% de carácter variable en función de los clientes efectivamente conectados, viene determinado tanto por las comisiones de alta y baja que se produzcan, como por el pago mensual a Jazztel por línea contratada. Tal y como se ha comentado, estos costes serán equivalentes a los costes variables soportados por Orange o Vodafone al proveer servicios de ADSL a sus clientes finales.

Cumpliendo el hito de la existencia de acuerdos para la transacción en los términos exigidos, el 19 de octubre de 2015 la Comisión Europea autoriza la adquisición de los activos de referencia por parte de Masmovil.

2016. En enero Broadband formaliza la compra de los activos denominados *remedies*.

IRU de Broadband sobre red propia de Adamo

En febrero de 2016 la compañía acuerda con el operador Adamo el acuerdo de arrendamiento de red, siendo Broadband el arrendatario, y bajo las siguientes condiciones:

- Acuerdo inicial de 35 años con el que Broadband podrá conectarse a la red FTTH de Adamo (hasta el 30% de la capacidad total de la red)
- Acuerdo de desarrollo de hasta 150.000 UUll en 2017-2019 por €4,5 millones (extensible a 200.000 UUll)
- Se determina un precio mensual por cliente:
 - €30 fijo por cliente
 - Precio variable de mantenimiento proporcional en función de clientes de cada parte.

Entre los meses de abril y junio se adjudican los lotes que conforman el proyecto de despliegue de red FTTH propia de Broadband, bajo el esquema previsto de una contratación 'multiparte' gestionada desde una oficina de proyectos (PMO) encargada de dar soporte a los distintos lotes y coordinación transversal, calidad, control económico y reporting,

Con fecha 12 de julio de 2016 la compañía completa una emisión de bonos por un importe de €30 millones no subordinados y garantizados, con vencimiento 27 de julio de 2024 y cinco años de carencia de principal y amortización por tercios en los últimos tres años (cupón anual del 5.75%). La emisión cuenta con un rating BB/positiva de axesor rating.

Conforme a lo previsto, en octubre se firman los acuerdos denominados de co-inversión, en la medida en que permiten a las partes reducir los costes de despliegue de red propia. Los acuerdos de arrendamiento de red ya conocidos, y que se firman en condiciones similares a lo inicialmente planteado, se complementan con el acuerdo de acceso indirecto al total de la red FTTH de Orange bajo las limitaciones establecidas. Estos acuerdos permiten ratificar y fortalecer el proyecto, el cual ofrece actualmente un mayor potencial de captación de negocio frente a los acuerdos iniciales.

Red propia Broadband con IRU de Orange (acuerdo vinculado al desarrollo por parte de Orange de su propia red)

- Broadband desarrollará hasta 700.000 UUII en zonas de baja competencia (5.000-50.000 habitantes), bajo una planificación cerrada de 50.000 UUII antes de 2018 y 200.000 antes de 2020. La expectativa de inversión alcanza por tanto los €60 millones en el período 2016-19.
- Para esta infraestructura se acuerda con Orange un IRU a 35 años por el 40% de capacidad de la red y un período inicial de exclusividad comercial para Broadband de 12 meses. El acuerdo fija un pago por parte de Orange de:
 - 0-300m UUII: Orange mutualiza a igual precio esperado por UUII (zona alta competencia).
 - 300m-500m UUII: Orange paga el mismo precio estimado por UUII (no hay obligación de mutualizar por parte de Broadband).
 - 300m-500m UUII: Orange mutualiza a un precio inferior esperado por UUII (zona baja competencia).
- El precio del IRU se estima por tanto en hasta un total de €76,3 millones entre 2016 y 2019. Así como el mantenimiento de red en base a la proporción de clientes.
- Las subvenciones públicas obtenidas (Plan PEBA) alcanzan actualmente los €9,1 millones.

IRU de Broadband sobre red propia de Orange (*complemento del acuerdo anteriormente descrito*)

- Broadband podrá conectarse a la red FTTH de Orange, tanto existente como la nueva a desarrollar dentro del actual plan de despliegue de esta, en hasta 500.000 UUII, mediante un acuerdo IRU de 35 años. El despliegue de Orange se centra en zonas de alta competencia (grandes poblaciones).
- Broadband podrá determinar en qué áreas está interesado coinvertir en el despliegue (Madrid y Barcelona principalmente, según declarado por Broadband).
- Bajo el acuerdo Broadband pagará hasta €55,3 millones. El esquema de pagos se establece de la siguiente forma:
 - 0-300m UUII: Masmovil mutualiza al mismo precio esperado por UUII.
 - 300m-500m UUII: Masmovil mutualiza a un precio esperado inferior por UUII.
 - Adicionalmente se incluye un pago por mantenimiento de red por cliente mensual.

Acceso indirecto (bitstream) sobre red propia FTTH de Orange

- Bajo acuerdo inicial de 10 años de duración, Broadband podrá conectarse a la red FTTH de Orange (más de 8 millones de UUII actualmente).
- Se establece unos límites de hasta 250.000 hogares en zonas liberalizadas de alta competencia (35% de la población) durante los primeros 3 años. No obstante, en caso de que Orange aplique esta limitación Broadband podrá migrar sus clientes a otro operador, aspecto que se muestra como incentivo a su no aplicación final.
- Se determina un precio mensual decreciente por línea contratada siempre por debajo de los precios regulados (VULA):
 - hasta 40.000 líneas
 - > 40.000 líneas
 - > 100.000 líneas
 - > 250.000 líneas

3.3 Evolución actual del proyecto

En 2017 Broadband afronta su segundo ejercicio de operaciones sobre la base de un marco contractual completamente formalizado, con el proyecto ya avanzado de despliegue de red, y un nuevo Plan de Negocio que recoge el mayor potencial advertido por la gestión. El mayor potencial se sustenta tanto en la evolución actual de la penetración comercial, dónde el producto xDSL está teniendo una positiva respuesta comercial, como en la proyección que desprende el nuevo acuerdo de Bitstream con Orange, y el mejor posicionamiento del Grupo Masmovil tras las adquisiciones de los grupos Yoigo y Pepephone. En este sentido destacar que a cierre de 2016 los resultados no incorporan aún el negocio procedente de este nuevo escenario.

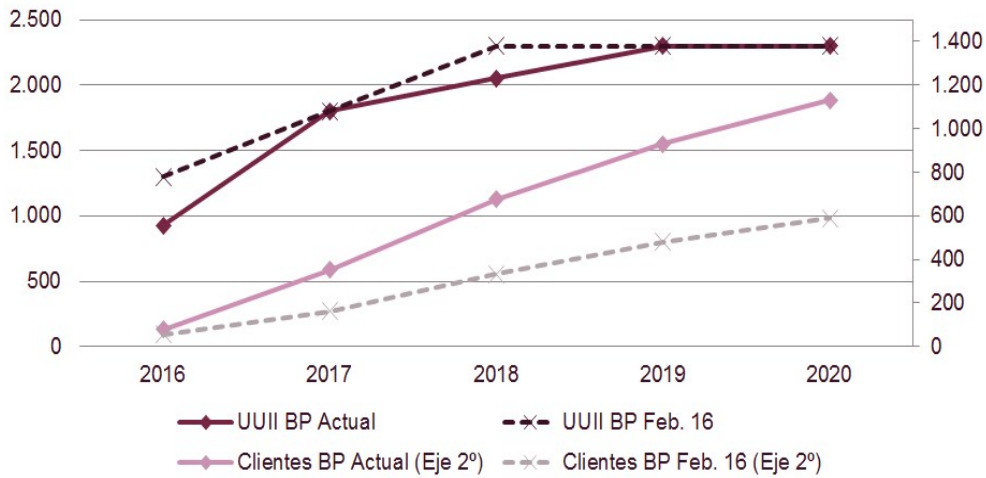
Tabla 1. Evolución del proyecto			
Cifras en miles	Actual	Estimado	Observaciones
Cientes totales	78	56	39% más de clientes pese a retraso de 4 meses en el inicio de operaciones
Ingresos	6.500	5.600	16% superior. Más ingresos por clientes e IRU remedies
EBITDA	2.500	2.300 (1)	
Huella comercial (UUII)	925	1.300	Retraso en despliegue propio y co-inversión parcialmente compensado con mayor red de remedies
Capex	49	34	Incremento de actividad comercial comercial

(1) EBITDA corregido para comparación

Respecto de los *remedies* señalar que al cierre de 2016 la red FTTH correspondiente ya se ha visto ampliada hasta las 824.000 unidades bajo las condiciones acordadas con Orange. Por su parte, el proyecto de despliegue de red propia alcanza a 31 de enero de 2017 más de 116.418 nuevas UUII de FTTH, lo que unido a las correspondientes a los *remedies* suman un total de 940.418 unidades pasadas de fibra al inicio de 2017. El retraso en el inicio conforme a lo previsto determina un menor despliegue frente a los 1,3 millones de UUII previstas. En este sentido se destaca la reasignación en enero del contrato correspondiente al Lote 3 (suministro del equipamiento activo FTTH y los servicios profesionales asociados) a Huawei (anteriormente ZTE). De esta forma, la previsión actual sitúa el objetivo inicial de 2,3 millones de UUII al final del ejercicio 2019 (un año más), aspecto que en todo caso no interfiere en los objetivos financieros del proyecto.

Por el contrario la situación respecto a la captación de clientes y generación de resultados se presenta mejorada respecto a las previsiones, dentro de la situación aún incipiente de desarrollo. Así, se destaca la presencia al cierre de 2016 de 78.000 clientes (56.000 estimados), resultando en unas ventas de €6,5 millones (5,6 millones estimados) y €2,5 millones de EBITDA (2,3 millones estimados) para el ejercicio 2016. De esta forma, se determina que desde el momento inicial las previsiones de generación de negocio están siendo mejoradas pese al retraso en el despliegue de nueva red, y el inicio más tardío de la comercialización de la oferta convergente de Masmovil (Mayo frente a Enero 2016).

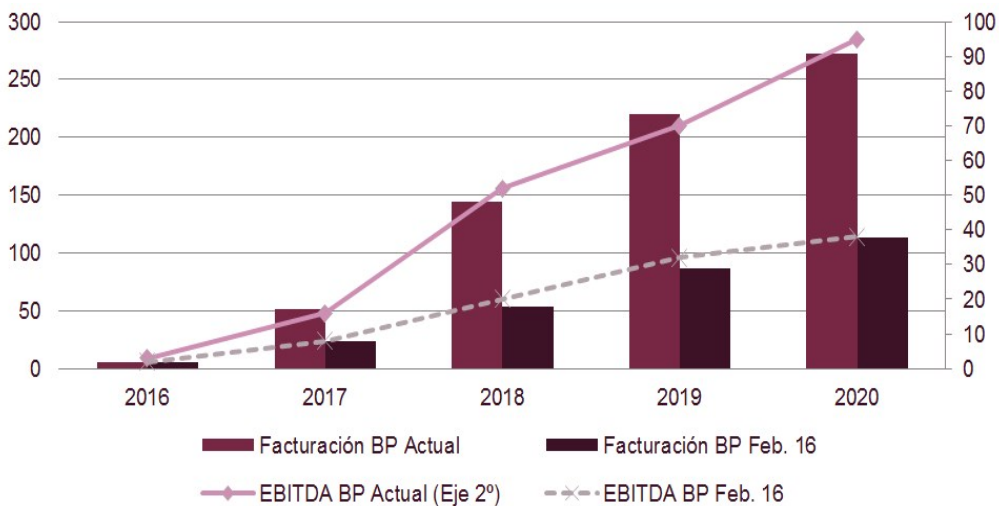
Gráfico 1. Evolución UUll y clientes. BP actual vs BP feb. 2016. Cifras en miles



De esta forma, la tendencia actual en la penetración comercial, junto al nuevo marco contractual del proyecto, y el refuerzo del mejor posicionamiento de Masmovil, tras las adquisiciones realizadas (Pepephone y Yoigo principalmente), determinan una revisión sustancial al alza de los objetivos de crecimiento en los próximos ejercicios.

En este sentido señalar que la compañía dispone en este momento de una auditoría del despliegue de red y número de clientes al 31/01/2017 realizada por la firma Ernst&Young. Este documento verifica el positivo avance del proyecto, el cual a esta fecha cuenta con la existencia de hasta 116.418 UUll desplegadas y 132.887 clientes activos (incluye Masmovil 88.807, Yoigo 2.907, y Pepephone 41.173). De esta forma, con la evolución esperada del primer trimestre y la suma de los clientes de Pepephone, Broadband aseguraría en el primer trimestre gran parte los objetivos financieros estimados para el año 2017, viéndose favorecidos igualmente para los próximos ejercicios. Bajo el nuevo escenario actual la compañía alcanzaría en 2020 un afacturación estimada de €272 millones frente a los €113 millones previos.

Gráfico 2. Evolución Facturación y EBITDA. BP actual vs BP feb. 2016. En millones €



Por otro lado la adquisición de Yoigo, compañía centrada en el negocio de telefonía móvil, supone incorporar al perímetro comercial de Masmovil más de 3,3 millones de clientes donde una de las principales motivaciones del cambio a otro operador ('churn') es la falta de una oferta convergente. En el momento actual Yoigo ya dispone de una primera oferta convergente lanzada recientemente.

El mayor potencial de crecimiento, que beneficia a la calidad crediticia de la compañía en caso de consecución, se ve reflejado en las proyecciones financieras. No obstante, el proyecto requiere aún de la consecución de hitos importantes, como son los de obtención de financiación, avanzar en la consecución de clientes y gestionar el crecimiento y desarrollo en todas las vías de negocio hasta obtener el nivel suficiente para afrontar con garantías el período de amortización de deuda previsto.

Respecto de la financiación, señalar que en el momento actual de la gestión está preparando una nueva emisión de Bonos por hasta €40 millones a efectos de completar las necesidades de fondos planteadas inicialmente para el proyecto Broadband (hasta €70 millones). La emisión cuenta con los mismos términos y condiciones de la financiación actual, formalizada en 2016 mediante Bonos por importe de €30 millones en el MARF.

3.4 Descripción técnica del proyecto

El negocio de banda ancha fija se identifica con la oferta de diversas tecnologías de telecomunicación que permiten la transferencia de datos en alta velocidad, tanto a particulares como a empresas, permitiéndoles entre otras las funciones de acceso a Internet desde un punto fijo de conexión. Dentro de las diversas tecnologías se distinguen: las que usan el par de cobre (tecnologías xDSL), la de cable mixto (HFC), la de fibra óptica (FTTH), las inalámbricas (WiMAX, 4G/LTE) o las de satélite (VSAT). La banda ancha o negocio de datos es el segmento que actualmente dinamiza el sector de las telecomunicaciones en España, frente al retroceso de los ingresos del segmento voz (telefonía).

En el marco de este proyecto destacamos tanto las tecnologías del tipo xDSL (ADSL como la más común) como la tecnología de fibra óptica más avanzada (FTTH) que representan los servicios o negocios bajo los que Broadband pretende operar. La tecnología FTTH (Fiber To The Home) utiliza la red de fibra óptica instalada y con acceso directo al punto de cliente para ofrecer la mejor transmisión de datos actualmente en términos de velocidad y calidad. La tecnología FTTH forma junto a la tecnología HFC (fibra+cable) las denominadas redes de nueva generación (NGA), llamadas a liderar progresivamente el mercado de la banda ancha fija.

La tecnología xDSL aprovecha la red de cobre, tradicionalmente asociada al ámbito de la telefonía fija, para dar servicio de banda ancha y presenta como principal ventaja sobre las NGA su mayor capilaridad en el territorio nacional, al ser la tecnología de mayor antigüedad y despliegue (7,6 millones de líneas activas en 2015 tras un descenso del 14,7%). Con respecto a la red de cobre de Jazztel, sobre la que Broadband obtiene acceso indirecto (remedies xDSL), señalar que ésta opera a su vez sobre la instalación de un bucle completamente desagregado en la red de Telefónica, sujeto por tanto a las condiciones del OBA (Oferta de Acceso al Bucle Abonado), regulado por la CNMC. Se establece que todos los accesos contratados se concentrarán en un solo punto de entrega. Un segundo punto de entrega redundante puede ser establecido manualmente si es solicitado por Broadband.

Con respecto a los remedies adquiridos estos comprenden una red FTTH basada en una red GPON con splitting 1:64 en dos niveles (1:4 y 1:6), asociada a sus respectivas centrales o cabeceras (estaciones base de inicio de la red), redes de alimentación (desde cabecera a los edificios), redes de distribución (dentro del edificio hasta los cajetines) y redes de dispersión (acometida final a los clientes).

Señalar que el marco de la compraventa no incluye las infraestructuras civiles en la red de alimentación y distribución, ni la red de dispersión, debiendo Broadband de formalizar los diferentes acuerdos, según el caso, con los propietarios o arrendatarios de las mismas para la operativa. La falta de control sobre el total de la red es un aspecto relevante en la medida en que la misma está sujeta a las posibles averías que pudieran surgir. A este respecto la compañía cuenta con un acuerdo para regular el alcance y responsabilidad de cada parte en caso de incidencia.

La red de FTTH adquirida a Jazztel incluía 13 centrales o cabeceras situadas en las ciudades de Madrid, Alcorcón, Barcelona, Badalona, Hospitalet de Llobregat, Valencia, Sevilla y Málaga, siendo finalmente adquiridas 740.391 unidades inmobiliarias. La red cuenta con una capacidad de uso máximo conjunto de hasta el 70% de la misma, aspecto que actualmente es muy holgado respecto a los objetivos requeridos en el plan de negocio de Broadband. Como se ha comentado en el momento actual la red se ha visto ampliada hasta las 824.000 unidades.

4 Análisis cualitativo

4.1 Justificación y ámbito competitivo

El proyecto Masmovil Broadband supone un sustancial impulso al negocio de banda ancha fija del Grupo Masmovil, aspecto que se enmarca dentro de la estrategia general de posicionarse como cuarto operador de telecomunicaciones en España bajo una oferta de servicios completa y de alcance nacional, asimilable a la de los operadores de referencia o dominantes. En este sentido destacamos las adquisiciones de Yoigo (cuarta compañía del sector por cifra de negocio) y Pepephone, durante 2016, como elementos que refuerzan tanto la estrategia del Grupo Masmovil como el propio crecimiento de Broadband.

Con las infraestructuras de red previstas (*remedies* y desarrollos compartidos), la compañía se dota de una capacidad operativa en el mercado de banda ancha fija bajo condiciones favorables en términos de: cuota de mercado, alcance geográfico, diversificación tecnológica, coste, y ahorro de tiempo. Derivado de lo anterior se establece que el proyecto cuenta con un adecuado potencial de rentabilidad y una positiva justificación económica del proyecto. A este respecto es importante señalar como la existencia de los *remedies* (adquisición de red FTTH y acceso competitivo a la red xDSL de Jazztel) es una oportunidad única e inesperada que surge de una obligación legal para favorecer la competencia de una compañía de menor relevancia. Aspecto, este último, que deriva en unas condiciones beneficiosas para el adquirente que no se darían en un ámbito de libre mercado.

De igual forma, se advierte como la planificación para la adquisición, desarrollo y explotación de los activos incluye elementos consecuentes con la capacidad financiera actual de Masmovil, así como, permiten mantener su filosofía general y el posicionamiento comercial (estrategia 'value for money'), dentro de un negocio que es complementario al actualmente desarrollado.

El mercado de las telecomunicaciones, y por ende el de la banda ancha fija o de datos fijos, cuenta con un ámbito competitivo de elevada madurez y altas barreras de entrada que derivan en la alta competencia existente. Así, se caracteriza por ser un mercado con pocos competidores y donde destaca la presencia de un reducido grupo de operadores con destacado poder de mercado (Movistar, Vodafone y Orange). En el último ejercicio Grupo Masmovil ha dado un paso fundamental para posicionarse como el cuarto operador de alcance nacional, ámbito donde aún debe avanzar en su consolidación.

Tabla 2. Ranking operadores telecomunicaciones en España.

€ millones	Ingresos 2014	Ingresos 2015	Var. 15-14
Telefónica	12.475	12.294	-1,45%
Vodafone (1)	5.468	5.507	0,71%
Orange + Jazztel (2)	5.082	5.099	0,32%
Masmóvil + Yoigo (3)	1.029	1.058	2,80%
Euskaltel + R (2)	554	538	-3,01%
Telecable	134	137	1,98%

(1) Incluye la integración del grupo Ono

(2) Datos agregados de ambas compañías

(3) Datos agregados de Masmovil, Pepephone y Yoigo

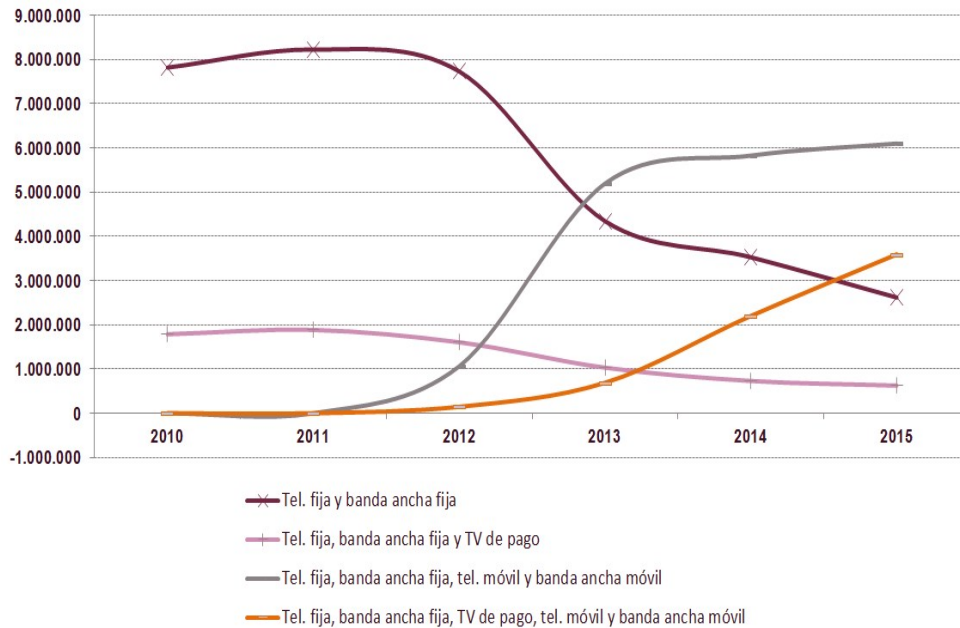
De esta forma, después del grupo de operadores principales, el mercado de oferta de banda ancha fija se conforma con diferentes compañías regionales de pequeño tamaño. Son Euskaltel y Telecable los mayores operadores regionales de telecomunicaciones por volumen de ingresos, con una positiva integración en el mercado que les ha permitido desarrollar una oferta convergente de fijo-móvil-banda ancha.

La saturación alcanzada en el segmento de voz, que desde hace años cuenta con una penetración del mercado superior al 100% y que había derivado en un ambiente de 'guerra' de precios y reducción de ingresos, demandaba un cambio de estrategia en las compañías. Es en este entorno donde el negocio de banda ancha, tanto móvil como fija, se constituye como elemento clave para el mercado. Ante esta situación, se ha intensificado el proceso de concentración en los últimos años (Vodafone-ONO, Orange-Jazztel, Grupo Masmovil, etc.), como medida más eficaz para obtener tanto un crecimiento de la base de clientes que permita la mejora de la rentabilidad, como un fortalecimiento en el negocio de banda ancha para las compañías adquirentes.

Así, actualmente se considera al segmento de la banda ancha fija, especialmente la de última generación, como un dinamizador clave del sector de las telecomunicaciones, una vez que el segmento de voz había alcanzado una importante madurez. Este hecho se apoya igualmente en la continuidad de una tendencia creciente en la percepción de Internet como el mejor medio para las actividades de comunicación, entretenimiento, e información por parte de los consumidores, y la continuidad en la penetración de dispositivos informáticos en los hogares.

Igualmente, se destaca el papel protagonista actual de la banda ancha fija como elemento integrador de la oferta de los servicios de telecomunicaciones, por cuanto la oferta de un servicio convergente o 'multi-play' que aglutine varios servicios en torno a la contratación de la banda ancha fija (banda ancha fija y móvil, voz fija y móvil, y TV) marca la tendencia actual del mercado. Este aspecto, que permite a las operadoras una mayor capacidad de realizar ofertas competitivas, así como una mayor capacidad para fidelizar al cliente, determina la importancia de contar con un servicio de datos fijos competitivo.

Con referencia a lo anterior, las estadísticas reportadas por la CNMC muestran que la tendencia impulsada por las ofertas de las operadoras a favor del cambio de los usuarios a los paquetes convergentes es relevante. Así, en 2015 los niveles de contratación de este tipo de paquetes convergentes (cuádruples y quíntuples) en el conjunto del mercado superó el 78% del total de paquetes contratados. La decidida apuesta por la inclusión de contenidos de televisión 'premium' (cine, series, eventos, deportes, etc.) por parte de los operadores se ha convertido actualmente en un elemento clave en la estrategia comercial, especialmente en el segmento de precio alto, tanto para incrementar la base de clientes como el ingreso medio por cliente (ARPU). En 2015 el crecimiento anual de los clientes con algún tipo de oferta con televisión ha sido del 47%% (32% en 2014) confirmando la tendencia de crecimiento. . En 2015 los paquetes convergentes fueron los más demandados, representando casi el 75% de los paquetes vendidos en el territorio nacional.

Gráfico 3. Evolución del empaquetamiento de servicios. En unidades

Como respuesta a la situación del mercado, el negocio de banda ancha fija asiste en los últimos años a un rápido despliegue de las redes de nueva generación (NGA), donde se incluye la tecnología FTTH. El despliegue de redes NGA se constituye por tanto como el 'campo de batalla' de los operadores del mercado de banda ancha fija aspecto que dota al negocio igualmente de un alto nivel de competencia a futuro. No obstante, la realidad actual es que los altos costes de despliegue suponen que los operadores dominantes centren sus despliegues fundamentalmente en las zonas 'premium' (las de mayor densidad de población y poder adquisitivo) con objeto de asegurarse en primer lugar la migración de sus clientes xDSL.

Así, el despliegue de las redes NGA se caracteriza actualmente por un elevado solapamiento. Los últimos datos reportados por el ministerio de industria, en colaboración con SETSI, señalan una cobertura de FTTH, neta de solapamiento, que alcanza los 8,2 millones de hogares en España. Así, el 91% de los hogares cubiertos están localizados en grandes ciudades (más de 50 mil habitantes). De esta forma, si bien se asocia un elevado grado de competencia al mercado, la capacidad de penetración fuera de los núcleos más poblados se mantiene aún como un elemento que justifica el desarrollo del negocio de banda ancha fija en España.

La adquisición de las infraestructuras de red, así como el acceso a los activos de Jazztel, supone dotar al grupo de una amplia cobertura comercial tanto en fibra (FTTH) como en xDSL, bajo un escenario de acceso inmediato y en condiciones económicas favorables, aspecto que permite romper de forma clara las principales barreras de entrada al sector (coste y tiempo de desarrollo). Por su parte, los acuerdos de co-inversión con Jazztel y el Orange (los IRU) permiten la contención de las inversiones en los nuevos despliegues de red planificados y una contribución a la variabilidad de los costes, aspecto consecuente con un esquema de ingresos no asegurado en su mayor parte, por cuanto depende de la capacidad de captación de clientes, y con la capacidad financiera de la compañía.

Por otro lado, el desarrollo propio de nueva red de fibra permite a la compañía establecer su oferta en zonas de baja competencia (poblaciones de menos de 50 mil habitantes). Los operadores dominantes actualmente centran sus esfuerzos en asegurarse un adecuado traspaso de sus clientes xDSL a fibra en las zonas de alta competencia, lo que sumado en determinados casos a la falta actual de despliegue de fibra propia en las zonas donde Broadband tiene sus objetivos se valora como una excelente oportunidad para obtener una alta captación de clientes y por tanto adecuados retornos a la inversión.

Respecto del entorno competitivo señalamos también cómo los operadores dominantes han crecido de forma similar en los últimos años mediante la aplicación de fuertes inversiones, ya sea en despliegue propio de red, adquisiciones de competidores, y el desarrollo de una amplia red de ventas, lo que ha derivado en una concentración que igualmente alcanza a su estrategia comercial. Así, los operadores dominantes enfocan su oferta a los servicios 'premium' de mayor coste como principal vía para obtener un retorno adecuado a sus inversiones. Esta situación se advierte por parte de Masmovil como una oportunidad que justifica sus acciones, por cuanto el acceso de la compañía al mercado mediante inversiones más contenidas les permite la competencia en un rango inferior de precios, aspecto que además es consecuente con la filosofía 'low cost' que impera en Masmovil y que se sustenta en su estrategia 'value for money'.

La adopción de una estrategia 'value for money', que implica un mayor valor añadido al cliente como beneficiario directo de los ahorros obtenidos en la cadena comercial, en el mercado de la banda ancha se advierte como un aspecto positivo por cuanto supone una estrategia diferencial dentro de un mercado muy competitivo y falta de diferenciación.

De esta forma, bajo nuestro criterio el proyecto Broadband responde perfectamente a las necesidades del Grupo Masmovil para su crecimiento como operador de telecomunicaciones, permitiendo la incorporación de una oferta de alto valor bajo un esquema de inversión razonable y que se ajusta adecuadamente a las prácticas comerciales de su grupo y a las características competitivas de su entorno.

4.2 Entorno económico

La perspectiva económica se muestra favorable en el medio plazo a los intereses del proyecto en la medida en que la demanda interna, y por tanto el consumo de los hogares, se posiciona como uno de los determinantes de la fase de crecimiento que atraviesa de nuevo la economía española. Asimismo, el sector de la banda ancha se posiciona actualmente como el dinamizador clave en la industria de las telecomunicaciones, siendo las perspectivas de crecimiento positivas, especialmente en los servicios de datos móviles que lideran la penetración del mercado.

Tras un 2015 de destacado crecimiento, la economía española se mantiene durante el presente ejercicio en una fase de positivo comportamiento. Si bien la perspectiva de menor crecimiento se mantiene para los próximos ejercicios, el momento actual en el que se mejora el rendimiento de la Eurozona, se presenta como una excelente oportunidad para avanzar en la sostenibilidad de la recuperación y encarar los retos que aún limitan el desarrollo económico.

De esta forma, se estima que el PIB repita el 3,2% de crecimiento en 2016, una evolución que permitirá avanzar en la reducción de la tasa de paro laboral por debajo del 20%.

La recuperación del mercado interno sigue representando el auténtico apoyo de la economía española. De este modo, la recuperación de la confianza y el favorable comportamiento del sector turístico y de servicios junto a la consolidación de mejora en la financiación de las empresas y familias siguen apoyando el crecimiento de la demanda doméstica. No obstante, el carácter deficitario de la financiación de las Administraciones Públicas dota de un matiz negativo las perspectivas de crecimiento de la economía nacional.

Tabla 3. Previsiones del entorno económico

% variación media anual, salvo indicación en contrario	2015	2016e	2017e
PIB Real	3,2	3,2	2,3
Empleo (Contabilidad Nacional) (1)	3	2,9	2
Tasa de paro (EPA, % población activa)	22,1	19,8	18,3
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. (% PIB) (2)	-5	-4,9	-3,6

(1) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo

(2) Excluyendo ayudas a entidades financieras

El buen momento que atraviesa la economía española no está exento de riesgos, encontrándose en un entorno internacional inestable tanto a nivel económico como político. El comercio internacional, del que España es altamente dependiente, se muestra con un peor comportamiento al final del presente ejercicio, restando por tanto valor al crecimiento interno. De igual forma, el progresivo incremento del precio del petróleo, la deflación, así como la fragmentación política en España y en Europa son aspectos que pueden dificultar el panorama futuro.

Con respecto al sector de las telecomunicaciones, señalar como la situación en la dualidad de un incremento progresivo de la penetración de los servicios pero con una tendencia negativa en la evolución de los ingresos totales, que venía corrigiéndose en los últimos ejercicios, muestra ya en 2015 un mejor comportamiento. Así, para 2015 la evolución de los ingresos se muestra estable respecto del ejercicio anterior (-0,2%). El mejor comportamiento del sector mayorista (+2,4%) junto a la menor caída del sector minorista (-0.8%), han permitido este mejor comportamiento del ingreso en 2015.

Tabla 4. Evolución de los ingresos totales del sector								
€ millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	%	Var. 15-10
Servicios minoristas	33.308	31.540	29.260	27.254	25.553	25.358	82,28%	-23,87%
% s/anterior	-3,60%	-5,30%	-7,20%	-6,90%	-6,20%	-0,80%		-
Servicios mayoristas	6.491	6.408	6.010	5.591	5.335	5.463	17,72%	-15,84%
% s/Total	-2,80%	-1,30%	-6,20%	-7,00%	-4,60%	2,40%		-
Total	39.799	37.948	35.270	32.845	30.888	30.821	100,00%	-22,56%
% s/anterior	-3,50%	-4,70%	-7,10%	-6,90%	-6,00%	-0,20%		

Fuente: CNMC

La evolución del segmento minorista en 2015 corrige así en parte la tendencia negativa en torno a la disminución de los ingresos tanto de las comunicaciones fijas como móviles, acumulando un descenso del 23,9% en el período 2010-15, aspecto que se fundamenta en la permanente caída en los servicios de voz (telefonía fija y móvil). Si bien estos siguen representando la mayor cuota de ingresos, cuentan con una progresiva y relevante pérdida de cuota en el sector de las telecomunicaciones frente al crecimiento en los servicios de datos (banda ancha). Nótese que en 2010 la cuota de ingresos del negocio de telefonía era del 55% sobre el total de servicios minoristas, frente al 33% a cierre del ejercicio 2015.

Tabla 5. Evolución ingresos minoristas								
€ millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Var. 15-14	Var. 15-10
Comunicaciones fijas	11.432	10.786	10.045	9.235	8.574	8.279	-3,44%	-27,58%
Telefonía fija	5.852	5.388	4.833	4.191	3.472	3.078	-11,35%	-47,40%
Banda ancha fija	4.010	3.834	3.659	3.559	3.641	3.800	4,35%	-5,26%
Comunicaciones de empresa	1.495	1.501	1.502	1.445	1.430	1.376	-3,72%	-7,95%
Servicios de información telefónica	75	63	51	41	31	25	-18,93%	-65,88%
Comunicaciones móviles	14.024	13.450	12.252	10.889	9.778	9.206	-5,84%	-34,35%
Telefonía móvil	12.349	11.305	9.486	7.577	6.162	5.195	-15,69%	-57,93%
Banda ancha móvil	1.675	2.145	2.767	3.312	3.616	4.011	10,94%	139,43%
Servicios audiovisuales	4.421	4.125	3.761	3.613	3.786	4.222	11,51%	-4,50%
Otros	3.431	3.179	3.201	3.517	3.416	3.650	6,86%	6,39%
Total	33.308	31.540	29.260	27.254	25.553	25.358	-0,77%	-23,87%

Fuente: CNMC

Sí ya se advertía cómo la evolución de los ingresos del segmento se tornaba positiva en 2014, con un leve crecimiento (2,31% s/2013), los datos de 2015 reflejan la confirmación de la expectativa de mejora, siendo el crecimiento de 2015 de un 4% en los mismos.

El sector opera actualmente en cifras similares a los ejercicios de 2007-08, siendo desde 2010 inferiores en tanto retoma el crecimiento. Con respecto a la fibra de nueva generación FTTH, el recorrido de los últimos años es de claro crecimiento conforme al incremento de su despliegue y contratación, sumando en 2015 unos ingresos de € 889 millones (€438 millones en 2014). La tecnología xDSL se mantiene en 2015 como la de mayor aportación a los ingresos (52%), avanzando en su retroceso.

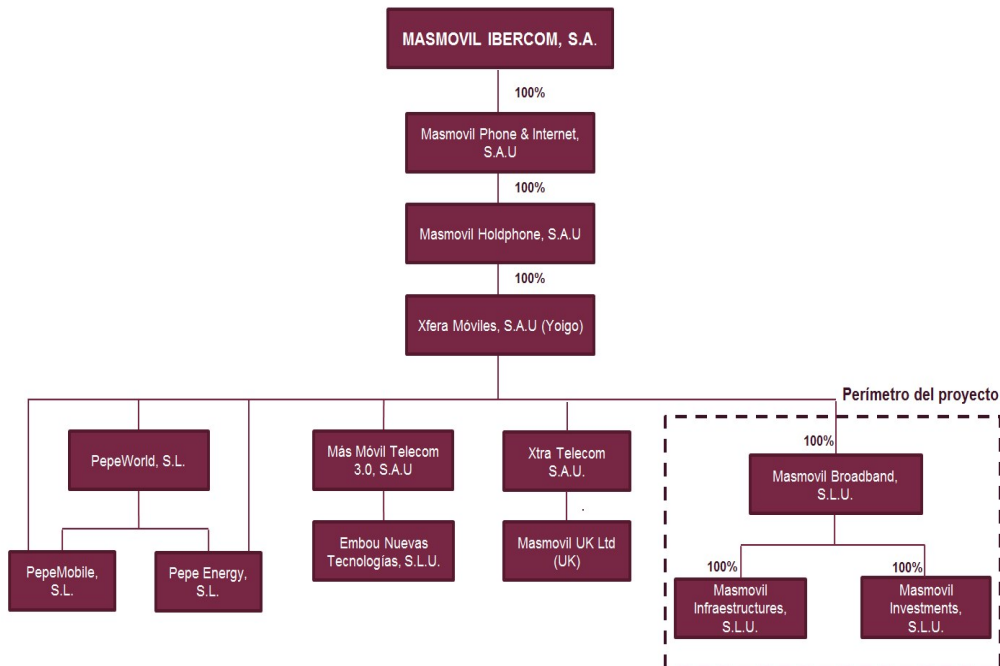
El impulso de la banda ancha fija se mantiene por tanto como un elemento clave en la estrategia del sector, alcanzándose al cierre de 2015 un total de casi 50 millones de accesos instalados para el conjunto de tecnologías. El crecimiento se refleja en un incremento del 84% de las líneas desplegadas desde 2010, tomando mayor avance en 2015 con un incremento del 18% anual. En este sentido señalamos el efecto del despliegue de las redes de nueva generación (NGA), las que ofrecen la mayor velocidad y calidad de conexión actuales, siendo su incremento desde 2011 del 101% (equivalente a 12 millones más de accesos instalados). Igualmente, dentro de las NGA se destaca la implantación de las redes FTTH, que en 2015 continúan creciendo en su despliegue hasta superar los 22,8 millones de accesos instalados (15,1 millones en 2014), como la de mayor crecimiento. Así, ya en 2015 la red de FTTH instalada supera a la tecnología xDSL, que continúa su tendencia de leve reducción anual (-1,8% s/2014).

Respecto del parque de líneas o clientes señalar cómo en 2015 se incrementó un 6,4% el volumen de accesos en la banda ancha fija, alcanzándose los 13,5 millones de líneas activas (+27,2% desde 2010). Si bien en 2014, la tecnología xDSL (par de cobre) se mantiene como la tecnología más contratada (7,6 millones de líneas), se avanza en la tendencia iniciada en 2014 de reducción anual en el número de accesos activos (-14,7% s/2014), ante el avance en la contratación de líneas NGA, especialmente en FTTH. Así, los accesos a FTTH casi se duplicaron en 2015 (+99% s/2014), siendo los referidos a HFC de 2,5 millones (+12,0% s/2014). La tendencia de un crecimiento relevante y el proceso de sustitución de líneas activas xDSL por las NGA se mantiene por tanto durante el 2016, destacando que en el primer semestre los accesos FTTH se incrementaron en más de 900.000. Igualmente, en 2015 destaca la continuidad en el crecimiento de los accesos FTTH ajenos a la compañía dominante Movistar, propietaria del 70,3% de los accesos frente a una cuota en 2014 del 82,7%.

4.3 Estructura mercantil y accionariado

Masmovil Broadband, S.A., se constituye en Julio de 2015 dentro del Grupo Masmovil como filial cabecera del negocio de banda ancha fija y dentro del marco de transferencia de todas las infraestructuras y activos de red de Masmovil, incluyendo por tanto los *remedies*, los arrendamientos que dan derecho a explotar las redes de Jazztel y Orange, y los activos propios presentes hasta ahora en su filial EMBOU. Junto a sus respectivas filiales Masmovil Infraestructuras, S.L.U. (*remedies* xDSL) y Masmovil Investments, S.L.U. (negocio fibra propia de nuevo desarrollo) constituyen el perímetro mercantil del proyecto objeto de calificación.

Gráfico 5. Estructura del grupo



Broadband desarrolla su actividad con unos estados financieros (ver anexo) que alcanzan los €188 millones, aspecto que revela lo significativo del negocio a desarrollar. En el momento actual la compañía cuenta con un apalancamiento financiero elevado, conforme a la estructura de proyecto que propiamente le corresponde. Con un patrimonio neto de €21 millones aportado por su socio único, la compañía cuenta con obtener financiación adicional para cubrir sus necesidades de inversión y mejorar la distribución en el largo plazo de su endeudamiento. La compañía cuenta con KPMG Auditores como auditor.

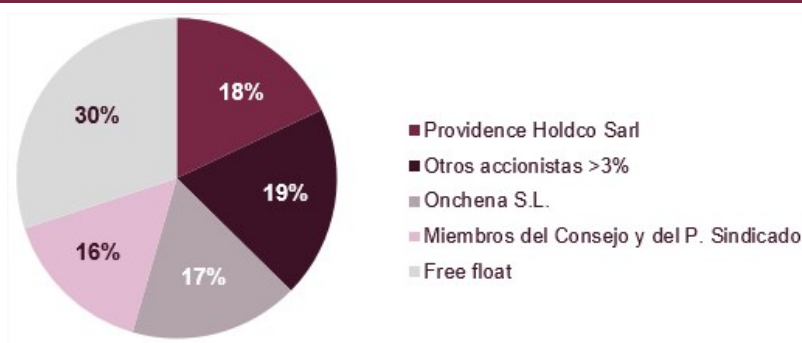
Grupo Masmovil es un operador integral de telecomunicaciones que presta servicios de telecomunicaciones (fijo, móvil, banda ancha, datacenter y servicios de valor añadido) en las tres áreas de negocio: residencial, empresas y operadores.

El grupo empresarial actual es el resultado de la integración durante 2014, de distintos operadores de telecomunicaciones con crecimientos sostenidos en sus respectivos mercados y ámbitos de negocio. A raíz de la cotización de Ibercom en el Mercado Alternativo Bursatil (MAB) desde 2012, el grupo cotiza en el mercado nacional, siendo la intención de la compañía su próximo traslado al Mercado Continuo de la Bolsa española.

Tras la integración de 2014 y las adquisiciones realizadas por el Grupo Masmovil, éste se ha posicionado como el cuarto operador nacional a nivel de ingresos, con una capacidad de oferta integral asimilable a los operadores dominantes. Así, el ámbito de actuación de Masmovil comprende todo el territorio nacional con una cartera de más de 4,2 millones de clientes en móvil y más de 70.000 en banda ancha, para un total de €1.100 millones en cifra de negocio (Datos agregados proforma 2015 Masmovil, Yoigo y Pepephone). La compañía avanza actualmente en la consolidación como grupo y la mejora en su rentabilidad operativa, aspecto favorecido por su adecuada solvencia.

El Grupo Masmovil, dependiente de la matriz Masmovil Ibercom, S.A., cuenta con una estructura accionarial diversificada, con un *free float* del 30% (participación inferior al 3% y sin presencia en el consejo). En su accionariado destaca la presencia desde 2016 de grandes grupos de inversores institucionales tras las adquisiciones realizadas y la necesidad de fondos asociada. Además, se encuentran presentes los grupos de fundadores (Ibercom y Masmovil) que se completa con los miembros del consejo y *family offices*.

Gráfico 6. Estructura del accionariado



Masmovil cuenta con un rating corporativo de BB (tendencia estable) otorgado por axesor en Julio de 2016, donde se destaca tanto el posicionamiento competitivo alcanzado en el mercado como una situación financiera de solvencia que ofrece un escenario de potencial crecimiento, manteniendo un nivel moderado de endeudamiento como consecuencia de la política de adquisiciones del Grupo.

Si bien, la operación de financiación de Masmovil Broadband se configura como una operación sin recurso a la matriz, y en la que el repago de la deuda se corresponde de forma exclusiva con la capacidad de generación de negocio de los activos del perímetro del proyecto señalado, hay que señalar que la gestión comercial de los mismos se realizará con la estructura y recursos corporativos del grupo. De esta forma, la solvencia del Grupo Masmovil se valora a la hora de calificar al Emisor.

4.4 Características de la gestión

Broadband se configura actualmente como el proyecto clave en el salto cualitativo y cuantitativo de Masmovil, lo cual le dota de un ámbito de gestión relevante que se acompaña de unos recursos humanos, técnicos, y económicos por tanto consecuentes con la importancia del negocio que desarrolla, así como a la complejidad del mismo.

A este respecto se destaca el refuerzo en materia de recursos humanos que ha tenido Masmovil en los últimos meses, con incorporaciones de personal especialista y de adecuada experiencia en compañías del sector de banda ancha fija.

En el organigrama de gestión, se destaca la creación de un Comité Directivo exclusivamente dedicado al seguimiento del proyecto de banda ancha, con una periodicidad semanal. El mismo tiene entre sus miembros al Director General Adjunto, al Director de Tecnología (CTO), al Director Financiero (CFO), y a los directores de las unidades de; Residencial, Empresas, Compras y Operaciones de clientes.

Igualmente en Broadband se constituyen los comités de gestión y seguimiento propios de su actividad, y que se corresponden con:

- Comité de despliegue (Bimensual): CEO, CTO y Director de Red
- Comité de compras (Bimensual): CEO, CFO, Director de Compras y CTO
- Comité económico (mensual): CEO, COO y CFO

Con respecto a la gestión de la ejecución técnica del despliegue de red propia, ámbito clave en la consecución de los objetivos, se determina la adecuada existencia de un marco de planificación del proyecto, así como las localizaciones del despliegue. Así, los diferentes hitos del proceso de despliegue y sus puntos de control se encuentran definidos a nivel de cada grupo de unidades inmobiliarias a cubrir.

El proceso técnico de despliegue se dota de un organigrama propio, encabezado por el Director de Red, donde se destaca la presencia de personal y medios internos en todos los ámbitos de la red, siendo en mayor medida la presencia interna en los ámbitos de la ingeniería de acceso, despliegue de red y en el área de operación y mantenimiento (O&M). En este sentido se destaca que Masmovil aporta la experiencia de su filial EMBOU en despliegue de red propia, con más de quince mil hogares pasados con fibra. Para su funcionamiento operativo del reporte de gestión hacia el Comité de Dirección, el proyecto cuenta con un modelo de reporte semanal ya definido que monitoriza todos los aspectos relacionados con el despliegue de la red.

El despliegue de red y su puesta en funcionamiento cuenta adicionalmente en su planificación y ejecución con la contratación de especialistas del sector en los diferentes ámbitos identificados (aspecto de obligado cumplimiento). Actualmente la compañía cuenta con contratos firmados para los lotes de la red, que abarcan la ingeniería y construcción (Zener, Elecnor, Magtel y BEETeleco), el control de la ejecución y calidad de la construcción y el cumplimiento de los aspectos laborales en la misma (APPlus), el suministro de equipamiento activo (Huawei), y el control de actividades y garantía de la calidad (PMO de soporte, QA documental, y herramientas de gestión) a favor de la firma NAE. Los ámbitos concernientes al equipamiento de transmisión de la red (Huawei) y el mantenimiento de la misma (ZTE) están igualmente adjudicados con operadores de reconocido prestigio.

En este sentido se señala la falta de un contrato 'llave en mano' con la compañía seleccionada para la construcción de la red, siendo suplido por la contratación diversificada en los diferentes ámbitos de la operativa e incluyendo la propia contratación de una oficina de proyectos (PMO) que supervise el cumplimiento de todo el proceso.

El control semanal del proyecto cuenta con herramientas que permiten realizar un seguimiento integral de los proyectos de despliegue. La gestión de toda la información se hace de forma centralizada, y se actualiza mediante la integración de sistemas, tanto internos de la compañía como externos, dando alcance al control económico, gestión de proyectos, gestión de 'sucs' e infraestructuras, soporte a QA Documental y de campo, gestor documental, gestión de riesgos, prevención de riesgos laborales, generación de informes y cuadros de mando.

4.5 Marco legal

Para el presente proyecto se determina la existencia de un marco legal completo y que adicionalmente se valora como adecuado para permitir a Broadband el desarrollo de sus actividades propuestas bajo un entorno de competencia suficientemente regulado para la consecución de sus objetivos. La tendencia regulatoria hacia una mayor liberalización, aspecto que ha permitido el posicionamiento de la compañía en el negocio de banda ancha fija, es un aspecto que caracteriza al regulador y se espera que continúe en el futuro.

El proyecto está regulado de forma general por las leyes españolas y comunitarias en el ámbito de las telecomunicaciones. En lo que respecta al mercado español, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), a través de la Dirección de Telecomunicaciones y del Sector Audiovisual, es el órgano encargado de regular, supervisar, y velar por el correcto funcionamiento de los mercados de comunicaciones electrónicas y audiovisuales. La CNMC es un organismo independiente del Gobierno de España y sometido a control parlamentario. Entró en funcionamiento en el año 2013, y entre sus funciones destaca el establecimiento y supervisión de las obligaciones específicas que han de cumplir los operadores en los mercados de telecomunicaciones, el fomento de la competencia, y la resolución de conflictos entre los operadores y, si fuese necesario, el ejercicio como órgano arbitral en caso de controversias entre los mismos.

En cuanto a la Dirección de Telecomunicaciones y del Sector Audiovisual, éste órgano ejerce sus funciones de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 3/2013 de 4 de junio de Creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, así como, en la Ley 9/2014 de 9 de mayo, de Telecomunicaciones, la Ley 7/2010 de 31 de marzo denominada General de Comunicación Audiovisual, y la normativa de desarrollo de las citadas leyes.

En relación al despliegue de redes de nueva generación, la Ley 9/2014 vela por el mantenimiento de los flujos de inversión por parte de los operadores en un ámbito de competencia. En este sentido, la incorporación de una Infraestructura Común de Telecomunicaciones (ICT) en los edificios de nueva construcción, así como la instalación de redes fijas de acceso ultrarrápido en edificios ya construidos (despliegues de fibra óptica), facilita la extensión de redes de nueva generación. Dichos aspectos son regulados en el artículo 45 de la citada Ley.

Con respecto al mercado mayorista de acceso a Internet de banda ancha y al objeto de garantizar la competencia, la CNMC tiene la potestad para regular determinadas condiciones relativas a la prestación de servicios. Ello implica la fijación de condiciones en las que el operador con poder significativo en el mercado (Telefónica) debe poner a disposición de otros operadores determinados, elementos y servicios de red, que les permita establecer sus propios servicios de banda ancha dirigidos tanto al uso minorista como empresarial. Dichos servicios son regulados en la Oferta de Acceso al Bucle de Abonado (OBA), en la Oferta de Referencia del Nuevo Servicio Ethernet de Banda Ancha (NEBA) y en la Oferta Mayorista de Acceso a Registros y Conductos (MARCo), las cuales son aprobadas por la CNMC de forma periódica.

Con respecto a las redes de nueva generación (NGA) se destaca la importancia del NEBA, por cuanto fija los territorios y condiciones en las que Telefónica debe abrir sus redes de banda ancha a terceros, afectando de forma sustancial al entorno competitivo. Conforme a lo esperado, en febrero de 2016, la CNMC ha aprobado las condiciones del NEBA.

Bajo este marco actual se identifica a la compañía Telefónica como el operador dominante del mercado español, estableciéndose las siguientes medidas al objeto de favorecer la competitividad:

- En el mercado de acceso directo se identifica unas zonas de alta competencia (al menos tres operadores desplegando NGA con una cobertura mínima individual del 20%) para las que no se propone regular el acceso a la red de fibra óptica del operador con poder significativo de mercado (zonas liberadas). Sin embargo, se mantendrán las obligaciones vigentes sobre la red de cobre y el acceso a las infraestructuras de uso civil. Se parte de un total de 66 municipios los identificados (35% de la población), ítem que se irá revisando por parte del regulador. Par el resto de zonas (baja competencia) se establece la obligación de que el operador dominante permita acceso virtual a la red de los competidores en condiciones económicas que permitan replicar sus ofertas y sin límites de velocidad (actualmente se limita a 30 Mb/s en el xDSL).

- Con respecto al mercado de acceso indirecto residencial igualmente se identifica una zona de mayor competencia (la cuota de mercado de Movistar en el mercado minorista de banda ancha apenas rebasa el 31%). Para esta zona competitiva se establece la eliminación de todas las obligaciones vigentes de acceso mayorista indirecto del operador con poder significativo de mercado en un plazo de seis meses. Para el resto de zonas se ha decidido mantener la obligación de ofrecer un acceso mayorista indirecto sobre la red de cobre y de fibra óptica del operador con poder significativo de mercado sin el límite de velocidad de 30 Mb/s actualmente aplicable (NEBA cobre y NEBA fibra).
- En relación con el mercado de acceso indirecto empresarial se acuerda poner a disposición de los operadores alternativos una oferta mayorista de acceso indirecto sobre fibra y cobre para el sector empresarial, donde se ha identificado una menor competencia entre operadores.

5 Análisis financiero

5.1 Mecanismo del cash-flow

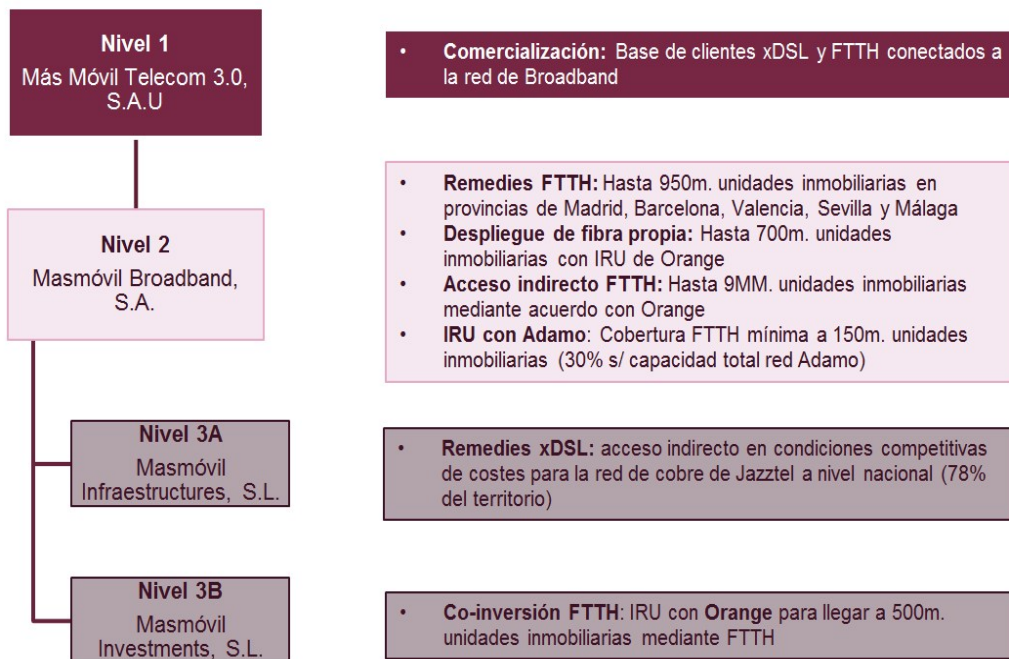
El mecanismo del cash-flow cuenta con una elevada dependencia de la capacidad del Grupo Masmovil para la captación de clientes, aspecto que influye en la menor calidad asociada a la generación de fondos del proyecto, y que cuenta con el refuerzo de la estructura de garantías y *covenants* de la financiación prevista para mitigar el riesgo asociado. A este respecto señalar que la gestión comercial de las infraestructuras de red es desarrollada por la estructura comercial del grupo situada en la filial Mas Móvil Telecom 3.0, S.A.U (denominado Nivel 1).

La generación del cash-flow está por tanto vinculada a la interrelación de las distintas filiales implicadas en el negocio de banda ancha fija en el Grupo Masmovil. Así, en el proceso intervienen junto a la mencionada Masmovil Telecom (labor comercial) las filiales donde se encuentran los diferentes activos de red, tanto propios como de terceros.

Señalar que la estructura de *covenants* que acompaña la financiación del proyecto controla y limita tanto el flujo de fondos como el endeudamiento dentro del perímetro del proyecto, y en general la capacidad de actuación de cada una de las filiales. Dentro de esta, se destaca que al objeto de mejorar la capacidad comercial de Broadband se establece, bajo determinados supuestos, la obligación por parte del emisor de abrir la comercialización de sus activos a compañías de telecomunicaciones ajenas al Grupo Masmovil.

Las operaciones entre las compañías se guiarán por el principio de 'precios de transferencia' que regulan la correcta determinación y aplicación de los flujos de caja entre compañías de un grupo.

Gráfico 7. Estructura de Masmovil



Con respecto al Emisor (Nivel 2) los flujos de caja de la actividad quedan estructurados en la siguiente forma tras completarse con el acuerdo de arrendamiento con Adamo (IRU) y de acceso indirecto a la red FTTH de Orange:

- **Ingresos:**

- Ingresos por cliente comercializado en el Nivel 1 sobre xDSL (IRU Jazztel) y FTTH (*remedies*, Bitstream Orange, co-inversión Orange).
- Ingresos procedentes de los acuerdos de arrendamiento de la red FTTH propia (IRU de Orange). Estos ingresos conforman el componente fijo o asegurado de los ingresos del proyecto, siendo el 2% del total de ingresos.

- **Costes:**

- Pagos por cliente al Nivel 3A.
- Pago por acceso indirecto a red FTTH de Orange.
- Pagos por cliente al Nivel 3B.
- Pagos de comisiones de alta y baja de clientes del Nivel 3A (xDSL).
- Pago por unidad inmobiliaria cubierta a Adamo (IRU).
- OPEX: Costes derivados de la operativa con clientes, mantenimiento de la red, personal técnico, y sistemas.
- CAPEX: Costes derivados de nuevos despliegues en la red y mantenimiento (*Remedies*, Adamo y red propia), parcialmente compensado por los acuerdos de co-inversión.

Los ingresos del proyecto se componen tanto en los pagos recibidos por parte de Jazztel y Orange por el uso de la red de Broadband (IRU), parte fija del ingreso, como por los correspondientes a la comercialización de los servicios de red FTTH y xDSL procedentes del Nivel 1, donde el Emisor obtiene un margen del 12,5% y 32% respectivamente. Los ingresos por IRU son fijos y soportados por los respectivos acuerdos, si bien constituyen un limitado porcentaje del ingreso del Emisor.

El incremento de la base de clientes, en las diferentes tecnologías de red, determina la evolución creciente estimada en los ingresos.

Tabla 6. Nivel 2 -Broadband								
unidades	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
FTTH (promedio)	32.919	103.872	171.949	209.683	229.760	236.698	242.578	247.679
xDSL (promedio)	137.487	261.732	361.153	447.403	532.715	590.882	614.149	625.782
FTTH Bitstream (promedio)	44.098	147.328	269.215	373.836	441.686	481.704	500.884	508.505
Total clientes (promedio)	214.504	512.932	802.316	1.030.922	1.204.161	1.309.284	1.357.611	1.381.966
Ingresos (€millones)								
IRU - Remedies	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
IRU - propio	1,2	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Ventas xDSL	30,7	51,5	71,5	88,6	105,5	117	121,6	123,9
Ventas FTTH	6	22,4	37,1	45,3	49,6	51,1	52,4	53,5
Bitstream FTTH	10,2	42,4	77,5	107,7	127,2	138,7	144,3	146,4
Instalación Bitstream FTTH	0	14,6	18,2	16,4	14,7	13,3	11,9	11,6
Equipo Bitstream FTTH	0	8,7	10,8	9,8	8,8	7,9	7,1	6,9
Total ingresos	50,5	144,0	219,7	272,0	310,1	332,3	341,6	346,6

El Nivel 3A (negocio xDSL) cuenta con los ingresos transferidos desde el Nivel 2 así como los correspondientes a las comisiones de alta o baja, para afrontar sus costes. Junto a las comisiones señaladas de alta y cancelación se incluye la comisión de acceso a pagar, así como el pago inicial de €29 millones por el acceso ilimitado a la red de cobre de Jazztel. El mecanismo del cash-flow para el nivel 3A se establece de tal forma que la compañía cada año netea sus ingresos y pagos, manteniendo la caja final a cero durante el período de la financiación. Para esta filial no está permitido el endeudamiento adicional.

Tabla 8. Nivel 3A - MM Infraestructuras (xDSL)								
unidades	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Clientes (promedio)	137.487	261.732	361.153	447.403	532.715	590.882	614.149	625.782
Ingresos (€millones)								
Clientes	23,3	39,3	54,2	67,1	79,9	88,6	92,1	93,9
Cuota de Alta	7,2	7,7	7,8	8,9	10,1	9,1	8,9	8,8
Cuota de cancelación	1,2	2,1	2,8	3,5	4,3	5	5,3	5,4
Total ingresos	31,7	49,1	64,7	79,5	94,2	102,8	106,3	108,1
Costes (€millones)								
Costes de acceso	-19,8	-33,2	-46,1	-57,1	-68	-75,4	-78,4	-79,9
Costes de cancelación	-1,2	-2,1	-2,8	-3,5	-4,3	-5	-5,3	-5,4
Costes de instalación	-7,2	-7,7	-7,8	-8,9	-10,1	-9,1	-8,9	-8,8
Total costes	-28,2	-43	-56,7	-69,5	-82,4	-89,6	-92,6	-94,2

El Nivel 3B (co-inversión FTTH) se remunera a través del precio de transferencia por cliente pagado por el Nivel 2 al objeto de cubrir sus costes generados, los cuales se corresponden con un coste de mantenimiento de red mensual (€4 por cliente) y un coste de acceso a la red de fibra de Orange dentro del acuerdo de co-inversión. El mecanismo del cash-flow para el nivel 3B se establece de tal forma que la compañía cada año netea sus ingresos y pagos, manteniendo la caja final a cero durante el período de la financiación. Para esta filial no está permitido el endeudamiento adicional.

Tabla 9. Nivel 3B - MM Investments (Co-inversión FTTH)								
unidades	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Clientes (promedio)	1.596	8.663	19.094	29.251	36.428	39.083	40.261	41.145
Ingresos (€millones)								
Ventas por cliente	0,3	1,7	3,7	5,6	7,0	7,5	7,7	7,9
Total ingresos	0,3	1,7	3,7	5,6	7,0	7,5	7,7	7,9
Costes (€millones)								
Mantenimiento de red	0	-0,4	-0,9	-1,4	-1,7	-1,9	-1,9	-2,0
Pago IRU	-37,5	-8,2	-8,2	0	0	0	0	0
Total costes	-37,5	-8,6	-9,1	-1,4	-1,7	-1,9	-1,9	-2,0

5.2 Descripción del Bono y garantías

La emisión prevista por Masmovil se concreta en un Bono *senior secured* en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) español por un importe de hasta 40 millones de euros. Con fecha estimada de emisión en el primer trimestre de 2017, se establece un vencimiento de 7 años (2024) con cuotas anuales de amortización en los últimos tres aniversarios (cuatro años de carencia). Dicha emisión tendrá un cupón fijo del 5,75%, e incorpora garantías y covenants propios del entorno de la financiación de proyectos (excluye garantía de la matriz). A continuación, se resumen los principales detalles.

Tabla 10. Perfil de la emisión

Emisor	Masmovil Broadband, S.A.
Emisión	Bono Senior Garantizado
Instrumento	Cupón Fijo
Importe	€40.000.000
Fecha emisión	Estimada en 2017
Vencimiento	7 años, 2024
Yield	5,75%
Calendario de amortización	4 años de carencia, 33,3% anual en 5º, 6º y 7º
Garantías	Garantías aportadas por el perímetro del proyecto
Mercado	MARF
Ley Gubernamental	Española

Junto a las garantías de la emisión, el mecanismo de los flujos de caja cuenta con el apoyo de determinadas obligaciones y *covenants* establecidas bajo el marco de la captación de fondos (Emisión de Bonos) que refuerzan la capacidad del proyecto para afrontar el repago de sus compromisos de deuda. Así, a continuación se describen los términos y condiciones que se incorporan en la estructuración de la emisión.

Respecto de las garantías favor de los bonistas:

- Prenda de las acciones del Emisor y sus filiales.
- Prenda de las cuentas del Emisor, tanto las previstas inicialmente como las futuras aprobadas. Las cuentas previstas inicialmente son:
 - Cuenta de cobros y pagos
 - Cuenta de reserva del servicio de la deuda (pendiente importe)
 - Cuenta de reserva operativa (pendiente importe)
- Prenda de los contratos materiales del proyecto (extensiva a los futuros existentes). Contratos Materiales, incluye como mínimo los contratos de comercialización, los contratos de construcción de la red de FTTH, los contratos de mantenimiento de la red propia de FTTH, los Derechos Irrevocables de Uso (IRU) y las pólizas de seguros.
- Promesa de hipoteca sobre los elementos integrantes de la red FTTH propiedad del emisor en el momento en que se produzca algún supuesto de vencimiento anticipado, o que se verifique que el Ratio de Caja sobre el Servicio de la Deuda se sitúe por debajo de 1,10x en el momento de su cálculo.

- Cambio de control (adquisición de más del 50% de las acciones del Emisor)
- Negative Pledge (salvo aquellas garantías que deban otorgarse por imperativo legal). No se permite durante la financiación la constitución de garantías reales a terceros, incluyendo: las participaciones del Emisor; las participaciones de las filiales, propiedad del Emisor, las cuentas; los contratos relevantes, de la infraestructura de red en propiedad,.
- Pari Passu. Los Bonos constituirán obligaciones senior para el Emisor.

Respecto de las obligaciones del Emisor:

- Limitar su actividad a la tenencia, desarrollo, inversión, uso y explotación de infraestructuras de redes de telecomunicaciones ya sean propias o de terceros y cuya explotación comercial se realizará a través de acuerdos de comercialización establecidos con terceros operadores.
- Destinar los fondos obtenidos al objeto exclusivo de su actividad.
- Solicitar y mantener, al menos y durante la vida del Bono, una calificación crediticia por parte de una Agencia acreditada por el ESMA (European Securities and Markets Authority's).
- Información periódica, tanto auditada como no auditada, que permita el seguimiento financiero y operativo del Emisor, de los covenants estipulados, y de la operativa de despliegue de red y su situación de penetración comercial. Se incluye a efectos concretos de esta financiación los informes de: seguimiento de despliegue de red (propia y co-inversión), penetración comercial, y el de Capex.
- Mantener las cuentas corrientes conforme a lo estipulado y no abrir nuevas cuentas salvo autorización.
- Obligaciones de endeudamiento:
 - No endeudar sus filiales hasta la efectiva cancelación de la emisión.
 - No incurrir en endeudamiento distinto de los Bonos y de las líneas de crédito establecidas en el momento de la emisión durante los ejercicios 2017 y 2018. A partir de la finalización de este periodo el Emisor podrá endeudarse adicionalmente (Endeudamiento Adicional Permitido) hasta un máximo de 4x Deuda Financiera Neta/EBITDA), y siempre y cuando el destino de los fondos sea el de realizar nuevas inversiones (Capex) relacionadas con su actividad, obligándose a reportar dichos proyectos con anterioridad a la inversión (informe de Capex).
- Formalizar con empresas de reconocido prestigio los debidos contratos que garanticen la construcción, mantenimiento y aseguramiento, tanto de las redes operativas como de las que se esperan desplegar. Asimismo se obliga a solicitar y conservar, diligentemente, todas las licencias y autorizaciones que desde el punto de vista administrativo y legal sean necesarias para el ejercicio de su actividad limitada y para la gestión o construcción de sus redes de Telecomunicaciones.
- Mantener acuerdos de comercialización con al menos un operador (en el caso inicial y de manera exclusiva con MasMovil Ibercom) y por un mínimo del 50% de la capacidad de la infraestructura en operación. Respecto al contrato de comercialización con Masmovil Ibercom, se establece que el cobro de carácter mensual no sea más tarde del día hábil posterior al día en el cual Masmovil Ibercom cobre los importes debidamente facturados a sus clientes.

- Obligación de buscar contratos adicionales de comercialización con otros operadores distintos de Masmovil Ibercom en caso de que la cifra de clientes a cierre del periodo considerado presente un déficit superior al 20% respecto de la cifra contemplada en el Plan de Negocio con el fin de incrementar la utilización de la infraestructura en operación. Para ello el Emisor dispondrá de [60] días desde la comunicación al Comisario del citado Informe en el que se constate que dicho déficit se ha producido, y en todo caso deberán respetar los precios mínimos por cliente correspondientes al Contrato de Comercialización. En caso de que transcurrido dicho plazo el Emisor no hubiera llegado a la formalización de ningún acuerdo, el Emisor se compromete a presentar a los bonistas, a la mayor brevedad posible, un plan de actuación de cara a recuperar el nivel de penetración comercial previsto en el Plan de Negocio, con la revisión de todos los ámbitos que se consideren relevantes.
- Obligaciones de distribuciones:
 - No efectuar distribuciones del Beneficio Neto a sus accionistas durante los años 2017 y 2018
 - A partir de 2019 incluido se podrán realizar distribuciones anuales del Beneficio Neto, las cuales, en caso de que la Emisión no haya quedado totalmente cancelada, estarán sujetas a las siguientes condiciones:
 - No se haya producido ni exista ningún incumplimiento de las obligaciones del Emisor.
 - No se haya producido ninguno de los eventos causa del vencimiento anticipado.
 - No se haya producido un incumplimiento respecto de la obligación de pago de los Bonos.
 - Se haya dotado la reserva para el servicio de la deuda y la cuenta de reserva operativa.
 - Se podrá distribuir hasta un 50% del Beneficio Neto del ejercicio siempre que el ratio DFN/EBITDA sea inferior o igual a 3x y que la cifra de despliegue efectiva sea como mínimo del 75% respecto del plan de despliegue de referencia contemplado en el Plan de Negocio.
 - Se podrá distribuir hasta un 75% del Beneficio Neto del ejercicio siempre que el ratio DFN/EBITDA sea inferior o igual a 2x y que la cifra de despliegue efectiva sea como mínimo del 90% respecto del plan de despliegue de referencia contemplado en el Plan de Negocio.
 - Se podrá distribuir hasta el 100% del Beneficio Neto del ejercicio siempre que el ratio DFN/EBITDA sea inferior o igual a 1x y que la cifra de despliegue efectiva sea como mínimo del 100% respecto del plan de despliegue de referencia contemplado en el Plan de Negocio.

Respecto al valor de los activos que garantizan la financiación:

Con respecto a los activos de red que garantizan la financiación señalamos que el conjunto de la valoración se ha realizado a valor de reposición, entendiendo esta como la más conservadora y mejor aproximación dado lo específico de los activos. Para esta valoración de los activos, incluyendo los derechos de uso (IRU) que suman o restan valor a los activos de red en propiedad de Broadband, junto con la caja disponible (pignorada de acuerdo a lo comentado) se estima un valor a finales del período de despliegue (2019) de 126 millones, lo que supone un *Loan to Value* adecuado del 55% en el momento inicial de capacidad operativa completa.

Tabla 11. Valoración de activos				
Datos de valor en € millones	Final 2016	Final 2017	Final 2018	Final 2019
Remedies				
Unidades inmobiliarias (ud.)	824.343	950.000	950.000	950.000
Coste por unidad (€)	121	121	121	121
Valor de reposición (€ millones)	100	115	115	115
Desarrollo propio				
Unidades inmobiliarias (ud.)	100.000	500.000	600.000	700.000
Coste por unidad (€)	85	85	85	85
Valor de reposición (€ millones)	9	43	51	60
Total valor activos (€ millones)	108	157	166	174
Co-inversión con Jazztel				
Unidades inmobiliarias (ud.)	0	300.000	400.000	500.000
coste por unidad (€)	125	125	114	108
IRU's Comprado s/ Co-Inversión (40%)	0	15	18	22
IRU's Vendido s/ Remedies (40%) (1)	-40	-46	-46	-46
IRU's Vendido s/ Desarrollo propio (40%) (1)	-3	-17	-20	-24
Total Valor de IRU's	-43	-48	-48	-48
<i>(1) se restan del valor por no pertenecer a Broadband</i>				
Caja en Balance	15	33	1	4
Deuda Bono	30	70	70	70
Total valor activos de red	65	109	118	126
LtV s/activos de red	46%	64%	59%	55%
Total activos (red + caja)	79	142	119	130
LTV s/total activos (red+caja)	38%	49%	59%	54%

5.3 Proyecciones financieras

El mecanismo de cash-flow establecido para la interrelación de las partes en la explotación del negocio se complementa con las estimaciones de penetración comercial y de costes asociados a la explotación para conformar las proyecciones financieras del proyecto. De igual forma, el cumplimiento en los plazos del despliegue de red interviene en el cumplimiento del plan de negocio. En este sentido, el acuerdo Bitstream con Orange le permite acceder a una amplia red nacional ya desplegada con una base de clientes potencial que mitiga parcialmente el efecto derivado del menor despliegue de la red propia.

La compañía plantea sus proyecciones sobre las experiencias pasadas de éxito comercial de compañías rivales en su implantación en el negocio de banda ancha fija, de tal manera que se plantean bajo un prisma conservador sobre la base conceptual de alcanzar unos resultados comerciales inferiores pese a la situación de mayor tiempo para la consecución de objetivos y el mayor número potencial de clientes en su red. De esta forma, las asunciones establecidas en el 'caso base' se determinan por parte de la compañía como realizadas en un escenario que ya contempla unos objetivos de mínimos y para los que transmiten su confianza en superar.

De igual manera, se debe tener en cuenta que la compañía cuenta con operar siempre en el rango más bajo de precios respecto a la competencia (estrategia 'value for money'), aspecto que dota al proyecto igualmente de un mayor tono conservador. De esta forma, se contempla que un escenario conservador, y que adicionalmente permite sensibilidades negativas en su consecución, permite generar el negocio suficiente para el cumplimiento de las obligaciones financieras del presente proyecto. En este sentido, señalar como la tendencia de subida de precios que mantienen los operadores líderes favorece los objetivos del proyecto.

Las proyecciones se estructuran sobre un desarrollo de proyecto en el que los tres primeros ejercicios (2017-19) son intensivos en inversiones, aunque la obtención de flujos de caja netos anuales no se tornan negativos en todos los ejercicios tras una mayor generación de caja operativa, que acompaña al crecimiento del CAPEX, y la obtención de financiación mediante una nueva emisión de bonos.

A partir de 2020 se establece que el proyecto cuenta con todo su potencial comercial, generando suficiente caja positiva operativa para mantener el crecimiento y afrontar desde 2022 la amortización del Bono en un modo previsto como altamente suficiente por la compañía.

Caso Base Proyecto - Masmovil Broadband -

El escenario base de las proyecciones se establece en base a una penetración comercial creciente y en diferente grado en función del nivel de competencia de cada negocio, que alcanza sus cuotas máximas en 2018-19. Así, el mayor grado de penetración (18%) se estima en el área de baja competencia (FTTH desarrollo propio), frente a las menores cuotas alcanzadas en la FTTH adquirida (6,52%) y en la co-inversión de red (8,08%).

Para la red xDSL se estiman cuotas mínimas de penetración (mejoradas en base a la tendencia observada), sobre la base de un mayor número potencial de clientes. Señalar cómo Jazztel, propietario de la red xDSL, logró captar hasta el 3,2% de penetración tras sus tres primeros años de comercialización (2007), 8% en 2010, contando con la mitad del despliegue actualmente disponible. En este sentido se destaca igualmente la asunción de unos ratios Churn (tasa de abandono) superiores al mercado, manteniendo la asunción conservadora en las hipótesis.

Tabla 12. Indicadores de penetración comercial				
	Remedies	High Comp	Low Comp	DSL
Q1-Año 1	-%	0,80%	2,40%	0,03%
Q2-Año 1	0,18%	2,00%	6,00%	0,09%
Q3-Año 1	0,48%	3,20%	12,19%	0,22%
Q4-Año 1	1,10%	4,25%	16,15%	0,45%
Año 2	3,28%	5,67%	17,00%	1,14%
Año 3	6,52%	8,08%	18,00%	1,76%
Año > 3	6,52%	8,08%	18,00%	0,50%
Churn desde 48 meses	18%	18%	12%	35%

Respecto de los costes, las proyecciones cuentan con las correspondientes hipótesis tanto sobre los conceptos de OPEX (operativa y mantenimiento) como de CAPEX (inversiones en nueva red). En este momento el proyecto cuenta con el cierre contractual formalizado en el despliegue propio, aspecto que permite menor incertidumbre sobre la fijación de costes. Conforme a lo previsto, el avance del proyecto está obteniendo mejores condiciones de coste.. Adicionalmente, se destaca que un elevado porcentaje del OPEX es de carácter variable en función del número de subscriptores efectivamente conseguido.

Tabla 13. Indicadores del proyecto - Caso Base								
€ millones	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Unidades Inmobiliarias cubiertas	1,8	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Ventas	50,5	144,0	219,7	272	310,1	332,3	341,6	346,6
% crecimiento ventas	-	185%	53%	24%	14%	7%	3%	1%
EBITDA	15,7	52,3	70,4	95,2	109	116,3	120,2	122,4
% s/ventas	31%	36%	32%	35%	35%	35%	35%	35%
Cash-flow explotación	100,7	19,1	89,7	75,0	100,5	107,7	113,1	116,7
Cash-flow antes de la deuda (1)	-28,5	-28,5	49,7	52,7	80,4	89,9	95,8	99,6
Caja balance (antes de dividendos)	32,6	0,7	46,5	52,4	79,8	88,5	87,6	100,9
Servicio de la Deuda	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	27,4	26,0	24,7
Deuda Financiera	70	70	70	70	70	46,7	23,3	0
Deuda Financiera Neta	37,4	69,3	23,5	17,6	-9,8	-41,8	-64,2	-100,9
Ratios								
Deuda Financiera Neta / EBITDA	2,4x	1,3x	0,3x	0,2x	-0,1x	-0,4x	-0,5x	-0,8x
Deuda Financiera Neta / Cash flow explotación	0,4x	3,6x	0,3x	0,2x	-0,1x	-0,4x	-0,6x	-0,9x
RCSD (2)	-7,1x	-7,1x	12,4x	13,1x	20,0x	3,3x	3,7x	4,0x
Caja balance antes de la deuda / Servicio de la Deuda	-6,1x	-6,1x	13,4x	14,1x	21,0x	4,3x	4,7x	5,0x

(1) CF antes de la deuda = CF explotación - Capex

(2) Ratio Cobertura del Servicio de la Deuda = Cash-flow antes de deuda / Servicio de la deuda

De esta forma, se observa como asumiendo el resto de las hipótesis establecidas tanto para los costes (CAPEX y OPEX) cómo para las relacionadas con los ingresos medios por productos (ARPU), el 'Caso Base' determina una evolución positiva, en términos de operaciones y finanzas, de cara a permitir el cumplimiento de los compromisos de la deuda bajo el escenario contemplado de covenants y obligaciones.

Si bien en 2017 y 2018 el Ratio de Caja antes de la Deuda muestra una deficiencia de liquidez generada, la capacidad del proyecto para mejorar la liquidez si fuera necesario, flexibilizando inversión y ampliando deuda subordinada, junto con la caja acumulada en balance, se considera suficiente para mantener las asunciones del 'Caso Base' como muy positivas para afrontar los compromisos de la deuda.

Hipótesis CASO Ajustado - Axesor

La existencia de un 'Caso Base' conservador permite que el proyecto soporte un escenario de ajustes importantes en las principales hipótesis de generación de ingresos; el despliegue propio de red, y la penetración comercial. A este respecto señalar que los ajustes presentados para el 'Caso Ajustado' no constituyen un mínimo asegurado en el rendimiento del proyecto, aspecto del que adolece el mecanismo de cash-flow del proyecto, siendo por tanto susceptible de alcanzar un peor escenario. Igualmente la capacidad del proyecto de obtener escenarios que mejoren las asunciones tomadas como base de las proyecciones son posibles.

Respecto del despliegue propio de red comentar como la existencia de flujos de caja procedentes de las redes ya operativas permite la obtención de menos ingresos sobre los inicialmente previstos en el despliegue propio. Así, el retraso en el despliegue, o finalmente la menor inversión de red propia, es asumible. El 'Caso Ajustado' propuesto por Axesor recoge hasta un decremento del 20% sobre las estimaciones de despliegue para los ejercicios 2017-18.

Adicionalmente, y con relación a la penetración comercial señalar, igualmente se contempla un escenario de menor consecución (-25%) en el conjunto de los negocios, de tal forma que los ratios financieros mantienen la solvencia. Como resultado el 'Caso Ajustado' resulta en una reducción de 250.000 UUII menos y hasta 200.000 clientes.

Los indicadores financieros del proyecto en el escenario ajustado por axesor se reflejan en el cuadro siguiente:

Tabla 14. Indicadores del proyecto - Caso Ajustado								
€ millones	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Unidades Inmobiliarias cubiertas	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Ventas	42,1	107,6	177,0	227,9	266,2	289,1	298,8	304,0
% crecimiento ventas	-	155%	65%	29%	17%	9%	3%	2%
EBITDA	13,3	41,3	52,5	73,7	86,3	93,3	96,6	98,3
% s/ventas	31%	38%	30%	32%	32%	32%	32%	32%
Cash-flow explotación	83,3	13,4	60,2	56,6	78,4	85,0	89,9	93,0
Cash-flow antes de la deuda (1)	-18,4	-21,3	30,9	39,6	62,4	71,2	76,7	80,0
Caja balance (antes de dividendos)	42,7	18,0	45,0	39,3	61,7	69,8	68,5	81,3
Servicio de la Deuda	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	27,4	26,0	24,7
Deuda Financiera	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	46,7	23,3	0
Deuda Financiera Neta	27,3	52,0	25,0	30,7	8,3	-23,2	-45,1	-81,3
Ratios								
Deuda Financiera Neta / EBITDA	2,1x	1,3x	0,5x	0,4x	0,1x	-0,2x	-0,5x	-0,8x
Deuda Financiera Neta / Cash flow explotación	0,3x	3,9x	0,4x	0,5x	0,1x	-0,3x	-0,5x	-0,9x
RCSD (2)	-4,6x	-5,3x	7,7x	9,8x	15,5x	2,6x	2,9x	3,2x
Caja balance antes de la deuda / Servicio de la Deuda	10,6x	4,5x	11,2x	9,8x	15,3x	2,6x	2,6x	3,3x

(1) CF antes de la deuda = CF explotación - Capex

(2) Ratio Cobertura del Servicio de la Deuda = Cash-flow antes de deuda / Servicio de la deuda

6 Anexos

6.1 Estados financieros 2016 de Broadband (no auditados)

ACTIVO (€ millones)	
ACTIVO NO CORRIENTE	148
INMOVILIZADO INTANGIBLE (derechos de uso)	18
INMOVILIZADO MATERIAL (red de fibra + inmovilizado en curso y anticipos)	130
ACTIVOS IMPUESTO DIFERIDO	0
ACTIVO CORRIENTE	40
DEUDORES Y CLIENTES	25
TESORERÍA	15
TOTAL ACTIVO	188

PASIVO (€ millones)	
PATRIMONIO NETO	20
CAPITAL SOCIAL	13
SUBVENCIONES, DONACIONES Y LEGADOS RECIBIDOS	7
PASIVO NO CORRIENTE	128
DEUDA FINANCIERA (otros pasivos fros.)	51
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (IRU)	75
PASIVOS POR IMPUESTO DIFERIDO	2
PASIVO CORRIENTE	39
DEUDA FINANCIERA (otros pasivos fros.)	2
ACREEDORES Y PROVEEDORES	37
TOTAL PASIVO	188

PERDIDAS Y GANANCIAS (€ millones)	
Importe neto de la cifra de negocios	6,5
Trabajos realizados por la empresa para su activo	0,2
Aprovisionamientos	-2,9
Otros ingresos de explotación	0
Gastos de personal	-0,1
Otros gastos de explotación	-1,2
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)	2,5
Amortización de inmovilizado	-6,2
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-3,7
Ingresos financieros	0
Gastos financieros	-2,1
RESULTADO FINANCIERO	-2,1
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	-5,8
Impuestos	-0,1
RESULTADO DEL EJERCICIO	-5,7

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Toda la información contenida en este Documento relativa a un Rating emitido bajo la modalidad de Preliminar o Privado tiene la consideración de confidencial. El uso permitido por la AGENCIA queda conferido única y exclusivamente dentro del ámbito personal, privado e interno y no comercial del Usuario.

Bajo las modalidades de Rating Privado o Preliminar, el Usuario no podrá hacer uso del Documento ni de su contenido con fines publicitarios, por lo que en ningún caso podrá divulgar a terceros, total o parcialmente el contenido, bajo soporte alguno, ni facilitar dicha información, ni trasladar, comunicar o transferir el Documento o su contenido. A título informativo pero no limitativo, no se podrá dar publicidad del Documento en su página web corporativa, o en cualquier medio de comunicación.

Esta limitación de no publicidad y confidencialidad, no serán aplicables en el caso de que el rating contenido en este Documento se hubiese emitido bajo la modalidad de "Público". Igualmente, las limitaciones y prohibiciones establecidas en el anterior apartado no serán aplicables a la información que oficialmente ya sea pública con anterioridad a la elaboración del Documento.

No obstante, para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, ya sea Preliminar, Privado o Público, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor. La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión.

La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

Por tanto el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

La calificación de crédito contenida en este documento, ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la metodología a tal efecto desarrollada por la AGENCIA. El detalle de esta metodología puede consultarse desde la web corporativa www.axesor-rating.es.

Copyright © 2017 por AXESOR CONOCER PARA DECIDIR S.A. Todos los derechos reservados.