



axesor corporate rating

MASMOVIL BROADBAND, S.A.

Fecha de emisión: 18/02/2016

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	10
3.3 Descripción técnica del proyecto	12
4. Análisis cualitativo	14
4.1 Justificación y ámbito competitivo	14
4.2 Entorno económico	18
4.3 Estructura mercantil y accionariado	22
4.4 Características de la gestión	24
4.5 Marco legal	25
5. Análisis financiero	27
5.1 Mecanismo del cash-flow	27
5.2 Descripción del Bono y garantías	31
5.3 Proyecciones financieras	35
6. Anexos	39
6.1 Estados financieros	39

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.

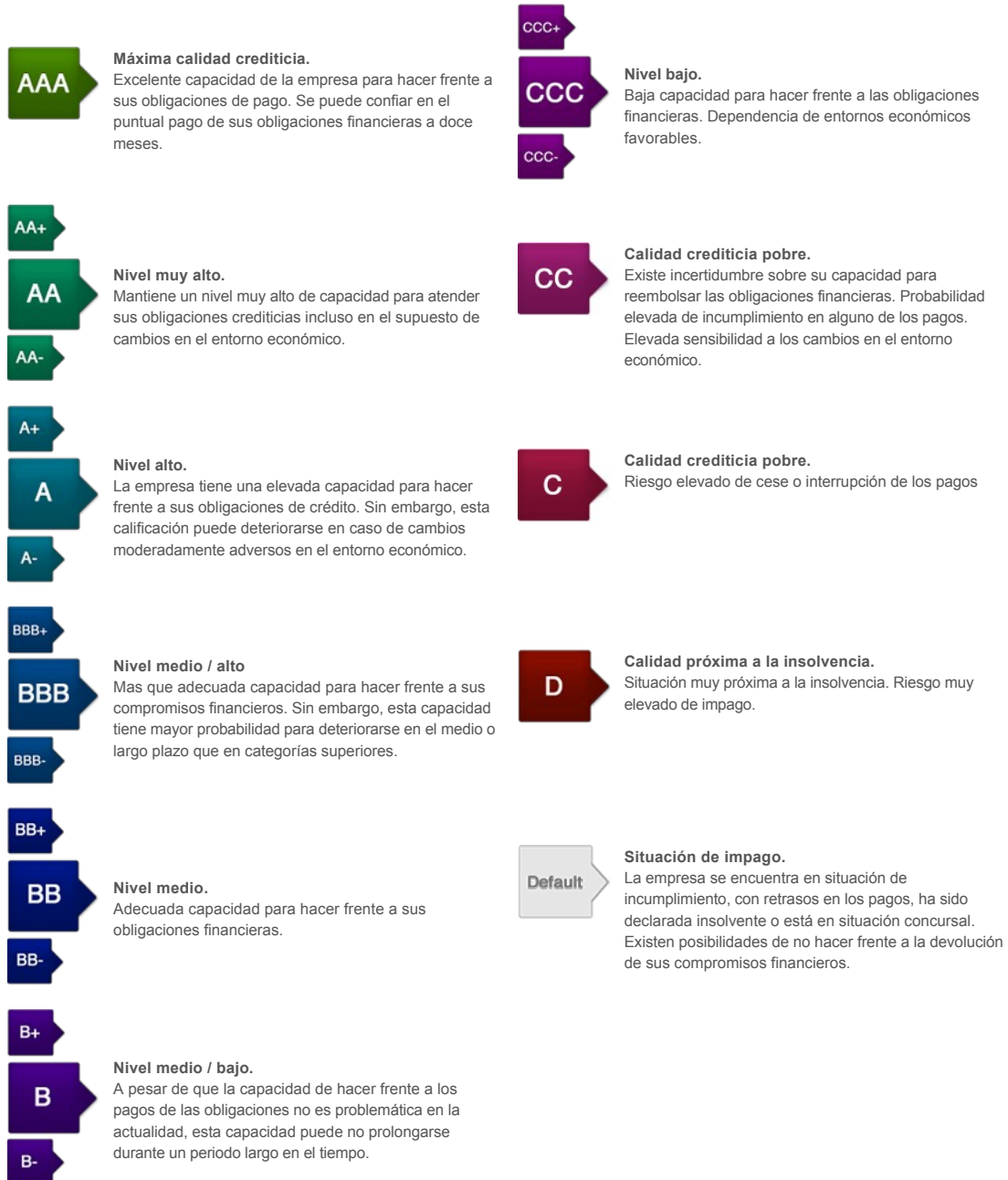
Conjuntamente a la **escala de rating**, se indica la perspectiva de la calificación a modo descriptivo de la situación actual de la compañía respecto a la última calificación otorgada.

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 positiva
---	--	------------------------------

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 procedentes de los acuerdos con Jazztel como el desarrollo de nuevos activos propios, siendo todo ello objeto de financiación mediante una emisión de Bonos objeto de la presente calificación.

Fundamentos

Perfil de negocio

- Proyecto 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. La oportunidad única de adquirir activos de red operativos, junto con las co-inversiones previstas para el incremento de negocio, dotan al proyecto de un posicionamiento competitivo diferencial e inmediato. 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 con significativo componente *greenfield* en el momento actual**
 La implantación y desarrollo del proyecto supone la adopción por parte de Masmovil de un nuevo negocio a través de la integración tanto de infraestructuras adquiridas como las que requieren de construcción, todo ello en un escenario de interrelación directa con los *socios* bajo los que realiza la co-inversión y explotación de las mismas. Si bien Masmovil ya cuenta con cierta experiencia adquirida en el negocio, la magnitud y el alcance del proyecto, así como su incidencia directa con el negocio actual del grupo, determinan un mayor riesgo en el momento actual del proyecto, el cual afronta aún aspectos que requieren de formalización sobre las bases de lo estimado.
- 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 desempeñe, 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 ingresos desde el momento del inicio, 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 se constituye en sus inicios con un balance superior a los €200 millones, reforzado con la aportación de fondos propios de su accionista, y siendo las necesidades de financiación significativas en el inicio de la inversión. El proyecto cuenta como *track record* 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 suficientes para afrontar los compromisos de la financiación. El repago de la deuda cuenta en un escenario base conservador con un RCSD mínimo durante el período de amortización de principal de 1,4x (Promedio 1,6x), 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.

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

Actualmente la compañía trabaja en la captación de una financiación estructurada que permita cubrir los costes de adquisición de activos y la fase de despliegue de red estimada para los próximos tres años. La financiación contempla una emisión de Bonos *senior secured* por importe de €70 millones y ocho años de duración (2024), con cinco 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* propia del *Project Finance* que refuerza el mecanismo de ingresos del proyecto y delimita de forma positiva las actividades y el desempeño financiero del proyecto. Se estima un valor de los activos, a un coste de reposición, superior a los €130 millones una vez finalizado la fase de despliegue propio (2018), lo que dota al proyecto de un adecuado *Loan to Value* del 51% al inicio de su plena capacidad operativa.

Principales indicadores del proyecto

Indicadores del proyecto - Caso Base								
€ millones	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Unidades Inmobiliarias cubiertas	1,3	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Ventas	5,6	24,4	53,7	87,0	113,1	133,8	148,9	156,9
% crecimiento ventas		335%	120%	62%	30%	18%	11%	5%
EBITDA	0,6	8,4	19,8	32,1	37,7	39,7	42,5	44,2
% s/ventas	11%	34%	37%	37%	33%	30%	29%	28%
Cash-flow explotación	12,4	10,8	23,1	28,0	25,6	45,6	50,7	49,2
Cash-flow antes de la deuda (1)	(16,7)	(27,9)	(18,2)	11,4	15,8	37,0	42,6	40,8
Caja balance (antes de dividendos)	53,7	22,3	0,6	8,5	18,2	28,4	42,6	40,8
Servicio de la Deuda	4,6	3,5	3,5	3,5	3,5	26,8	25,6	24,5
Deuda Financiera	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	46,7	23,4	0,1
Deuda Financiera Neta	16,3	47,7	69,4	61,5	51,8	18,3	(19,2)	(40,7)
Ratios								
Deuda Financiera Neta / EBITDA	26,1x	5,7x	3,5x	1,9x	1,4x	0,5x	-0,5x	-0,9x
Deuda Financiera Neta / Cash flow explotación	1,3x	4,4x	3,0x	2,2x	2,0x	0,4x	-0,4x	-0,8x
RCSD (2)	-3,7x	-8,0x	-5,2x	3,2x	4,5x	1,4x	1,7x	1,7x
Caja balance antes de la deuda / Servicio de la Deuda	12,8x	7,4x	1,2x	3,4x	6,2x	2,1x	2,7x	2,7x
(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 **positiva**. La compañía cuenta con los fundamentos y planificaciones adecuadas para la consecución de los objetivos de acuerdo a las estimaciones, aspecto que si bien aún le requiere de mayor avance y consecución para un mayor rating, le determinan la tendencia otorgada.

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 2016-2023, que incluyen la estructuración de una Financiación de Proyecto mediante la emisión de Bonos.

Madrid, 18 de Febrero de 2016



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 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, (acuerdo 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, y el uso de la red FTTH de un tercero, aspecto para el que cuenta con un acuerdo de co-inversión pendiente de formalización (a través de sus respectivos IRU) con un operador nacional de reconocido prestigio y experiencia en el sector de banda ancha fija (en adelante el *Partner*). Con el nuevo despliegue la compañía pretende complementar la infraestructura adquirida a Jazztel con activos situados en zonas de baja competencia (10.000-50.000 habitantes).

Broadband se configura por tanto como un operador de infraestructuras que provee de red a la operativa comercial de Masmovil, Jazztel, y el *Partner* (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 inicio 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:

- **Inicio de las 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 (*remedies* xDSL)
 - la red de fibra arrendada a *Partner* (IRU Broadband tanto sobre fibra FTTH ya desplegada como de nueva creación según decisión de Broadband)
- **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 (FTTH) que cuenta con un derecho de uso a favor de *Partner* (IRU *Partner*)

El Emisor trabaja actualmente en la emisión de un Bono *senior secured* (8 años, €70 millones) que permita la financiación del proyecto.

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.

En el caso de EMBOU, se adquiere un operador de telecomunicaciones aragonés que dentro de su trayectoria en servicios de banda ancha (ADSL indirecto, WIMAX) cuenta con experiencia en el desarrollo y gestión de red propia FTTH, dando cobertura a más de 15.000 UUll (unidades inmobiliarias) en 7 municipios de la Comunidad de Aragón (43.000 habitantes aprox.).

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.

2015. Con fecha 19 de Mayo 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 UUll (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, formalizándose igualmente aquellos por los que discurrirán las cesiones sobre red propia de Jazztel y el *Partner* (los IRU), y el marco general de negociación que regirá el funcionamiento operativo del proyecto. Los acuerdos entre las partes, y que adicionalmente recogen los aspectos que actualmente se están negociando, 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 (UUll) en la red FTTH de Masmovil hasta alcanzar 800.000 UUll 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 esta 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 a razón de un 25% en el momento de puesta a su disposición de la red adicional y el 75% restante a los 24 meses de dicha fecha.

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 UUII (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.

- **Desarrollos sobre nueva red FTTH**

Red propia Broadband con IRU de Partner

- Broadband desarrollará hasta 750.000 UUII en zonas de baja competencia (5.000-50.000 habitantes), bajo una planificación estimada de 250.000 unidades anuales entre 2016 y 2018. La expectativa de inversión alcanza los €64 millones en el período 2016-18 (€85/UUII).
- Para esta infraestructura se acuerda con *Partner* 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 *Partner* de €45/UI para el despliegue que resulta en un total de €33,75 millones (€11,25 millones anuales entre 2016 y 2018), así como el mantenimiento de red en base a la proporción de clientes.
- Las posibles subvenciones públicas que obtenga el desarrollo (Plan PEBA) se estiman en hasta un total de €4,8 millones (1,6 millones ya cobrados).

IRU de Broadband sobre red propia de Partner

- Broadband podrá conectarse a la red FTTH de *Partner*, tanto existente como la nueva a desarrollar dentro del actual plan de despliegue de esta, en hasta 750.000 UUII, mediante un acuerdo IRU de 35 años. El despliegue de *Partner* 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 €33,75 millones (€45/UI). En el esquema de pagos se establece un pago anual de 6,4 millones (250.000 unidades al año) con un acuerdo de financiación del 43% de los pagos anuales (€14,5 millones en total) pagadero en 2020, dependiendo del cumplimiento de los objetivos marcados en el Plan de Negocio de Broadband. Igualmente se establece un pago por mantenimiento de red en proporción al número de clientes.

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

2016. A la fecha del informe la situación de Broadband respecto al proyecto es la siguiente:

- Ha formalizado el pago de los activos, siendo ya poseedor de los *remedies*.
- Ha lanzado el proyecto de despliegue de nueva red propia, contando con algunos de los acuerdos necesarios con los proveedores.
- Se encuentra ultimando el cierre contractual de la co-inversión en red sobre la base de los acuerdos descritos anteriormente, incluyendo la operativa técnica que define la interrelación de las partes.
- Está preparando el proceso de financiación del proyecto mediante emisión de bonos.

En lo que respecta a los acuerdos entre Broadband y Jazztel, si bien estos aún no se han formalizado en toda su extensión, las previsiones de cambio en lo que se mantiene la negociación en curso se estiman poco significativas en términos de impacto financiero. A este respecto, señalar que la Comisión Europea realiza el seguimiento de la operativa en la medida en que el acuerdo de fusión entre Orange y Jazztel está supeditado al efectivo cumplimiento de los acuerdos pactados.

3.3 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 (9 millones de líneas activas en 2014). Con respecto a la red de cobre de Jazztel, sobre la que Broadband obtiene acceso indirecto (remedies xDSL), señalar que esta 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 principio de acuerdo, señalado dentro del acuerdo de adquisición, para regular el alcance y responsabilidad de cada parte en caso de incidencia, aspecto que debe derivar en una efectiva formalización de los procedimientos de actuación.

La red de FTTH adquirida a Jazztel incluye 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.

El estado de la red ha sido verificado mediante la auditoría (Due Diligence) realizada por Eurocontrol con fecha 15/12/2015, la cual declara un “correcto estado de la red” como conclusión a la auditoría de campo realizada y en base a su metodología de trabajo (auditoría documental del 5,56% de las unidades inmobiliarias totales iniciales de la red adquirida y auditoría de campo del 20% de la muestra documentada). Del resultado de la auditoría documental no obstante se desprende que la compañía debe “recopilar y procesar más documentación de los sistemas de Jazztel para poder acometer la explotación y mantenimiento óptimo de la red”.

Del resultado de la auditoría se desprende un total estimado de 742.957 UUll asociadas a la red, dato superior a lo inicialmente establecido, y cuya verificación final así como correcta documentación dependerá del avance en la recopilación de datos y gestión de la red conforme a lo indicado anteriormente. En este sentido señalar que el equipo de red de Broadband ha revisado todas las recomendaciones y ha decidido que los hitos negativos detectados en la documentación de la red sean corregidos siempre y cuando sea necesario por provisión de cliente, trasladando todos los costes incurridos por dichos errores a Jazztel.

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.

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). Si bien la normativa actual en telecomunicaciones intenta promover la competencia en la medida de lo posible, siendo proclive a la creación de al menos un cuarto operador con poder significativo de mercado en términos de alcance en servicios y tamaño, los altos requerimientos de inversión para el establecimiento de una red propia rentable (de gran tamaño) y el desarrollo ya alcanzado por los operadores dominantes, dificultan todavía esta situación.

Ranking Operadores telecomunicaciones en España.

€ millones	Ingresos 2013	Ingresos 2014	Var. 14-13
Telefónica	13.000	12.023	-7,52%
Orange + Jazztel *	5.100	5.052	-0,95%
Vodafone **	6.300	4.679	-25,73%
Yoigo	1.100	857	-22,12%
BT	450	373	-17,13%
Masmovil		150	n/a

* Datos agregados de ambas compañías

** Incluye la integración del grupo Ono

De esta forma, después del grupo de operadores dominantes el mercado de oferta en banda ancha fija se conforma con diferentes compañías de pequeño tamaño y con ámbito de competencia regional. Por su parte Yoigo, cuarta teleco por volumen de ingresos, actualmente declara su posicionamiento exclusivo en el segmento móvil, sin oferta convergente de fijo-móvil..

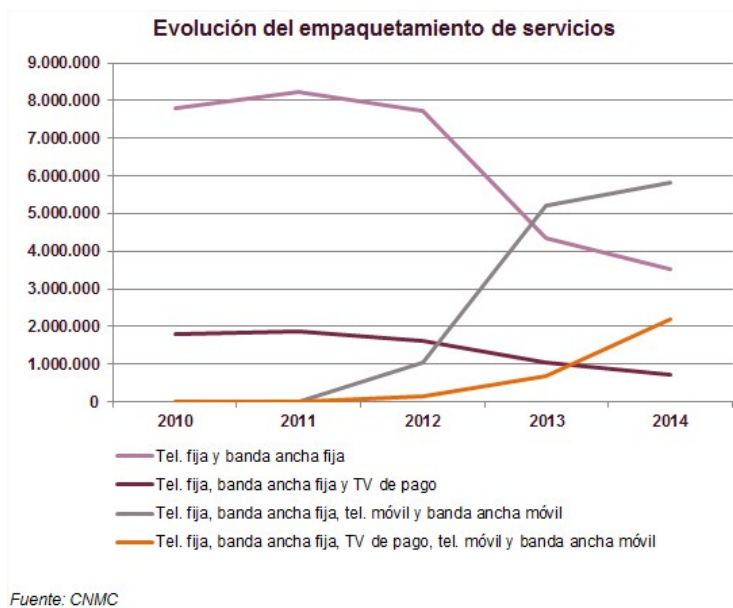
La saturación alcanzada en el segmento de voz, que desde hace años cuenta con una penetración del mercado superior al 100% y que había derivado en un ambiente de 'guerra' de precios y reducción de ingresos, demandaba un cambio de estrategia en las compañías. Es en este entorno donde el negocio de banda 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 el período 2012-14 son casi 7 millones los clientes que se han pasado a paquetes convergentes. 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 2014 el crecimiento anual de los clientes con algún tipo de oferta con televisión ha sido del 32% rompiendo con la tendencia decreciente de los últimos años.

De esta forma, los datos de 2014 muestran una consolidación de la oferta *multi-play*, especialmente visible en los paquetes cuádruples y quíntuples, que desde su lanzamiento muestran un crecimiento continuado, con unas tasas respecto a 2012 del 450% y del 1.400%, respectivamente, superando ampliamente, en el caso del paquete cuádruple, la cifra del paquete doble de telefonía y banda ancha fija (el más contratado hasta 2012).



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 tanto la tecnología FTTH (8,9 millones adicionales en 2014 para un total de 15,1 millones). 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 87% 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 *Partner* (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 falto 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.

En 2014 la economía española avanzó en la recuperación, emprendida en el segundo semestre de 2013, impulsada por el mayor soporte de la política fiscal y monetaria, y la mejora de la confianza y los cambios estructurales de los últimos años. Entre estos últimos se encuentran la reducción de los desequilibrios internos y la reorientación productiva hacia el exterior.

Todo lo anterior permitió a la economía española alcanzar un crecimiento del PIB del 1,4%, lo que supuso el primer balance anual positivo desde 2008. La expansión de la actividad en el conjunto del año se concentró en la demanda nacional (especialmente privada), que respondió positivamente durante la mayor parte del ejercicio. Destaca el crecimiento sostenido del consumo y la inversión productiva, de un lado, y el cambio de ciclo de la inversión en construcción residencial, de otro, que por primera vez desde 2007 registró tasas de variación positivas durante el segundo semestre del año. Todo ello en un marco de lenta pero positiva evolución en la reducción del desempleo.

Las previsiones de cierre del ejercicio 2015 muestran la consolidación de la recuperación económica a lo largo de 2015, tendencia que se espera que continúe en 2016. Se estima que la actividad crezca en torno al 3,2% en 2015 y al 2,6% en 2016, una evolución que permitiría acumular hasta el final del periodo una creación neta de empleo en torno a 1 millón de personas y reducir la tasa de paro hasta cerca del 21%.

Transcurrido el 2015, se espera que la recuperación de la confianza y del empleo, la continuidad en unas condiciones favorables de financiación de las empresas y familias y el avanzado estado en el que se encuentran algunos procesos de ajuste internos, apoyarán el crecimiento de la demanda doméstica. Por primera vez desde 2007 se espera que todos los componentes de la demanda nacional experimenten un saldo anual positivo.

Previsiones económicas para España 2015-16

Tasas de variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario	2014	2015e	2016e
PIB real	1,40	3,20 (**)	2,60
Consumo privado (% PIB)	1,20	3,40	2,60
Empleo (Contabilidad Nacional) (1)	1,20	2,99 (*)	2,00
Tasa de paro (EPA, % población activa)	24,40	20,90 (*)	21,50
Saldo balanza pagos cuenta corriente (% PIB) (2)	0,10	0,50	0,10
Cap (+) o nec (-) financ. AA.PP. excluyendo ayudas a ent. financieras (% PIB)	-	5,50	4,50

Fuente: Boletín de Coyuntura Trimestral FOCUS (Octubre 2015), INE.

(1) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

(2) Según estimaciones del Banco de España.

(*) Cifras actualizadas según datos publicados por el INE con fecha 28/01/2016.

(**) Cifra (agregada) actualizada según datos correspondientes al 4º trimestre publicados por el INE con fecha 29/01/2016.

Con respecto al sector de las telecomunicaciones, la situación muestra una continuidad 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, y que no obstante atenúan su descenso en los últimos ejercicios de 2013 y 2014. Así, para 2014 se fija la nueva caída conjunta de los servicios (minoristas y mayoristas) en el 6%, para un descenso sobre 2010 que alcanza el 22,4%. En 2014 los servicios minoristas, los asociados a clientes finales y que representan el 83% de los ingresos del sector, sufrieron una caída del 6,2%, frente a los servicios mayoristas (asociados a operadores), que disminuyen en un 4,6%.

Evolución ingresos del sector telecomunicaciones							
€ millones	2010	2011	2012	2013	2014	Var. 14-13	Var. 14-10
Servicios minoristas	33.308	31.540	29.260	27.254	25.553	-6,24%	-23,28%
% s/anterior	-3,6%	-5,3%	-7,2%	-6,9%	-6,2%		
Servicios mayoristas	6.491	6.408	6.010	5.591	5.335	-4,57%	-17,81%
% s/anterior	-2,8%	-1,3%	-6,2%	-7,0%	-4,6%		
Total	39.799	37.948	35.270	32.845	30.888	-5,96%	-22,39%
% s/anterior	-3,5%	-4,7%	-7,1%	-6,9%	-6,0%		

Fuente: CNMC

La evolución del segmento minorista en 2014 mantiene la tendencia negativa en torno a la disminución de los ingresos tanto de las comunicaciones fijas como móviles, acumulando un descenso del 23,3% en el período 2010-14, 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 38% a cierre del ejercicio 2014.

Evolución ingresos del segmento minorista							
€ millones	2010	2011	2012	2013	2014	Var. 14-13	Var. 14-10
Telefonía	18.200	16.693	14.318	11.768	9.634	-18,14%	-47,07%
fija	5.852	5.388	4.833	4.191	3.472	-17,16%	-40,67%
móvil	12.349	11.305	9.486	7.577	6.162	-18,68%	-50,10%
Banda ancha	5.686	5.979	6.426	6.871	7.257	5,62%	27,63%
fija	4.010	3.834	3.659	3.559	3.641	2,31%	-9,21%
móvil	1.675	2.145	2.767	3.312	3.616	9,17%	115,82%
Otros (1)	9.422	8.868	8.516	8.616	8.663	0,55%	-8,06%
Total	33.308	31.540	29.260	27.254	25.553	-6,24%	-23,28%

Fuente: CNMC

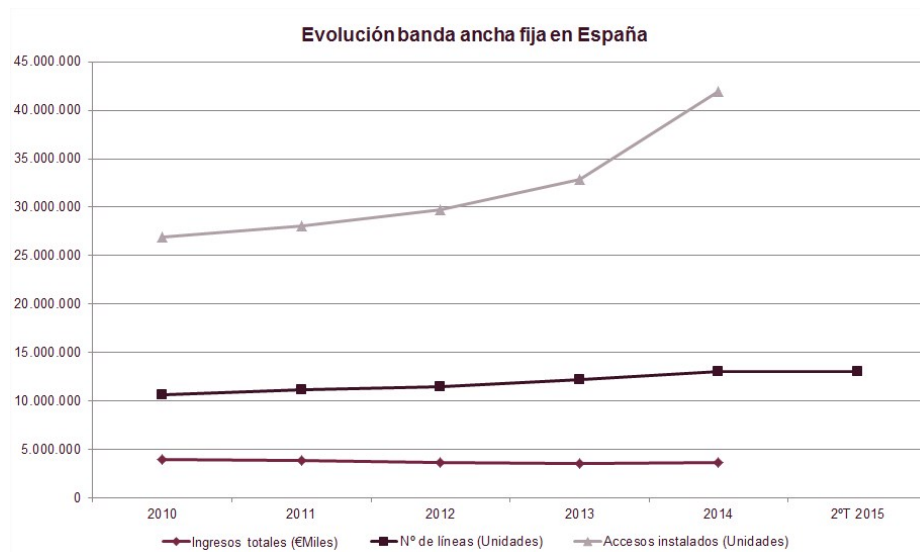
(1) incluye servicios audiovisuales + otros comunicaciones fijas+ otros conceptos del sector

De esta forma, el sector de las telecomunicaciones viene caracterizado en los últimos años por un crecimiento en los servicios de banda ancha, especialmente los referidos a móviles, y que no obstante aún se muestra insuficiente para compensar la caída en los servicios de telefonía (fija y móvil), que redujeron nuevamente en 2014 sus ingresos (-18%), acumulando una reducción del 47,0% en el período 2010-14. El mantenimiento del número de líneas fijas y el crecimiento de las móviles, denota el efecto de la reducción de precios y del gasto del consumidor como principales condicionantes que están penalizando a los servicios de voz, aspecto que igualmente afecta al conjunto del sector ante la tendencia creciente de los paquetes convergentes (multi-play) de servicios.

Los servicios de banda ancha (fija y móvil) se constituyen por tanto como el mayor dinamizador en el sector de las telecomunicaciones, manteniendo una trayectoria de crecimiento, tanto en términos de ingresos como en captación de clientes y despliegue de infraestructuras, en los últimos años. Así, mientras que en 2014 los ingresos de la banda ancha se incrementaron un 5,6%, con un acumulado del 27,6% desde 2010, la penetración se incrementó en un 14%. La cuota de ingresos en banda ancha ha crecido por tanto en los últimos años a medida que ha ido disminuyendo el peso de los servicios de voz, siendo en 2014 el 28% sobre el total de los servicios minoristas (17% en 2010).

Como se ha señalado, en los últimos años el crecimiento en los servicios de datos ha venido liderado por los asociados a terminales móviles, que ya en 2014 igualan en términos de ingresos a los fijos. Los datos móviles volvieron en 2014 a liderar de forma destacada los índices de penetración (16,9% s/2013), frente al 7% en los servicios de datos fijos.

El negocio de banda ancha fija, segmento donde se enmarca el proyecto Masmovil, se posiciona en 2014 con un volumen de negocio de €3.641 millones (14% del mercado minorista), siendo la perspectiva de crecimiento tanto en ingresos como en número de líneas desplegadas y contratadas.



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 una expectativa de mejora apoyada en un alza en los ingresos del primer semestre del 5,4% respecto del ejercicio anterior.

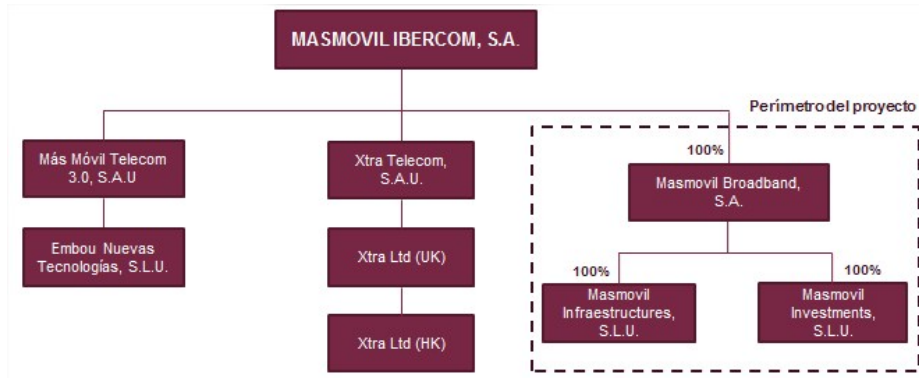
El sector opera actualmente en cifras similares a los ejercicios de 2007-08, siendo desde 2010 inferiores en tanto retoma el crecimiento. Con respecto a la fibra de nueva generación FTTH, el recorrido de los últimos años es de claro crecimiento conforme al incremento de su despliegue y contratación, sumando en 2014 con unos ingresos de €438 millones (€172 millones en 2013). La tecnología xDSL se mantiene en 2014 como la de mayor aportación a los ingresos (63%), pese al retroceso de los últimos años.

El impulso de la banda ancha fija se mantiene por tanto como un elemento clave en la estrategia del sector, alcanzándose al cierre de 2014 un total de casi 42 millones de accesos instalados para el conjunto de tecnologías. El crecimiento se refleja en un incremento del 56% de las líneas desplegadas desde 2010, tomando mayor avance en 2014 con un incremento del 28% 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 2010 del 227% (equivalente a 18 millones más de accesos instalados). Igualmente, dentro de las NGA se destaca la implantación de las redes FTTH, que en 2014 duplicaron su despliegue hasta superar los 15,1 millones de accesos instalados (6,2 millones en 2013), como la de mayor crecimiento. La tecnología xDSL por su parte mantiene una tendencia de leve reducción anual, acumulando un -3,6% desde 2010.

Respecto del parque de líneas o clientes señalar cómo en 2014 se incrementó un 6,4% el volumen de accesos en la banda ancha fija, alcanzándose los 13 millones de líneas activas (+22,0% desde 2010). Si bien en 2014, la tecnología xDSL (par de cobre) se mantiene como la tecnología más contratada (9 millones de líneas), por primera vez se ha dado una reducción anual en el número de accesos activos (-3,6%), ante el avance en la contratación de líneas NGA, especialmente en FTTH. Así, los accesos a FTTH se situaron en 1,6 millones de líneas (+154% s/2013), siendo los referidos a HFC de 2,3 millones (+6,1% s/2013). La tendencia de un crecimiento relevante y el proceso de sustitución de líneas activas xDSL por las NGA se mantiene durante el 2015, destacando que en el primer semestre los accesos FTTH se incrementaron en más de 600.000. Igualmente en 2014 destaca el crecimiento de los accesos FTTH ajenos a la compañía dominante Movistar, propietaria del 82,7% de los accesos frente a una cuota en 2013 del 95%. Por su parte Vodafone, tras la adquisición de ONO se posiciona como la compañía con mayor número de líneas NGA, dado su liderazgo en tecnología HFC.

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 los activos propios presentes hasta ahora en su filial EMBOU. Junto a las sus respectivas filiales Masmovil Infraestructuras, S.L.U. (*remedies* xDSL) y Masmovil Investments, S.L.U. (negocio fibra propia de nuevo desarrollo) completan el entorno mercantil del proyecto y constituyen el perímetro mercantil del proyecto objeto de calificación.



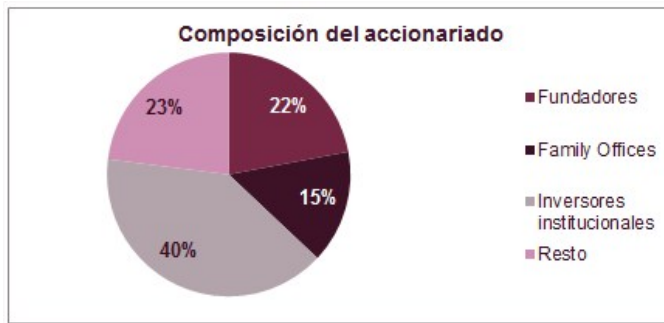
Broadband inicia su actividad con unos estados financieros de constitución (ver anexo) que alcanzan los €216 millones, aspecto que revela lo significativo del negocio a desarrollar. En el momento inicial la compañía cuenta con un apalancamiento financiero elevado, conforme a la estructura de proyecto que propiamente le corresponde. Con un patrimonio neto de €20 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 el Grupo Masmovil se ha posicionado como el sexto operador nacional a nivel de ingresos y actualmente el cuarto 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 800.000 clientes en el área residencial (400.000 en móvil/banda ancha y 400.000 en VozIP) y 25.000 en el área de empresas. La compañía avanza actualmente en la consolidación como grupo y la mejora en su rentabilidad operativa, aspecto favorecido por su contenido endeudamiento.

El Grupo Masmovil, dependiente de la matriz Masmovil Ibercom, S.A., cuenta con una estructura accionarial ampliamente diversificada, con un *free float* del 47% (participación inferior al 5% y sin presencia en el consejo). En su accionariado destaca la presencia de los grupos de fundadores (Ibercom y Masmovil) con el 22% del mismo, y que se completa con los referidos a inversores institucionales (40%) y family offices (15%).



Masmovil cuenta con un rating corporativo de BB (tendencia positiva) otorgado por axesor en Mayo de 2015, donde se destaca tanto el posicionamiento competitivo alcanzado en el mercado como una situación financiera de solvencia que ofrece un escenario de potencial crecimiento aún dependiente de la consolidación del crecimiento inorgánico desarrollado.

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 ofertas lanzadas y en estudio para los primeros lotes de la red, que abarcan la ingeniería y construcción, el control de la ejecución y calidad de la construcción y el cumplimiento de los aspectos laborales en la misma, el suministro de equipamiento activo, y el control de actividades y garantía de la calidad (PMO de soporte, QA documental, y herramientas de gestión). Los ámbitos concernientes al equipamiento de transmisión de la red y el mantenimiento de la misma están pendientes de lanzamiento, siendo esperadas ofertas de 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. Actualmente para el NEBA desde Noviembre de 2015 existe un proyecto de medidas aprobado por CNMC y con visto bueno de la Comisión Europea (potestad de veto) que espera recomendaciones por parte del Gobierno y del BEREC para su resolución final esperada en el primer trimestre de 2016.

Bajo este marco actual pendiente de resolución final 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. Sin embargo, se mantendrán las obligaciones vigentes sobre la red de cobre y el acceso a las infraestructuras de uso civil. Actualmente son 34 municipios los identificados (se espera que sean ampliados en la resolución final y en base a cálculos actualizados), 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

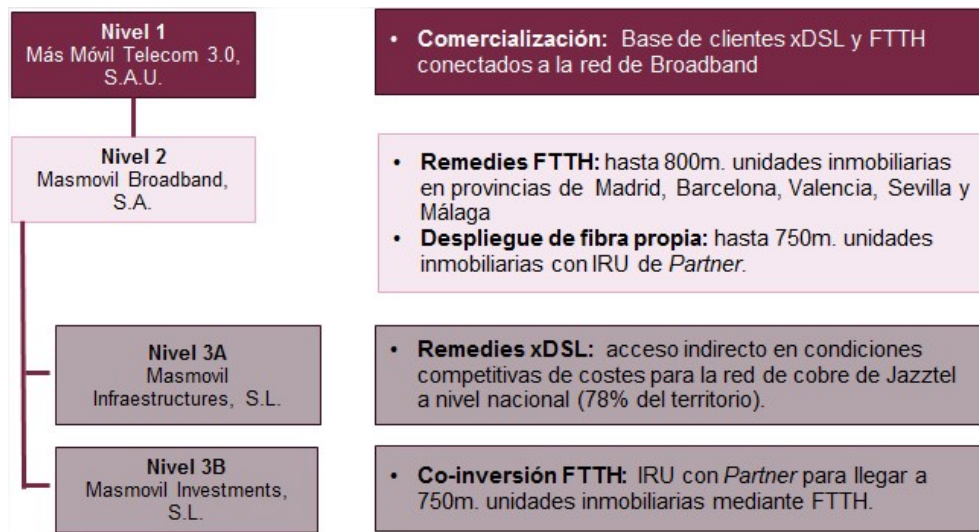
5.1 Mecanismo del cash-flow

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 será 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, que realiza la labor comercial, las filiales donde se encuentran los activos de red propios (Nivel 2) y las que contienen los activos cedidos para su explotación por parte de Jazztel y *Partner* (Nivel 3).

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.



Con respecto al Emisor (Nivel 2) los flujos de caja de la actividad quedan estructurados en la siguiente forma:

- **Ingresos:**
 - Ingresos por cliente comercializado en el Nivel 1.
 - Ingresos procedentes de los acuerdos de arrendamiento de la red FTTH propia (IRU). Estos ingresos conforman el componente fijo o asegurado de los ingresos del proyecto, siendo desde 2020 estimados en tan sólo un 2% del total de ingresos.

- **Costes:**

- Pagos por cliente al Nivel 3A.
- Pagos por cliente al Nivel 3B.
- Pagos de comisiones de alta y baja de clientes del Nivel 3A (xDSL)
- 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 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 *Partner* 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.

Nivel 2 - Broadband	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Clientes FTTH (promedio)	13.077	60.492	135.464	203.805	239.088	249.904	255.825	260.776
Clientes xDSL (promedio)	14.984	48.705	111.650	202.391	295.458	388.526	458.326	493.227
Total clientes (promedio)	28.061	109.197	247.114	406.195	534.546	638.430	714.151	754.002
Ingresos (€millones)								
Ventas IRU-Remedies	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Ventas IRU-Desarrollo propio	0,2	0,5	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Ventas xDSL	2,2	9,7	21,7	40,1	58,5	76,9	90,7	97,7
Ventas FTTH	1,2	12,3	29,3	44,0	51,6	54,0	55,3	56,3
Total ingresos	5,6	24,4	53,7	87,0	113,1	133,8	148,9	156,9

Con respecto a los costes, estos vienen determinados tanto por la remuneración al Nivel 3 por parte del Emisor (margen descontado) como por los hitos señalados necesarios para la gestión y desarrollo del negocio, el cual incluye el despliegue de red propia de nueva creación.

Nivel 2 - Broadband	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nivel 3A - MM Infraestructuras (xDSL)	(3,1)	(9,8)	(22,1)	(37,5)	(53,6)	(69,6)	(80,3)	(85,7)
Nivel 3B - MM Investments (FTTH)	(0,1)	(1,5)	(4,1)	(7,3)	(9,8)	(11,1)	(11,7)	(12,0)
Operaciones con clientes	(0,2)	(1,3)	(2,8)	(4,8)	(6,4)	(7,7)	(8,6)	(9,1)
Mantenimiento de red	(0,7)	(2,3)	(3,4)	(3,7)	(3,7)	(3,7)	(3,7)	(3,7)
Personal	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(1,5)	(1,5)
Sistemas	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
Construcción (1)	(22,9)	(21,3)	(21,3)	-	-	-	-	-
Instalaciones (1)	(3,0)	(8,3)	(10,9)	(9,2)	(5,6)	(5,0)	(5,0)	(5,0)
Equipos (1)	(3,8)	(8,7)	(12,7)	(11,0)	(7,7)	(7,2)	(5,5)	(4,7)
Costes de la red (1)	(4,0)	(4,0)	-	-	-	-	-	-
Total costes (€millones)	(38,7)	(58,3)	(78,7)	(75,1)	(88,7)	(106,3)	(116,9)	(122,3)

(1) concepto CAPEX para la inversión en nueva red

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 filial 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.

Nivel 3A - MM Infraestructuras (xDSL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Clientes (promedio)	14.984	48.705	111.650	202.391	295.458	388.526	458.326	493.227
Ingresos (€millones)								
Clientes	1,7	7,3	16,4	30,4	44,3	58,3	68,7	74,0
Cuota de Alta	1,3	2,1	4,8	5,8	7,1	8,3	7,8	7,5
Cuota de Cancelación	0,1	0,4	0,9	1,4	2,2	3,0	3,8	4,2
Total ingresos	3,1	9,8	22,1	37,5	53,6	69,6	80,3	85,7
Costes (€millones)								
Costes de acceso	(1,4)	(6,2)	(14,0)	(25,8)	(37,7)	(49,6)	(58,5)	(63,0)
Costes de cancelación	(0,1)	(0,4)	(0,9)	(1,4)	(2,2)	(3,0)	(3,8)	(4,2)
Costes de instalación	(1,3)	(2,1)	(4,8)	(5,8)	(7,1)	(8,3)	(7,8)	(7,5)
Total costes	(2,8)	(8,7)	(19,7)	(33,0)	(47,0)	(60,9)	(70,1)	(74,7)

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 *Partner* dentro del acuerdo de co-inversión. El mecanismo del cash-flow para el nivel 3B se establece de tal forma que la filial 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.

Nivel 3B - MM Investments (Co- inversión FTTH)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Clientes (promedio)	1.330	8.197	21.559	38.008	51.198	58.044	61.195	62.720
Ingresos (€millones)								
Ventas por cliente	0,1	1,5	4,1	7,3	9,8	11,1	11,7	12,0
Total ingresos	0,1	1,5	4,1	7,3	9,8	11,1	11,7	12,0
Costes (€millones)								
Mantenimiento de red	(0,0)	(0,4)	(1,0)	(1,8)	(2,5)	(2,8)	(2,9)	(3,0)
Pago IRU	(11,3)	(11,3)	(11,3)	-	-	-	-	-
Total costes	(11,3)	(11,6)	(12,3)	(1,8)	(2,5)	(2,8)	(2,9)	(3,0)

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 €70 millones. Con fecha estimada de emisión en el primer trimestre de 2016, se establece un vencimiento de 8 años (2024) con cuotas anuales de amortización en los últimos tres aniversarios (cinco años de carencia). Dicha emisión será a la par con un cupón fijo estimado del 4,75%, 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.

Perfil de la emisión	
Emisor	Masmovil Broadband, S.A.
Emisión	Bono Senior Garantizado
Instrumento	Cupón Fijo
Importe	70.000.000 €
Fecha emisión	Estimada en 2016
Vencimiento	8 años, 2024
Yield estimada	5,0%, emisión a la par
Calendario de amortización	5 años de carencia, 33,3% anual en 6º, 7º y 8º
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 2016, 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 2016, 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, entendiéndolo 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 (2018) de 135 millones, lo que supone un *Loan to Value* adecuado del 52% en el momento inicial de capacidad operativa completa.

Valoración de activos				
Datos de valor en € millones	inicio	final 2016	final 2017	final 2018
Remedies				
Unidades inmobiliarias (ud.)	740.391	800.000	800.000	800.000
Coste por unidad (€)	121	121	121	121
Valor de reposición (€ millones)	89	97	97	97
Desarrollo propio				
Unidades inmobiliarias (ud.)	0	250.000	500.000	750.000
Coste por unidad (€)	85	85	85	85
Valor de reposición (€ millones)	0	21	43	64
Total valor activos (€ millones)	89	118	139	161
Co-inversión con Jazztel (€ millones)				
Unidades inmobiliarias (ud.)	0	250.000	500.000	750.000
Coste por unidad (€)	130	130	130	130
IRU Comprado s/ Co-Inversión (40%)	0	13	26	39
IRU Vendido s/ Remedies (40%) (1)	-36	-39	-39	-39
IRU Vendido s/ Desarrollo propio (40%) (1)	0	-9	-17	-26
Total Valor de IRU's (€ millones)	-36	-34	-30	-25
(1) Se restan del valor por no pertenecer a Broadband				
Caja en Balance (€ millones)	70	54	22	1
Deuda Bono (€ millones)	70	70	70	70
Total valor activos de red	53	84	110	135
LtV s/ activos de red	131%	84%	64%	52%
Total activos (red + caja)	123	138	132	135
LtV s/total activos (red+caja)	57%	51%	53%	51%

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.

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.

Las proyecciones se estructuran sobre un desarrollo de proyecto en el que los tres primeros ejercicios (2016-18) son intensivos en inversiones, lo que resulta en la obtención de flujos de caja netos anuales negativos que son financiados mediante la emisión de bonos de forma principal. A este respecto se contempla que el proyecto cuente con una línea de financiación inicial de €5 millones que complemente, como financiación subordinada, las necesidades de fondos en la fase de despliegue de red propia. La capacidad de mejorar la liquidez en caso de ser necesaria de forma puntual cuenta con la posibilidad de incrementar los fondos subordinados, así como la flexibilidad para la realización de las inversiones previstas.

A partir de 2019 se establece que el proyecto cuenta con todo su potencial comercial, comenzando a ser generador de caja positivo con adecuada capacidad para mantener el crecimiento y afrontar desde 2021 la amortización del Bono.

Caso Base Proyecto - Masmovil Broadband -

El escenario base de las proyecciones se establece en base a una penetración comercial creciente desde el inicio, y en diferente grado en función del grado 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 (7,2%) y en la co-inversión de red con *Partner* (8,1%). Señalar en este sentido que la experiencia actual de la compañía en el despliegue en curso en la Comunidad de Aragón (a través de su filial EMBOU), centrado en zonas de baja competencia, está resultando para algunas zonas en penetraciones superiores al 20% en 12 meses de comercialización (5% en otras zonas en 6 meses).

Para la red xDSL se estiman cuotas mínimas de penetración, 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.

Indicadores de penetración comercial				
% clientes	Negocio FTTH			xDSL
Período de cosecha	Remedies	High Comp	Low Comp	
12 meses	2,2%	4,3%	16,2%	0,2%
24 meses	4,4%	5,7%	17,0%	0,4%
36 meses	7,2%	8,1%	18,0%	0,9%
48 meses en adelante	7,2%	8,1%	18,0%	0,5%
'Churn' desde 48 meses	18,0%	18,0%	12,0%	35,0%

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). La experiencia actual de la compañía en lo que se refiere a la contratación de servicios es de obtención de menores costes sobre lo previsto, aspecto no obstante aún por desarrollar. Adicionalmente, se destaca que un alto porcentaje del OPEX es de carácter variable en función del número de subscriptores efectivamente conseguido (promedio del 90% en 2016-23).

Indicadores del proyecto - Caso Base								
€ millones	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Unidades Inmobiliarias cubiertas	1,3	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Ventas	5,6	24,4	53,7	87,0	113,1	133,8	148,9	156,9
% crecimiento ventas		335%	120%	62%	30%	18%	11%	5%
EBITDA	0,6	8,4	19,8	32,1	37,7	39,7	42,5	44,2
% s/ventas	11%	34%	37%	37%	33%	30%	29%	28%
Cash-flow explotación	12,4	10,8	23,1	28,0	25,6	45,6	50,7	49,2
Cash-flow antes de la deuda (1)	(16,7)	(27,9)	(18,2)	11,4	15,8	37,0	42,6	40,8
Caja balance (antes de dividendos)	53,7	22,3	0,6	8,5	18,2	28,4	42,6	40,8
Servicio de la Deuda	4,6	3,5	3,5	3,5	3,5	26,8	25,6	24,5
Deuda Financiera	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	46,7	23,4	0,1
Deuda Financiera Neta	16,3	47,7	69,4	61,5	51,8	18,3	(19,2)	(40,7)
Ratios								
Deuda Financiera Neta / EBITDA	26,1x	5,7x	3,5x	1,9x	1,4x	0,5x	-0,5x	-0,9x
Deuda Financiera Neta / Cash flow explotación	1,3x	4,4x	3,0x	2,2x	2,0x	0,4x	-0,4x	-0,8x
RCSD (2)	-3,7x	-8,0x	-5,2x	3,2x	4,5x	1,4x	1,7x	1,7x
Caja balance antes de la deuda / Servicio de la Deuda	12,8x	7,4x	1,2x	3,4x	6,2x	2,1x	2,7x	2,7x
(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.

Adicionalmente, la capacidad del proyecto para mejorar la liquidez si fuera necesario, flexibilizando inversión y ampliando deuda subordinada, 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 no obstante que adicionalmente 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 25% sobre las estimaciones de despliegue para los ejercicios 2016-17.

Con relación a la penetración comercial señalar que 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. Además, en este caso la *yield* de la financiación se establece en 5,50%.

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

Indicadores del proyecto - Caso Ajustado								
€ millones	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Unidades Inmobiliarias cubiertas	1,2	1,7	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Ventas	4,6	17,6	38,5	62,9	82,0	96,6	106,4	110,9
% crecimiento ventas		283%	118%	64%	30%	18%	10%	4%
EBITDA	0,6	5,6	13,3	22,2	26,3	27,0	27,6	27,7
% s/ventas	14%	32%	35%	35%	32%	28%	26%	25%
Cash-flow explotación	7,9	3,5	15,1	14,7	9,6	27,1	29,9	26,6
Cash-flow antes de la deuda (1)	(13,4)	(23,7)	(19,1)	4,1	4,3	23,8	26,6	22,7
Caja balance (antes de dividendos)	56,7	29,2	6,2	6,5	5,6	2,3	3,0	1,1
Servicio de la Deuda	4,9	3,9	3,9	3,9	3,9	27,2	25,9	24,6
Deuda Financiera	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	46,7	23,4	0,1
Deuda Financiera Neta	13,3	40,8	63,8	63,5	64,4	44,4	20,4	(1,0)
Ratios								
Deuda Financiera Neta / EBITDA	20,6x	7,3x	4,8x	2,9x	2,4x	1,6x	0,7x	0,0x
Deuda Financiera Neta / Cash flow explotación	1,7x	11,6x	4,2x	4,3x	6,7x	1,6x	0,7x	0,0x
RCSD (2)	-2,7x	-6,2x	-5,0x	1,1x	1,1x	0,9x	1,0x	0,9x
Caja balance antes de la deuda / Servicio de la Deuda	12,6x	8,6x	2,6x	2,7x	2,5x	1,1x	1,1x	1,0x
(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								

6 Anexos

6.1 Estados financieros

ACTIVO (€)	
ACTIVO NO CORRIENTE	108.988.028
INMOVILIZADO INTANGIBLE (derechos de uso)	20.151.595
INMOVILIZADO MATERIAL (red de fibra + inmovilizado en curso y anticipos)	88.671.639
ACTIVOS IMPUESTO DIFERIDO	164.794
ACTIVO CORRIENTE	107.766.036
DEUDORES Y CLIENTES	87.740.498
TESORERÍA	20.025.538
TOTAL ACTIVO	216.754.064

PASIVO (€)	
PATRIMONIO NETO	19.498.271
FONDOS PROPIOS	19.498.271
CAPITAL SOCIAL	5.000.000
PRIMA DE EMISIÓN	15.000.000
RESULTADO EJERCICIO	- 494.385
RESERVAS DE LA DOMINANTE	- 7.344
PASIVO NO CORRIENTE	88.894.318
DEUDA FINANCIERA (otros pasivos fros.)	20.310.208
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS (IRU)	68.584.110
PASIVOS POR IMPUESTO DIFERIDO	2.196.309
PASIVO CORRIENTE	108.361.475
DEUDA FINANCIERA (otros pasivos fros.)	107.992.500
OTRA DEUDA (empresas del grupo: cash pooling)	70.000
ACREEDORES Y PROVEEDORES	298.975
TOTAL PASIVO	216.754.064

PERDIDAS Y GANANCIAS (€)	
Importe neto de la cifra de negocios	415.890
Trabajos realizados por la empresa para su activo	0
Aprovisionamientos	0
Otros ingresos de explotación	0
Gastos de personal	0
Otros gastos de explotación	-54
RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN (EBITDA)	415.836
Amortización de inmovilizado	-677.071
Imputación de subvenciones	0
Resultado por enajenaciones y deterioros del inmovilizado	0
Otros Resultados	0
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	-261.235
Ingresos financieros	0
Gastos financieros	-397.944
Diferencias de Cambio	0
RESULTADO FINANCIERO	-397.944
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	-659.179
Impuestos	164.795
RESULTADO DEL EJERCICIO	-494.384

Copyright © 2016 por AXESOR CONOCER PARA DECIDIR S.A. Todos los derechos reservados.

El Producto axesor corporate rating es una creación de AXESOR sujeta a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual. La información contenida en este Producto es de carácter estrictamente confidencial y para el exclusivo uso personal, interno y no comercial de MASMOVIL IBERCOM SA como cliente que ha contratado directamente con AXESOR. Salvo que MASMOVIL IBERCOM SA haya adquirido una licencia de difusión a AXESOR, y sin perjuicio de lo que se indicará en el párrafo siguiente, en ningún caso podrá divulgar el contenido del Producto (incluyendo calificaciones, análisis crediticios, datos, modelos, software o cualquier otro contenido) ya sea total o parcial y en ningún tipo de soporte, ni facilitar dicha información a cualesquiera terceros, ni a empresas asociadas, pertenecientes al mismo grupo o a cualquier otro tipo de asociación o relación de pertenencia o participación empresarial o accionarial.

En cualquier caso, aún teniendo MASMOVIL IBERCOM SA licencia de difusión de la información, no podrá con carácter comercial o con ánimo de lucro, transferir, ceder, subarrendar, sub-licenciar, vender, revender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos ni del propio Producto, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, total o parcialmente, la información suministrada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar o incorporar a base de datos, la información suministrada haciendo extensiva esta prohibición a la copia de la misma, aun siendo modificada y/o fusionada, así como a la creación de ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en este Producto. El Producto y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por AXESOR expresamente y por escrito.

MASMOVIL IBERCOM SA pondrá en conocimiento de AXESOR cualquier uso no autorizado del Producto y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento por cualquier vía.

MASMOVIL IBERCOM SA responderá frente a AXESOR de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas.

MASMOVIL IBERCOM SA será responsable de cualquier incumplimiento realizado por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Producto y/o a su contenido. La indemnización por daños y perjuicios se entenderá sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que AXESOR pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

Este Producto se proporciona bajo la aceptación de que AXESOR no es responsable de la interpretación que MASMOVIL IBERCOM SA haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en este Producto así como las calificaciones, y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de emisión del Producto 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 AXESOR tienen la consideración de dictamen propio por lo que el MASMOVIL IBERCOM SA deberá basarse en ellas para cualquier finalidad, de forma limitada. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor. AXESOR no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido de este Producto no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia de MASMOVIL IBERCOM SA, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión. Por tanto MASMOVIL IBERCOM SA está de acuerdo en que la información suministrada por AXESOR 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 AXESOR de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción de MASMOVIL IBERCOM SA y por ello libera a AXESOR 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.

AXESOR basa los criterios metodológicos para la elaboración de este producto, así como los análisis y decisiones sobre calificaciones de crédito que contiene, en una metodología de calificación que cumple con los dictámenes regulatorios emitidos por el Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia. La Agencia cumple rigurosamente con un Código de Conducta basado en los principios del Código de Conducta IOSCO para Agencias de Calificación Crediticia. De igual forma axesor ha adoptado las debidas políticas de conflictos de intereses, divulgación de la información así como todos los requisitos de transparencia exigidos por la normativa aplicable. Todas las calificaciones crediticias se dan a conocer a las entidades calificadas por lo menos 24 horas antes de su publicación en los términos previstos en el indicado Reglamento. Para más información, visite www.axesor-rating.es.

AXESOR 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 AXESOR no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible y dada la gran cantidad de material con el que se trabaja para recopilar la información, AXESOR, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna por las inexactitudes, incorrecciones, falsedades, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Producto. AXESOR 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.

AXESOR, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no serán responsables ante MASMOVIL IBERCOM SA ni ningún tercero por cualquier daño directo, indirecto o accidental, ni de los daños compensatorios, punitivos, especiales o indirectos, así como tampoco de las costas, gastos, honorarios legales o lucro cesante (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional) en relación con cualquier uso del Contenido del Producto incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.