

La parte alta de la P&G se acelera pero la deuda limita el potencial

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	4.146 M€
Último:	17,90 €/acc.
Nº Acciones (M.):	232 M acc.
Min / Max (52 sem):	12,55€ / 19,72€
Cód. Reuters / Bloomberg:	CLNX.MC/CLNX SM

Principales cifras	1S16	1S17	Var. %	Estimado
Ingresos	338	379	12%	383
Costes Operativos	-205	-211	3%	
EBITDA	134	168	25%	168
Margen EBITDA	39,6%	44,3%		
EBIT	41	53	29%	
Margen EBIT	12,1%	14,0%		
BNA	24	19	-21%	26,4
Margen Beneficio	7,1%	5,0%		
BPA (€/acc)				

Cifras en millones € publicadas el 28/07/2017

Detalle cifras	2016r	2017e	2018e	2019e	TAMI
Ingresos	670	765	827	884	10%
EBITDA	264	351	381	405	15%
Margen EBITDA	39,3%	45,8%	46,1%	45,8%	
EBIT	87	139	155	174	26%
Margen EBIT	12,9%	18,2%	18,8%	19,7%	
BNA	40	60	67	86	29%
% incremento BNA		50%	13%	28%	

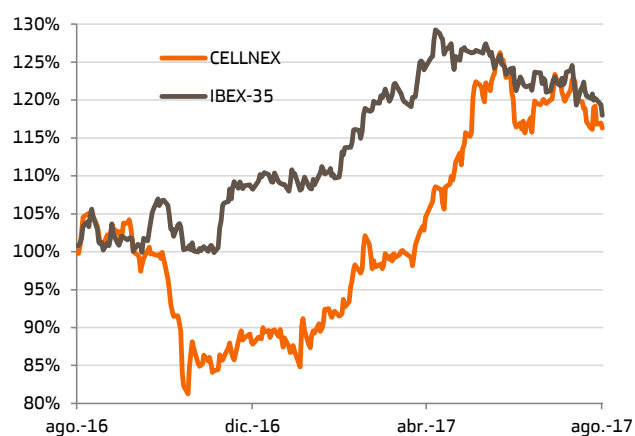
Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2016r	2017e	2018e	2019e
PER*	79,5 x	69,5 x	61,7 x	48,3 x
Rent. dividendo*	0,7%	0,8%	0,9%	1,2%
BPA (€/acc)	0,17	0,26	0,29	0,37
DPA (€/acc)	0,10	0,14	0,16	0,21
DN/FFPP**	2,7x	2,7x	2,8x	2,5x
DN/EBITDA	5,7x	4,6x	4,6x	4,1x
ROE	7,2%	10,1%	10,8%	12,8%

\*2016 con cotización de cierre de año. 2017/18/19 con última cotización

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



## CELLNEX

Precio Objetivo: 18,5 €  
Recomendación: Neutral

*La evolución de la parte alta de la cuenta de resultados gana tracción. La estrategia de expansión sigue aportando valor. Las nuevas adquisiciones elevan la cartera de pedidos y el margen EBITDA crece con fuerza. Sin embargo, también contribuyen a un elevado endeudamiento que frena el avance del beneficio de la Compañía y limita la generación de flujos de caja libres. Ante ello, mejoramos recomendación a Neutral desde Vender y fijamos nuestro Precio Objetivo en 18,5€ (desde 14,7€ anterior).*

Tras los resultados del primer semestre del año la Compañía reitera sus objetivos para 2017. Entre ellos destacan, la generación de un EBITDA entre 342M€/352M€ y un crecimiento del 10% del dividendo.

En nuestra opinión, se trata de objetivos alcanzables. La actividad de la Compañía ha ido ganando tracción a lo largo de los últimos meses. La estrategia de expansión está funcionando. Las últimas adquisiciones han permitido: (i) aumentar la cartera de pedidos en un 25% (hasta 15.000M€), (ii) que el ratio de compartición (número de clientes por emplazamiento) aumente hasta 1,64x (vs. 1,56x en el 1S16) y (iii) elevar el margen EBITDA hasta 44,3% (desde 39,6% anterior). Conviene recordar el tradicional apalancamiento operativo de la Compañía. En el 1S17 mientras los ingresos crecían +12% los costes lo hacían un 3%.

Esta evolución nos lleva a mejorar nuestras estimaciones de ingresos e EBITDA. Estimamos que ambas partidas crecerán +14% y +33% respectivamente este año vs. nuestra anterior estimación de +12% y +27%. De este modo, el EBITDA conseguirá alcanzar los 351M€ a cierre de ejercicio cumpliendo con el *guidance* de la Compañía.

Sin embargo, la intensa actividad inversora se traduce en un nuevo aumento del endeudamiento. En el 1S17 la deuda financiera neta crece +3,5% hasta 1.552M€ y, según nuestras estimaciones, acabará el año en 1.610M€ (+6,8% a/a). Con ello, el ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA quedaría alrededor de 4,6x. Este elevado nivel de endeudamiento implica un alto coste de financiación que frena el crecimiento del BNA. Así, en el 1S17 el beneficio sufrió una caída del -21%. Sin olvidar, la limitación que suponen el coste financiero y el capex de expansión sobre la generación de flujos de caja libre. De hecho, en 2017 y 2018 los flujos que estimamos son negativos al incorporar el importe de las inversiones ya anunciadas. Y consecuentemente limitan la valoración de la Compañía.

Además, la rentabilidad por dividendo (sobre el 1,0%) no supone en el caso de Cellnex un aliciente para la inversión. Pese a que su negocio se caracteriza por tener ingresos estables y recurrentes con contratos a largo plazo ligados a la inflación. La Compañía está inmersa en una primera etapa enfocada en el crecimiento y será en una fase posterior cuando la remuneración al accionista gane relevancia. Esta estrategia tiene sus riesgos, especialmente en el caso de que los tipos de interés empezaran a repuntar. Por ello, recogemos este riesgo empleando una prima de riesgo de 8% en nuestro escenario central.

Además, los múltiplos a los que cotiza la Compañía dificultan una potencial adquisición en caso de que Abertis decidiera desprenderse del 34% que mantiene en el valor. El PEG'17 estimado de Cellnex es de 2,7x lo que compara negativamente con American Towers (1,9x), Inwitt (1,8x) o Ei Towers (1,2x) y queda en línea con Rai Way (2,9x). Crown Castle sería de los pocos candidatos con un múltiplo superior (4,1x).

¿Cómo impacta este escenario en nuestra valoración?

Nuestro precio objetivo aumenta hasta 18,5€ (desde 14,7€) y nuestra recomendación pasa a Neutral desde Vender. El escaso potencial desde los niveles actuales de cotización (+3%) descarta una recomendación de Comprar.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Belén San José Ana de Castro

Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Ana Achau (Asesoramiento)

### Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2013	2014	2015	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'16-'21
Ingresos	381	412	575	670	765	827	884	946	994	8%
EBITDA	169	177	217	264	351	381	405	438	454	11%
Margen EBITDA	44,3%	43,0%	37,7%	39,3%	45,8%	46,1%	45,8%	46,3%	45,7%	
EBIT	97	86	63	87	139	155	174	213	233	22%
Margen EBIT	25,4%	20,8%	11,0%	12,9%	18,2%	18,8%	19,7%	22,5%	23,5%	
BAI	95	77	36	41	76	85	109	152	177	34%
BNA	78	57	47	40	60	67	86	120	140	29%
Tasa variación interanual		-26,8%	-17,7%	-15,8%	49,9%	12,6%	27,8%	39,5%	16,5%	

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

## Resumen Balance de Situación

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo No Corriente	667	950	1.807	2.545	2.732	2.911	2.841	2.783	2.735
Activo Circulante	172	282	219	351	654	343	368	392	414
<b>Total Activo</b>	<b>839</b>	<b>1.232</b>	<b>2.027</b>	<b>2.895</b>	<b>3.386</b>	<b>3.254</b>	<b>3.210</b>	<b>3.176</b>	<b>3.149</b>
FFPP	487	497	454	470	496	526	564	617	679
Minoritarios	0	5	83	81	93	99	106	116	127
Pasivo no corriente	49	58	311	469	492	473	467	462	458
Deuda financiera	173	466	989	1.702	2.084	1.921	1.824	1.716	1.608
Pasivo Corriente	129	207	190	173	220	235	249	265	277
<b>Total Pasivo</b>	<b>839</b>	<b>1.232</b>	<b>2.027</b>	<b>2.895</b>	<b>3.386</b>	<b>3.254</b>	<b>3.210</b>	<b>3.176</b>	<b>3.149</b>

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
+BNA	60	67	86	120	140
+Amortizaciones	212	226	231	225	221
+Gastos Financieros *(1-t)	51	56	53	49	45
- Inversiones en activos fijos	398	404	159	166	170
- Inversiones en circulante	-5,7	-1,3	-1,2	-1,3	-0,9
<b>= CFL Operativo</b>	<b>-70</b>	<b>-53</b>	<b>211</b>	<b>230</b>	<b>236</b>

WACC	4,5%
g	1,0%
EV	5.990 M€
- Deuda Neta	1.610 M€
- Minoritarios	93 M€
EqV	4.287 M€
Nº acciones	231,60 M
<b>Estimación DCF</b>	<b>18,5 €/acción</b>

### Comentarios a la valoración:

La caída de las inversiones a partir de 2019 se produce al incorporar únicamente la inversión de mantenimiento recurrente. En 2017/2018 incluimos las operaciones corporativas ya anunciadas. Este enfoque castiga a corto plazo la generación de flujos de caja libre. Por ello, nuestra valoración arroja un precio objetivo de 18,5€. Esto implica un potencial de tan sólo +3% y nos lleva a fijar una recomendación de Neutral.

## Matriz de Sensibilidad

Rp	WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
7,00%	4,18%	15,8	17,3	19,0	21,0	23,3	26,1	29,4
7,25%	4,25%	15,4	16,8	18,4	20,3	22,6	25,2	28,3
7,50%	4,32%	14,9	16,3	17,9	19,7	21,8	24,3	27,3
7,75%	4,39%	14,5	15,8	17,4	19,1	21,1	23,5	26,3
8,00%	4,46%	14,1	15,4	16,8	18,5	20,4	22,7	25,4
8,25%	4,53%	13,7	15,0	16,4	18,0	19,8	21,9	24,5
8,50%	4,60%	13,3	14,5	15,9	17,4	19,2	21,2	23,6
8,75%	4,67%	13,0	14,1	15,4	16,9	18,6	20,5	22,8
9,00%	4,74%	12,6	13,7	15,0	16,4	18,0	19,9	22,1

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Belén San José Ana de Castro

Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 12

28108 Madrid