

CELLNEX

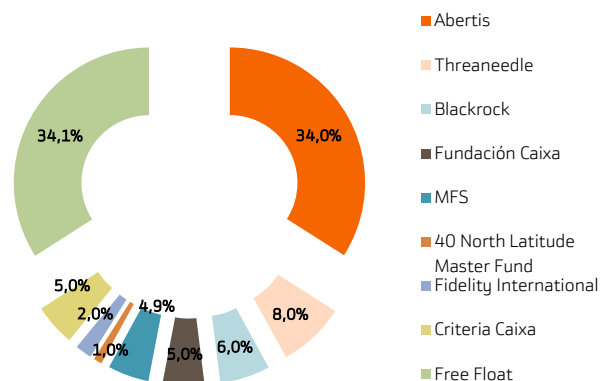
Precio Objetivo: 22,1 €
Recomendación: Vender

Los resultados no nos convencen, mantenemos en Vender

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 5.234 M€
Último: 22,60 €/acc.
Nº Acciones (M.): 232 M acc.
Min / Max (52 sem): 16,31€ / 23,71€
Cód. Reuters / Bloomberg: CLNX.MC/CLNX SM

Estructura Accionarial



Mantenemos recomendación en Vender y recortamos nuestro precio objetivo hasta 22,1€ (desde 22,5€ anterior). Tras esta decisión: (i) unos resultados trimestrales que registran pérdidas afectados por unos costes no recurrentes (plan de prejubilaciones) pero también por un repunte más que significativo del coste financiero. (ii) La compra del 29,9% de la participación de Abertis (34%) por parte de Edizione a 21,5€, por debajo de la cotización actual de la Compañía (22,60€). Como venimos afirmando, pensamos que esta operación fija un precio de referencia que debería presionar la cotización del valor a la baja. El motivo por el que Cellnex se mantiene por encima de este umbral es la expectativa de que se produzca una compra por parte de un tercer jugador. Escenario que por el momento no parece materializarse.

Los resultados trimestrales nos preocupan:

La parte alta de la cuenta de resultados presenta avances sólidos y mejores de lo estimado. Los ingresos avanzan +14,8% y el EBITDA +5,2%. Sin embargo, el resultado del trimestre arroja pérdidas de -35M€ (vs. el BNA de +26,5M€ estimado).

Uno de los puntos sobre los que venimos advirtiendo es el abultado endeudamiento de la Compañía. Su rápido crecimiento le ha llevado a convertirse en una Compañía sobreapalancada: DFN/EBITDA en 2017 7,0x, en 2018 estimamos que se situará alrededor de 6,9x y 4,7x FF.PP. Esto provoca que su cotización sea especialmente vulnerable cuando el mercado atraviesa momentos inestables (como sucedió en febrero, cuando retrocedió hasta aproximadamente 19,75€). Además, su cuenta de resultados es tremendamente sensible a un repunte en el coste de financiación. Así sucede este trimestre, los intereses netos por cupones asociados a nuevos bonos y gastos de formalización de deuda se elevan hasta los 23M€ (+53% a/a). Además, la Compañía provisiona 62M€ por un programa de prejubilaciones fruto de un acuerdo laboral. Este programa afectará a los resultados en 2018, 2019 y los primeros meses de 2020 pero a partir de ese momento debería eficientar los costes laborales.

En cuanto al dividendo, aunque Cellnex tiene un negocio estable y predecible, su rentabilidad por dividendo es baja: 0,4% en 2017 y 0,5% estimado en 2018.

El precio pagado por Edizione (21,5€) por el 29,9% de Abertis es inferior a la cotización actual:

Como parte de los acuerdos de la OPA sobre Abertis, Atlantia se reservó la posibilidad de hacerse con toda o parte de la participación de Abertis en Cellnex, el 29,9% o el 34%, a un precio ya acordado en el rango 21,2€/21,5€. Atlantia, a su vez, pactó una opción de venta para traspasar a Edizione (su accionista de referencia con un 30,25% de su capital) el 29,9% de Cellnex a un precio de 21,5€ en caso de ejecutar finalmente la opción de compra. Ante la ausencia de otras ofertas a un mejor precio, Atlantia comunicó la venta a Edizione del mencionado paquete. Con estas noticias se cumple nuestro escenario central, la compra del 29,9% de Cellnex por parte de Atlantia para venderla inmediatamente después a Edizione. De esta manera, se evita superar el umbral del 30% que obligaría a lanzar una OPA. La compra se realiza a un precio inferior (-4,9%) al de la cotización de Cellnex, que justo antes de este anuncio cotizaba a 23,3€. En nuestra opinión, la presión sobre el valor continuará a corto plazo. Cellnex continúa cotizando por encima del precio de compra de este paquete. Lo hace ante la expectativa de que un tercero pueda lanzar una oferta de compra. Sin embargo, este escenario no parece materializarse de momento.

Ante todo ello, mantenemos nuestra recomendación en Vender y recortamos el precio objetivo hasta 22,1€ (desde 22,5€ anterior).

Detalle cifras	1T18	1T17	Var a/a	Est.
Ingresos	217	189	14,8%	215
EBITDA	101	96	5,2%	100
Margen EBITDA	46,5%	50,8%		
EBIT	-26	26	n.a.	
Margen EBIT	n.a.	13,8%		
BNA	-35	11	n.a.	26,5

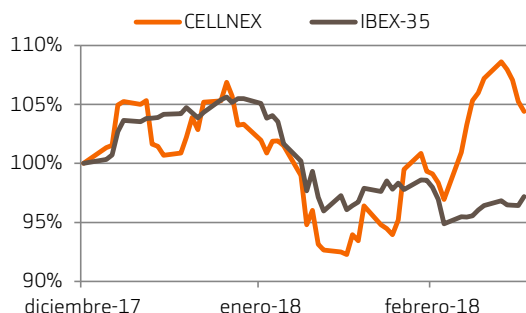
Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	150,1 x	150,1 x	98,5 x	53,3 x
Rent. dividendo*	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%
BPA (€/acc)	0,14	0,15	0,23	0,42
DPA (€/acc)	0,09	0,10	0,11	0,13
DN/FFPP	3,5x	4,7x	4,2x	3,5x
DN/EBITDA	7,0x	6,9x	6,1x	5,2x
ROE	5,1%	6,3%	9,1%	14,9%

*2017 con cotización de cierre de año. 2018/19/20 con última cotización

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Pilar Aranda Ana de Castro
Ramón Carrasco Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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.

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

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

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

Avda. Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'17-'22
Ingresos	412	575	670	758	871	932	988	1.028	1.069	7%
EBITDA	177	217	264	324	377	404	449	442	434	6%
Margen EBITDA	43,0%	37,7%	39,3%	42,7%	43,2%	43,4%	45,4%	43,0%	40,6%	
EBIT	86	63	87	98	114	140	192	191	188	14%
Margen EBIT	20,8%	11,0%	12,9%	13,0%	13,1%	15,0%	19,4%	18,6%	17,6%	
BAI	77	36	41	30	43	66	122	126	126	33%
BNA	57	47	40	33	35	53	98	101	101	25%
Tasa variación interanual		-17,7%	-15,8%	-17,3%	5,9%	52,4%	84,6%	3,4%	-0,1%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Activo No Corriente	950	1.807	2.545	3.533	3.680	3.582	3.496	3.420	3.388
Activo Circulante	282	219	351	524	431	461	481	509	540
Total Activo	1.232	2.027	2.895	4.056	4.111	4.043	3.977	3.930	3.928
FFPP	497	454	470	502	513	540	608	678	744
Minoritarios	5	83	81	142	43	46	51	57	63
Pasivo no corriente	58	311	469	575	463	456	448	443	443
Deuda financiera	466	989	1.702	2.575	2.807	2.700	2.551	2.424	2.339
Pasivo Corriente	207	190	173	261	284	301	317	328	340
Total Pasivo	1.232	2.027	2.895	4.056	4.111	4.043	3.977	3.930	3.928

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
+BNA	35	53	98	101	101	8.153
+Amortizaciones	262	264	257	251	246	
+Gastos Financieros *(1-t)	57	59	56	52	50	
- Inversiones en activos fijos	408	164	170	174	178	
- Inversiones en circulante	-10,5	-2,2	-2,0	-1,3	-1,4	
= CFL Operativo	-44	214	243	232	220	

WACC	3,7%
g	1,0%
EV	7.549 M€
- Deuda Neta	2.279 M€
- Minoritarios	142 M€
EqV	5.128 M€
Nº acciones	231,56 M
Estimación DCF	22,1 €/acción

Comentarios a la valoración:

Fijamos nuestro precio objetivo a través de un descuento de flujos de caja libre. Empleamos a este efecto las hipótesis detalladas en las tablas adjuntas. Nuestro precio objetivo es de 22,1€, por debajo de la cotización actual (22,6€). Esto, junto la compra por parte de Edizione de un 29,9% de la Compañía a 21,5€, nos llevan a mantener nuestra recomendación de Vender.

Matriz de Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
3,31%	19,3	21,7	24,6	28,1	32,5	38,1	45,4
3,41%	18,3	20,6	23,3	26,5	30,5	35,5	42,0
3,51%	17,4	19,5	22,0	25,0	28,6	33,2	39,0
3,61%	16,6	18,5	20,8	23,6	26,9	31,1	36,3
3,73%	15,7	17,5	19,6	22,1	25,2	28,9	33,6
3,81%	15,0	16,7	18,7	21,1	24,0	27,4	31,7
3,91%	14,3	15,9	17,8	20,0	22,6	25,8	29,7
4,01%	13,6	15,1	16,9	19,0	21,4	24,3	27,9
4,11%	12,9	14,4	16,1	18,0	20,3	23,0	26,2

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 Pilar Aranda Ana de Castro

Ramón Carrasco Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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, 14

28108 Alcobendas (Madrid)