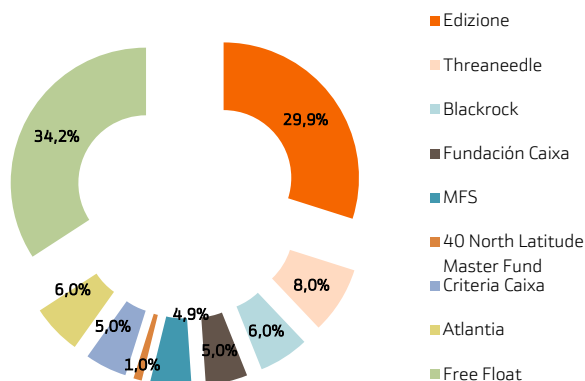


La deuda pesa sobre el resultado y Cellnex cierra el semestre con pérdidas

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	5.304 M€
Último:	22,90 €/acc.
Nº Acciones (M.):	232 M acc.
Min / Max (52 sem):	17,86€ / 23,92€
Cód. Reuters / Bloomberg:	CLNX.MC/CLNX SM

### Estructura Accionarial



Detalle cifras	2S18	2S17	Var a/a	Est.
Ingresos	439	379	15,8%	428
EBITDA	204	168	21,4%	135
Margen EBITDA	46,5%	44,3%		
EBIT	30	53	-43,4%	
Margen EBIT	6,8%	14,0%		
BNA	-31	19	n.a.	-28

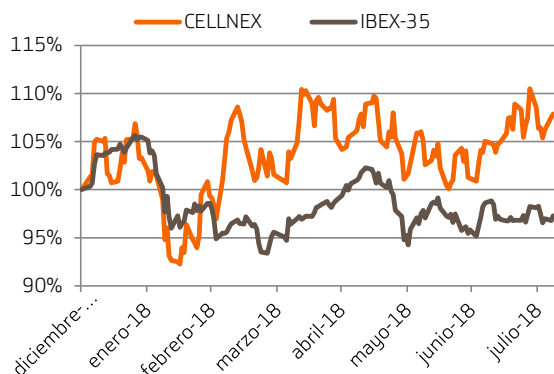
Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	150,1 x	152,1 x	99,8 x	54,1 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)



## CELLNEX

Precio Objetivo: 22,1 €  
Recomendación: Vender

Los resultados muestran una vez más un comportamiento positivo en la parte alta de la cuenta de pérdidas y ganancias. Sin embargo, el beneficio sigue sufriendo por el importante repunte de los costes financieros. De hecho, la Compañía registra una pérdida mayor de lo estimado en el semestre. Y es que la estrategia de expansión de Cellnex le ha llevado a alcanzar unos ratios de endeudamiento muy elevados. La remuneración al accionista tampoco supone un factor que invite a tomar posiciones. El foco de la Compañía sigue siendo el crecimiento. Por ello, su rentabilidad por dividendo es muy reducida pese a que las características de su negocio, recurrente y estable, invitan a pensar lo contrario. Por todo ello, mantenemos nuestras estimaciones sin cambios y nuestra recomendación en Vender con precio objetivo 22,1€.

### El endeudamiento pesa sobre los resultados de la Compañía:

Resultados sólidos en la parte alta de la cuenta de resultados con avances significativos en ingresos y EBITDA, +16% y +21% respectivamente. La buena evolución se produce gracias a la aceleración del segmento de infraestructuras de telecomunicaciones (ingresos +29,6%), los servicios de infraestructuras de difusión y otros servicios de red retroceden, -4,1% y -5,0% respectivamente. El apalancamiento operativo de la Compañía permite una expansión del margen EBITDA hasta 46,5% desde 44,3% en el 2T17. Además, el backlog (ingresos contratados esperados) aumenta hasta 16.000M€ y el ratio de compartición (clientes por emplazamiento) cierra el semestre en 1,69x (+3% a/a) a périmetro constante.

Sin embargo, el abultado endeudamiento de la Compañía provoca que, un vez más, el saldo empeore conforme avanzamos por la cuenta de resultados. De este modo, el EBIT cae con fuerza (-43%) y la Compañía cierra el semestre con una pérdida mayor a lo estimado (-31M€ vs. -28M€ estimado).

En concreto, la deuda financiera neta repunta hasta 2.800M€, +25,2% desde cierre de 2017. Como venimos advirtiendo, la rápida expansión de Cellnex le ha llevado a sobreapalancarse. A cierre de 2017 el ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA se situó en 7,0x y en 2018 estimamos que se situará alrededor de 6,9x y 4,7x sobre fondos propios. Por ello, su cuenta de resultados es tremendamente sensible a un repunte en el coste de financiación y el valor sufre cuando se producen momentos inestables en mercado. Como muestra conviene recordar la caída hasta 19,53€ en febrero de este año. Durante este primer semestre los intereses netos por cupones asociados a nuevos bonos y gastos de formalización de deuda se elevan hasta los 38M€ (+171% a/a) lo que penaliza al resultado neto. Además, la Compañía provisiona 60M€ por un programa de prejubilaciones fruto de un acuerdo laboral que favorecerá ahorros de costes a partir de 2020.

Además, la remuneración al accionista no supone un aliciente a la inversión pese a que el negocio de Cellnex es estable y predecible. La Compañía sigue centrando sus esfuerzos en el crecimiento y como resultado su rentabilidad por dividendo es baja, 0,4% en 2017 y 0,5% estimada en 2018.

En cuanto a los objetivos, la Compañía los reafirma: EBITDA 405M€/415M€ (equivalente a 579M€/589M€ bajo IFRS 16) y crecimiento de flujos de caja y dividendo superior al 10%.

En este escenario mantenemos inalteradas nuestras estimaciones. Por tanto, mantenemos nuestra recomendación en Vender con precio objetivo 22,1€ (vs. cotización actual de 22,9€).

### 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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "onen 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
<b>Total Activo</b>	<b>1.232</b>	<b>2.027</b>	<b>2.895</b>	<b>4.056</b>	<b>4.111</b>	<b>4.043</b>	<b>3.977</b>	<b>3.930</b>	<b>3.928</b>
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
<b>Total Pasivo</b>	<b>1.232</b>	<b>2.027</b>	<b>2.895</b>	<b>4.056</b>	<b>4.111</b>	<b>4.043</b>	<b>3.977</b>	<b>3.930</b>	<b>3.928</b>

## 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	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>-44</b>	<b>214</b>	<b>243</b>	<b>232</b>	<b>220</b>	

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	<b>22,1 €/acción</b>

### 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 (22,9€) por lo que mantenemos 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	<b>22,1</b>	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](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)