CELLNEX

La deuda penaliza la cuenta de resultados

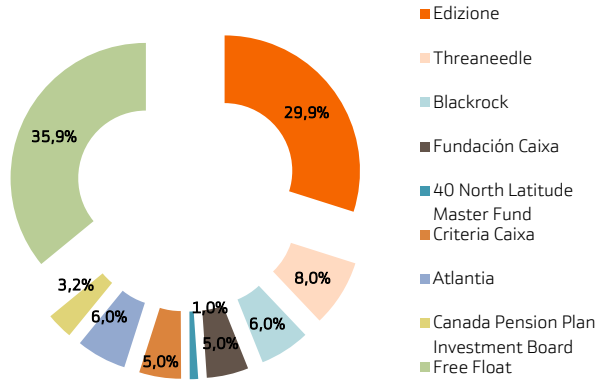
Precio Objetivo:	20,9 €
Recomendación:	Vender

Mantenemos recomendación en Vender y reducimos precio objetivo hasta 20,9€ (desde 22,1€ anterior) como consecuencia del aumento de la Tir del bono a diez años español en el último trimestre (hasta 1,6% desde 1,3%). La cuenta de resultados sigue mostrando buenas tendencias en la parte alta (ingresos y EBITDA) pero el elevado endeudamiento de la Compañía provoca que registre pérdidas de -26M€ en los nueve primeros meses de 2018. Todo ello, se une a nuevas operaciones corporativas que se ejecutan por debajo del precio de cotización de la acción. Sin embargo, podríamos mejorar nuestra recomendación si se materializa el cambio de estrategia esgrimido por Edizione. Este plan reforzaría los fondos propios de la Compañía y le ayudaría a posicionarse para captar posibles oportunidades en un momento en el que diversas telecos están analizando una posible venta de sus torres con el fin de reducir sus elevados ratios de apalancamiento.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	5.188 M€
Último:	22,40 €/acc.
Nº Acciones (M.):	232 M acc.
Min / Max (52 sem):	19,49€ / 23,92€
Cód. Reuters / Bloomberg:	CLNX.MC/CLNX SM

Estructura Accionarial



Detalle cifras	9M18	9M17	Var a/a
Ingresos	665	579	14,9%
EBITDA	439	368	19,3%
Margen EBITDA	*66,0%*	*63,6%*	
EBIT	72	77	-6,5%
Margen EBIT	*10,8%*	*13,3%*	
BNA	-26	33	n.a.

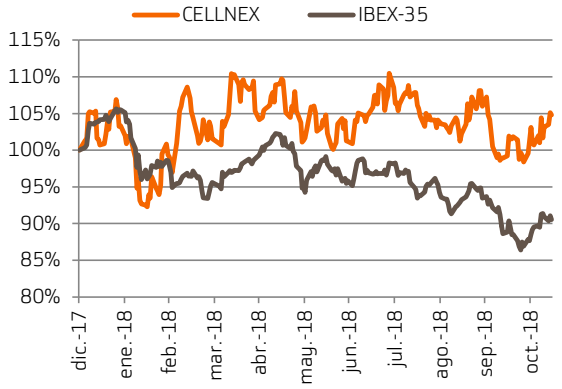
Cifras en millones de euros

**TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento*

Principales ratios	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	150,1 x	148,7 x	97,6 x	52,9 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)



Resultados del 9M18 arrojan pérdidas de -26M€...

Una vez más resultados sólidos en la parte alta de la cuenta de resultados con avances significativos en ingresos y EBITDA, +15% y +19% respectivamente. La buena evolución de los ingresos se produce gracias a los servicios de infraestructuras de telecomunicaciones, que se aceleran +27%, mientras las infraestructuras de difusión ceden -2,2% y otros servicios de red quedan planos. Además, el *backlog* (ingresos contratados esperados) aumenta hasta 16.000M€ y el ratio de compartición (clientes por emplazamiento) cierra el semestre en 1,62x (+3,2% a/a) a perímetro constante. Sin embargo, la abultada deuda de la Compañía se traduce en unos costes financieros elevados y provoca que la cuenta de resultados empeore conforme avanzamos hasta el BNA. En concreto, Cellnex registra pérdidas de -26M€ vs. el beneficio de 33M€ que registró en los nueve primeros meses de 2017. Y es su deuda financiera neta se sitúa en 2.922M€, lo que supone un aumento de +31% desde cierre de 2017. Con ello también aumenta su coste por intereses netos asociados a nuevos bonos y gastos de formalización de deuda, que junto con una provisión de 60M€ por un programa de prejubilaciones, llevan el resultado neto a pérdidas.

En cuanto a los objetivos, la Compañía los reafirma pero apunta que quedarán en la parte alta de la cuenta de resultados: EBITDA ajustado 405M€/415M€ (equivalente a 579M€/589M€ bajo IFRS 16) y crecimiento de flujos de caja y dividendo superior al 10%.

... y las nuevas operaciones de venta de paquetes accionariales se ejecutan por debajo de la cotización del valor:

Recordemos que Edizione adquirió acciones representativas del 29,9% en Cellnex como parte de los acuerdos de la OPA sobre Abertis. Dicha participación la mantiene en una sociedad llamada ConnecT. En dos operaciones distintas, pero con las mismas condiciones, Edizione ha vendido dos paquetes de un 20% de esta sociedad a Infinity, que a su vez está participada por Abu Dhabi Investment Authority (ADIA, el fondo soberano de Abu Dhabi) y a GIC, el fondo soberano de Singapur. Las operaciones se ejecutaron al mismo precio por acción que el pagado por Edizione en julio por su participación. Esto es 21,5€, por debajo de la cotización de Cellnex en mercado y fijando de nuevo un umbral de referencia para el valor.

La buena noticia, que puede llevarnos a mejorar recomendación, es la estrategia que parece que Edizione estaría preparando para Cellnex.

Una vez ejecutada esta operación ADIA y GIC inyectarían 600M€ en el capital de Cellnex y Edizione otros 900M€. De este modo, reforzarían los recursos propios de la Compañía y favorecerían su expansión. Y es que Cellnex no puede seguir creciendo a base de deuda. Son precisamente sus altos niveles de endeudamiento los que nos llevan a mantener el valor en Vender con precio objetivo 20,9€. En concreto, su ratio DFN/EBITDA cerró 2017 en 7,0x y en 2018 estimamos que se situará alrededor de 6,9x y 4,7x sobre FF.PP. Por ello, recibir una inyección de fondos por un importe tan significativo resultaría clave y podría llevarnos a mejorar nuestra recomendación sobre el valor. Especialmente en un momento en el que diversas telecos (Vodafone o Telecom Italia) están analizando una posible venta de sus torres con el fin de reducir sus elevados ratios de apalancamiento.

Equipo de Análisis de Bankinter: **Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)**
Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)
https://www.bankinter.com/broker/analisis
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos
* 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.

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	7.852
+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	3,8%	
g	1,0%	
EV	7.262	M€
- Deuda Neta	2.279	M€
- Minoritarios	142	M€
EqV	4.841	M€
Nº acciones	231,56	M
Estimación DCF	20,9	€/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. El repunte de la Tir del bono a 10 años español, hasta 1,60% desde 1,30% anterior, implica una caída de nuestro precio objetivo hasta 20,9€ desde 22,1€ anterior. Esta valoración implica que el valor carece de potencial desde los niveles actuales de cotización y justifican nuestra recomendación de Vender.

Matriz de Sensibilidad

	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
WACC	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
3,03%	22,4	25,4	29,0	33,6	39,4	47,1	57,9
3,23%	20,1	22,7	25,8	29,6	34,3	40,4	48,5
3,43%	18,2	20,4	23,0	26,2	30,1	35,0	41,4
3,63%	16,4	18,4	20,6	23,4	26,6	30,7	35,8
3,83%	14,9	16,6	18,6	20,9	23,7	27,1	31,3
4,03%	13,5	15,0	16,7	18,8	21,2	24,1	27,6
4,23%	12,2	13,6	15,1	16,9	19,0	21,5	24,4
4,43%	11,1	12,3	13,7	15,3	17,1	19,2	21,8
4,63%	10,1	11,2	12,4	13,8	15,4	17,3	19,5

Equipo de Análisis de Bankinter: **Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)**
Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina
Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

https://www.bankinter.com/broker/analisis
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos
* 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.