pankinter

El escaso potencial nos lleva a fijar recomendación

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 14.12 €/acc. Último:

N° Acciones (M.): 232 M acc. Min/Max (52 sem): 12,55€/16,41€ Cód. Reuters / Bloomberg: CLNX.MC/CLNX SM

Accionariado Ahertis Threaneedle Blackrock 41.9% ■ Fundación Caixa Cantillon Schroders

Fidelitu International Free Float

Detalle cifras*	2015	2016e	2017e	2018e	TAMI
Ingresos	575	670	751	811	12%
EBITDA	217	264	335	365	19%
Margen EBITDA	37,7%	39,3%	44,7%	45,0%	
EBIT	63	87	124	139	30%
Margen EBIT	11,0%	12,9%	16,5%	17,1%	
BNA	47	40	61	71	14%
% incremento BN	VA.	-16%	54%	15%	

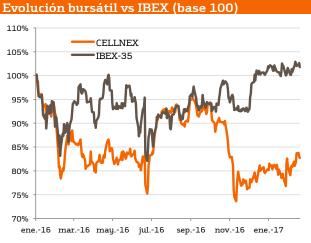
^{*} Cifras en millones de euros

^{*}TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2015	2016e	2017e	2018e
PEG*	1,1 x	1,0 x	0,7 x	0,6 x
Rent. dividendo*	0,5%	0,7%	1,0%	1,2%
BPA (€/acc)	0,20	0,17	0,26	0,30
DPA (€/acc)	0,09	0,10	0,15	0,17
DN/FFPP**	1,7x	2,7x	2,8x	2,8x
DN/EBITDA**	4,3x	5,7x	5,0x	4,8x
ROE	8,8%	7,2%	10,4%	11,3%

^{*2015/16} con cotización de cierre de año 2017/18 con última cotización PEG considerando crecimiento medio del BPA entre 2013/21

^{**} Sin ajustar por inorgánico



CELLNEX

Precio Objetivo: 14,7€ Vender Recomendación:

La parte alta de la cuenta de resultados sorprende de nuevo. El crecimiento de los ingresos y el EBITDA es más que significativo. Los costes operativos caen y los márgenes mejoran gracias a este apalancamiento operativo. La cartera de pedidos crece con fuerza. Sin embargo, la estrategia de expansión de la Compañía implica importantes niveles de endeudamiento. Esto pesa sobre el beneficio y sobre la generación de flujos de caja libre. La Compañía no descarta un importante repunte del ratio de endeudamiento, hasta 6x/6,5x deuda financiera neta sobre EBITDA. Estos niveles podrían provocar dudas sobre el rating actual y nos impiden descartar una potencial ampliación de capital para sanear el balance. Todo ello, nos lleva a un precio objetivo de 14,7€ (potencial +4%) y recomendación de Vender.

Resultados con luces pero también con sombras

Los resultados de 2016 muestran un comportamiento mixto. Los ingresos avanzan hasta 707M€ (+15% a/a) en línea con los 707,6M€ estimados y el EBITDA se dispara hasta 290M€ (+23%), superando las estimaciones de 282M€. Sin embargo, el BNA cae hasta 40,4M€ (-16,7%) por debajo de 55,7M€ estimados y el BPA hasta 0,17€ (-15%) defraudando las estimaciones de 0,259€. Este comportamiento deriva en parte de los extraordinarios (19M€) registrados en el negocio italiano el año pasado. Destaca el buen comportamiento de todas las líneas de negocio, especialmente la principal: infraestructuras de telecomunicaciones, +27%. Esto, acompañado por una nueva caída de los costes operativos favorece la mejora del margen EBITDA hasta 39,3% desde 37,7%. Todo ello acompañado por una mejora del ratio de compartición hasta 1,62x desde 1,53x. Finalmente, valoramos muy positivamente la evolución de la cartera de pedidos, que asciende a 12.100M€ (+51%).

Sin embargo existen riesgos que no podemos ignorar:

Alto nivel de deuda...

Nos preocupa el significativo aumento del ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA. Este múltiplo cerró 2016 en 4,6x, excluyendo efectos inorgánicos por cambio de perímetro, vs. 3,7x a cierre del 3T16. El repunte se debe a la estrategia de expansión en la que se encuentra inmersa la Compañía. De hecho, en la conferencia con periodistas la dirección afirmaba que este ratio podría llegar hasta 6x/6,5x, tal y como sucedió con las grandes telecos estadounidenses en sus etapas de expansión. Unos niveles de deuda tan elevados podrían derivar en un cuestionamiento de su *rating* actual (BBB- por Fitch y BB+ por S&P) y nos impide descartar una posible ampliación de capital para sanear el balance. Conviene tener en mente que perder el grado de inversión significaría dejar de ser elegible para el programa de compra de bonos corporativos del BCE.

Además, la rentabilidad por dividendo no ofrece un aliciente para la inversión. El negocio de Cellnex se caracteriza por tener ingresos estables y recurrentes con contratos con plazos largos y ligados a la inflación. Sin embargo, el dividendo se mantiene a niveles muy reducidos. Además, la estrategia de expansión impide pensar en un incremento en el medio plazo.

Todo ello pesa sobre nuestra valoración:

Unas inversiones elevadas y un coste financiero alto pesan sobre nuestro descuento de flujos de caja libre. Especialmente en los primeros dos años que proyectamos. En 2017 y 2018 los flujos se tornan negativos al incorporar el importe de las inversiones ya anunciadas. Esta situación nos lleva a un precio objetivo de 14,7€. A nuestro entender, las recomendaciones deben ser, o bien de Comprar, o bien de Vender. Entendemos que una recomendación de Neutral no es útil a la hora de tomar decisiones de inversión. Con este enfoque, entendemos que con el escaso potencial que presenta el valor (+4%) nuestra recomendación debe ser Vender.

Pensamos que existen opciones de inversión más atractivas con las que construir cartera actualmente. En especial dentro del sector financiero e industrial.

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)

http://broker.bankinter.com/ http://www.bankinter.com/

Paseo de la Castellana, 29 28046 Madrid

23-feb.-17 15:30h

Nota compañía: CELLNEX

Análisis

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	751	811	867	928	975	8%
EBITDA	169	177	217	264	335	365	387	419	434	10%
Margen EBITDA	44,3%	43,0%	37,7%	39,3%	44,7%	45,0%	44,6%	45,2%	44,5%	
EBIT	97	86	63	87	124	139	157	194	214	20%
Margen EBIT	25,4%	20,8%	11,0%	12,9%	16,5%	17,1%	18,1%	20,9%	21,9%	
BAI	95	77	36	41	78	90	111	152	174	34%
BNA	78	57	47	40	61	71	87	119	137	28%
Tasa variación interanual		-26,8%	-17,7%	-15,8%	53,8%	<i>15,2%</i>	23,9%	36,6%	15,1%	

^{*:} 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	2.731	2.908	2.837	2.778	2.728
Activo Circulante	172	282	219	351	315	340	364	388	410
Total Activo	839	1.232	2.027	2.895	3.046	3.248	3.201	3.166	3.137
FFPP	487	497	454	470	497	528	567	620	681
Minoritarios	0	5	83	81	93	99	106	116	128
Pasivo no corriente	49	58	311	469	443	472	466	460	456
Deuda financiera	173	466	989	1.702	1.799	1.917	1.818	1.709	1.601
Pasivo Corriente	129	207	190	173	214	231	245	260	272
Total Pasivo	839	1.232	2.027	2.895	3.046	3.248	3.201	3.166	3.137

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)							
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR	
+BNA	61	71	87	119	137	6.005	
+Amortizaciones	211	226	230	225	220		
+Gastos Financieros *(1-t)	37	39	37	34	32		
- Inversiones en activos fijos	396	402	158	164	168		
- Inversiones en circulante	-5,4	-1,2	-1,1	-1,3	-0,9		
= CFL Operativo	-81	-65	198	216	222		

WACC*	4,7%	
g	1,0%	
EV	5.158	M€
- Deuda Neta	1.660	M€
- Minoritarios	93	M€
EqV	3.405	M€
N° acciones	231,60	M
Estimación DCF	14,7	€ /acción

^{*} Desglose WACC
Crecimiento sostenible (g) 1,0%
Coste de capital (Ke) 10,2%
Coste de la deuda (Kd) 2,8%
Pirma de riesgo (Rp) 8,50%
Tasa libre de riesgo (RFR) 1,70%

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 14,7€. Esto implica un potencial de tan sólo +4% y nos lleva a fijar una 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% Rр 16,6 7,50% 4,47% 12,4 13,6 15,0 18,4 20,5 22,9 7,75% 4,54% 12,1 13,2 19,8 22,1 14,5 16,0 17,8 8,00% 4,60% 11,8 12,9 14,2 15,6 17,3 19,2 21,5 13,7 18,5 11,4 12,5 16,7 20,7 4,67% 8,25% 15,1 8,50% 4,73% 11,1 12,2 13,4 14.7 16,2 18,0 20,1 8,75% 4,80% 10,8 11,8 13,0 14,3 15,7 17,4 19,4 4,86% 10,5 9,00% 11,5 12,6 15,3 16,9 18,8 13,9 9,25% 4,93% 10,2 12,3 14,8 18,2 11,2 13,5 16,4 9,50% 4,99% 10,0 10,9 11,9 13,1 14,4 15,9 17,7

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: http://broker.bankinter.com/ http://www.bankinter.com/ Avda de Bruselas, 12

28108 Madrid

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.