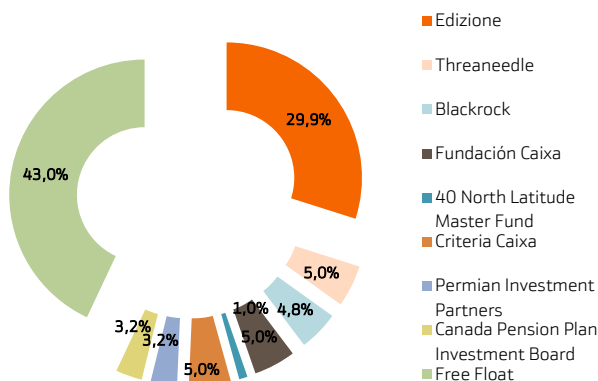


**El balance se refuerza y nuestra recomendación mejora. Subimos a Neutral desde Vender.**

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	5.554 M€
Último:	23,98 €/acc.
Nº Acciones (M.):	232 M acc.
Min / Max (52 sem):	19,2€ / 24,4€
Cód. Reuters / Bloomberg:	CLNX.MC/CLNX SM

### Estructura Accionarial



Detalle cifras	2017	2018	Var a/a
Ingresos	789	898	13,8%
EBITDA	480	515	7,3%
Margen EBITDA	60,8%	57,3%	
EBIT	72	77	6,9%
Margen EBIT	9,1%	8,6%	
BNA	26	-15	n.a.

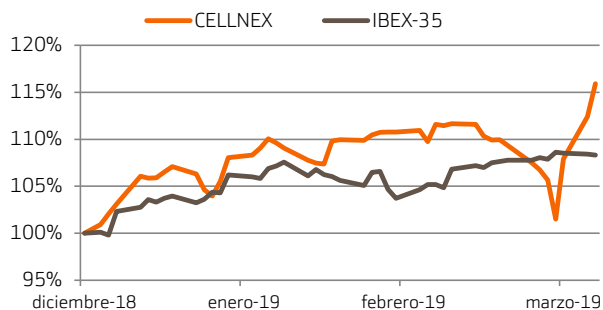
Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e
PER*	n.a	107,9 x	75,5 x	57,7 x
Rent. dividendo*	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
BPA (€/acc)	n.a	0,22	0,32	0,42
DPA (€/acc)	0,08	0,09	0,10	0,11
DN/FFPP	4,3x	0,8x	0,7x	0,6x
DN/EBITDA	5,2x	3,0x	2,5x	2,1x
ROE	n.a	3,4%	4,7%	5,9%

\*2018 con cotización de cierre de año. 2019/20/21 con última cotización

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



## CELLNEX

Precio Objetivo: 24,4 €  
Recomendación: Neutral

*Cellnex amplía capital y con ello corrige su alto endeudamiento. Tal y como comentábamos en nuestra nota post resultados de 2018, una inyección de capital nos lleva a mejorar nuestra recomendación desde Vender hasta Neutral. Con la nueva estructura de capital el ratio de deuda financiera neta cae de niveles superiores a 5,0x hasta situarse alrededor de 3,0x. Además, estos recursos permitirán a Cellnex seguir realizando adquisiciones en un momento en el que las telecos quieren desinvertir en activos que presentan un buen encaje con la estructura actual de Cellnex. Por todo ello, una vez anunciada la ampliación, reducimos la prima de riesgo sobre el valor y el coste medio del capital (WACC) cae hasta 3,46% desde 4,3% anterior. Con ello, nuestro precio objetivo sube hasta 24,4€ desde 21,5€ previo.*

### Cellnex mejora su estructura de capital...

Tras una expansión ultra rápida a base de deuda, la Compañía amplía capital. La finalidad de la operación es reforzar los recursos propios de cara a seguir financiando su expansión.

La ampliación supone emitir 66,9M de acciones nuevas (28,9% del capital pre ampliación y 22,4% post ampliación). El precio de las acciones nuevas asciende a 17,89€ (vs. 23,7€ de precio de cierre del día anterior al anuncio de la operación). Los principales accionistas de Cellnex (ConneCT con el 29,9% y Critería Caixa con el 6,0%) se han comprometido a suscribir la ampliación, que está asegurada por un grupo de entidades financieras.

En nuestra opinión, se trata de una operación lógica a la vista de los altos ratios de endeudamiento de la Compañía: deuda financiera neta sobre EBITDA a cierre de 2018 de 5,2x y 5,5x para 2019 según nuestras estimaciones pre-ampliación. Con esta operación, el ratio caerá hasta situarse en 3,0x.

El precio de las nuevas acciones supone un descuento de -24,4% respecto al cierre del día previo al anuncio de la ampliación, -20,0% teniendo en cuenta los derechos de suscripción preferente. Sin embargo, el alto nivel de deuda de la Compañía acompañado por un BNA muy reducido en 2019 (nuestra estimación era de 31M€ para 2019 pre-ampliación, tras las pérdidas de -15M€ en 2018) provocan un efecto relativo de esta operación en el BPA de 2019. En concreto, estimamos un BPA de 0,22€ vs. 0,133€ anterior.

Además, esta operación llega en un buen momento: las telecos están dispuestas a vender activos. Y algunos, como ha reconocido la propia Cellnex, tendrían muy buen encaje en el negocio de la Compañía. El problema era que la Compañía no podía seguir financiando su expansión a base de deuda.

### ... y nuestra recomendación mejora a Neutral desde Vender:

En nuestra anterior nota sobre Cellnex (adjunta a este informe), anticipábamos una mejora de nuestra recomendación si se producía un reforzamiento de la estructura de capital de la Compañía. El alto endeudamiento era el principal motivo tras nuestra recomendación de Vender.

Conviene tener en mente que en términos de actividad la Compañía viene mostrando un buen desempeño. En 2018 los ingresos avanzaron casi +14%, el EBITDA más de un +7%, el backlog (ingresos contratados esperados) ascendió hasta 18.000M€ (desde 16.000M€ acumulados en los nueve primeros meses de 2018) y el ratio de compartición (clientes por emplazamiento) avanzó hasta 1,60x (+3,2% a/a).

Por todo ello, una vez anunciada la ampliación, reducimos la prima de riesgo sobre el valor y el coste medio del capital (WACC) cae hasta 3,46% desde 4,3% anterior. Con ello, nuestro precio objetivo sube hasta 24,4€ desde 21,5€ previo y nuestra recomendación mejora hasta Neutral desde Vender.

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
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/cumulimiento\\_normativo/codiaos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumulimiento_normativo/codiaos_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.

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

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

Avda. Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18-'23
Ingresos	575	670	758	867	976	1.034	1.086	1.119	1.141	6%
EBITDA	217	264	480	515	549	573	593	592	574	2%
Margen EBITDA	37,7%	39,3%	63,4%	59,4%	56,2%	55,4%	54,6%	52,9%	50,3%	
EBIT	63	87	129	113	138	177	209	217	208	13%
Margen EBIT	11,0%	12,9%	17,0%	13,0%	14,2%	17,1%	19,3%	19,4%	18,2%	
BAI	36	41	20	-36	85	122	159	173	170	n.a.
BNA	47	40	26	-15	66	95	124	135	132	n.a.
Tasa variación interanual		-15,8%	-34,0%	-157,0%	342,8%	43,0%	30,8%	8,8%	-2,0%	

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

## Resumen Balance de Situación

	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Activo No Corriente	1.807	2.545	3.956	4.479	4.317	4.183	4.075	3.985	3.909
Activo Circulante	219	351	490	654	517	554	587	616	647
<b>Total Activo</b>	<b>2.027</b>	<b>2.895</b>	<b>4.445</b>	<b>5.133</b>	<b>4.834</b>	<b>4.737</b>	<b>4.662</b>	<b>4.601</b>	<b>4.556</b>
FFPP	454	470	467	478	1.716	1.782	1.874	1.973	2.067
Minoritarios	83	81	142	137	210	218	229	241	253
Pasivo no corriente	311	469	923	1.011	666	652	642	634	627
Deuda financiera	989	1.702	2.575	3.128	1.910	1.737	1.555	1.382	1.233
Pasivo Corriente	190	173	338	379	333	348	362	371	377
<b>Total Pasivo</b>	<b>2.027</b>	<b>2.895</b>	<b>4.445</b>	<b>5.133</b>	<b>4.834</b>	<b>4.737</b>	<b>4.662</b>	<b>4.601</b>	<b>4.556</b>

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

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
+BNA	66	95	124	135	132	10.050
+Amortizaciones	410	396	384	374	366	
+Gastos Financieros *(1-t)	43	44	40	35	31	
- Inversiones en activos fijos	244	259	272	280	285	
- Inversiones en circulante	-5,3	-2,7	-2,6	-1,6	-1,0	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>281</b>	<b>279</b>	<b>279</b>	<b>267</b>	<b>245</b>	

WACC	3,5%
g	1,0%
EV	9.702 M€
- Deuda Neta	2.279 M€
- Minoritarios	142 M€
EqV	7.281 M€
Nº acciones	298,55 M
Estimación DCF	<b>24,4 €/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. Con ello, nuestro precio objetivo queda en 24,4€. Esta valoración implica un potencial menor al +2,0% desde los niveles actuales de cotización y justifica nuestra recomendación de Neutral.

## Matriz de Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
2,66%	26,0	29,5	34,0	39,8	47,7	59,0	76,6
2,86%	23,4	26,4	30,1	34,7	40,9	49,2	61,4
3,06%	21,2	23,7	26,8	30,6	35,5	41,9	50,8
3,26%	19,3	21,4	24,0	27,2	31,2	36,3	43,1
3,46%	17,6	19,5	21,7	24,4	27,7	31,8	37,2
3,66%	16,1	17,7	19,7	22,0	24,7	28,2	32,5
3,86%	14,8	16,2	17,9	19,9	22,3	25,1	28,7
4,06%	13,6	14,9	16,4	18,1	20,1	22,6	25,5
4,26%	12,5	13,7	15,0	16,5	18,3	20,4	22,9

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
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/codigos\\_internos](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.

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

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

Avda de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

La deuda sigue siendo elevada y nos lleva a mantener recomendación de Vender

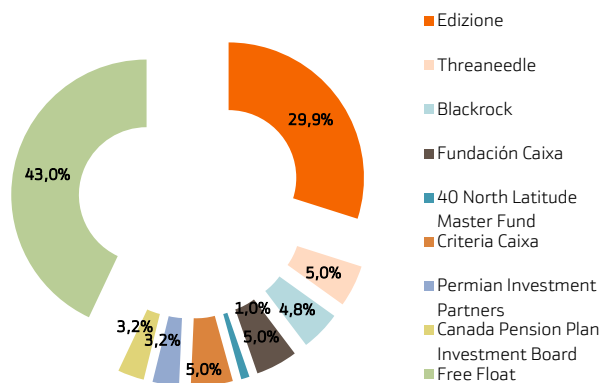
## CELLNEX

Precio Objetivo: 21,5 €  
Recomendación: Vender

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 5.558 M€  
Último: 24,00 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 232 M acc.  
Min / Max (52 sem): 20,41€ / 25,36€  
Cód. Reuters / Bloomberg: CLNX.MC/CLNX SM

### Estructura Accionarial



*Mantenemos recomendación en Vender con precio objetivo 21,5€ (vs. 24,0€ cotización actual). La cuenta de resultados continúa mostrando las dinámicas habituales: muy buena evolución en la parte alta gracias a una actividad creciente pero con un deterioro relevante conforme desciende hasta el beneficio. De hecho, la Compañía cerró 2018 con pérdidas. Tras esta evolución, un endeudamiento muy elevado y un repunte marcado de los costes financieros. Esta estructura de balance es el principal argumento de nuestra recomendación de Vender. Por ello, nuestra valoración sobre el valor podría mejorar si se reforzaran los recursos propios de la Compañía, como se ha barajado en el pasado en diferentes medios ante la entrada indirecta en el capital de ADIA y GIC. Especialmente en un momento en el que las telecos podrían desinvertir en activos que presentan un buen encaje con la estructura de Cellnex.*

### El alto endeudamiento provoca que el año acabe con pérdidas...

Los resultados anuales reafirman las mismas tendencias vistas durante el ejercicio. La parte alta de la cuenta de pérdidas y ganancias registra crecimientos elevados. Los ingresos avanzan casi +14% y el EBITDA más de un +7%. Esta buena evolución deriva de la fortaleza del segmento de servicios de infraestructuras de telecomunicaciones, el principal negocio de Cellnex. El backlog (ingresos contratados esperados) aumentan de nuevo hasta 18.000M€ (desde 16.000M€ acumulados en los nueve primeros meses de 2018) y el ratio de participación (clientes por emplazamiento) sigue avanzando hasta 1,60x (+3,2% a/a).

Sin embargo, el alto apalancamiento provoca, como viene siendo habitual, un empeoramiento de la cuenta de resultados conforme avanza hacia el beneficio. Este punto es el principal argumento de nuestra recomendación de Vender. Y es que la deuda neta creció +18,9% durante 2018 hasta alcanzar 3.166M€. Con ello, la Compañía cierra el ejercicio con pérdidas de -15M€ penalizada por el aumento del coste financiero (+36%) y las amortizaciones (+14,5%). Además, conviene recordar los costes no recurrentes del plan voluntario de prejubilaciones y bajas incentivadas que supuso una provisión de 55M€ en el 1T18.

### ... y nos lleva a mantener nuestra recomendación en Vender:

Los altos ratios de endeudamiento nos llevan a mantener nuestra recomendación en Vender. Pensamos que la Compañía seguirá creciendo en ingresos y ganando tamaño. Sin embargo, el ratio de deuda financiera neta se mantendrá en niveles elevados, alrededor de 5,5x en 2019 e irá moviéndose de manera muy progresiva hacia 4,3x en 2023. Con ello, los costes financieros seguirán presionando la cuenta de resultados. Especialmente en un momento en el que el BCE ha terminado su programa de compra de activos. Además, conviene tener en mente que el rating de Cellnex es BB+ por Standard & Poor's (es decir, por debajo de grado de inversión) y BBB- por Fitch (tan sólo un escalón por encima de grado de inversión).

### ¿Qué podría llevarnos a mejorar recomendación?

En el pasado, la entrada en el accionariado de ADIA y GIC de manera indirecta parecía venir acompañada por un plan para reforzar los recursos propios de Cellnex. Diferentes informaciones apuntaban a inyecciones de capital en el entorno de los 1.500M€. Si estas noticias se confirmaran muy probablemente mejoraríamos nuestra recomendación sobre el valor. Conviene tener en mente que nos encontramos en un momento en el que las telecos están dispuestas a vender activos. Y algunos, como ha reconocido la propia Cellnex, tendrían muy buen encaje en el negocio de la Compañía. Sin embargo, esa expansión no puede seguir financiándose a base de deuda.

**En conclusión, mantenemos recomendación en Vender con precio objetivo 21,5€ (vs. cotización actual de 24,0€).**

Detalle cifras	2017	2018	Var a/a
Ingresos	789	898	13,8%
EBITDA	480	515	7,3%
Margen EBITDA	60,8%	57,3%	
EBIT	72	77	6,9%
Margen EBIT	9,1%	8,6%	
BNA	26	-15	n.a.

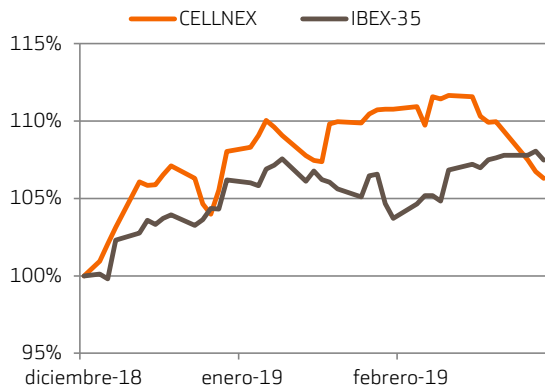
Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e
PER*	n.a	179,6 x	107,8 x	72,5 x
Rent. dividendo*	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%
BPA (€/acc)	n.a	0,13	0,22	0,33
DPA (€/acc)	0,10	0,11	0,13	0,14
DN/FFPP	4,3x	5,6x	5,0x	4,4x
DN/EBITDA	5,2x	5,5x	5,0x	4,6x
ROE	n.a	5,7%	9,1%	12,4%

\*2018 con cotización de cierre de año. 2019/20/21 con última cotización

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



### Equipo de Análisis de Bankinter:

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
Elena Fernández-Traipiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

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

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumulimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumulimiento_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.

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

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

Avda. Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18-'23
Ingresos	575	670	758	867	976	1.034	1.086	1.119	1.141	6%
EBITDA	217	264	480	515	549	573	593	592	574	2%
Margen EBITDA	37,7%	39,3%	63,4%	59,4%	56,2%	55,4%	54,6%	52,9%	50,3%	
EBIT	63	87	129	113	138	177	209	217	208	13%
Margen EBIT	11,0%	12,9%	17,0%	13,0%	14,2%	17,1%	19,3%	19,4%	18,2%	
BAI	36	41	20	-36	40	66	98	107	97	n.a.
BNA	47	40	26	-15	31	52	77	83	76	n.a.
Tasa variación interanual		-15,8%	-34,0%	-157,0%	106,6%	66,5%	48,7%	8,7%	-8,9%	

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

## Resumen Balance de Situación

	2015r	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Activo No Corriente	1.807	2.545	3.956	4.479	4.317	4.183	4.075	3.985	3.909
Activo Circulante	219	351	490	654	517	554	587	616	647
<b>Total Activo</b>	<b>2.027</b>	<b>2.895</b>	<b>4.445</b>	<b>5.133</b>	<b>4.834</b>	<b>4.737</b>	<b>4.662</b>	<b>4.601</b>	<b>4.556</b>
FFPP	454	470	467	478	482	504	549	597	634
Minoritarios	83	81	142	137	59	62	67	73	77
Pasivo no corriente	311	469	923	1.011	666	652	642	634	627
Deuda financiera	989	1.702	2.575	3.128	3.294	3.170	3.041	2.927	2.840
Pasivo Corriente	190	173	338	379	333	348	362	371	377
<b>Total Pasivo</b>	<b>2.027</b>	<b>2.895</b>	<b>4.445</b>	<b>5.133</b>	<b>4.834</b>	<b>4.737</b>	<b>4.662</b>	<b>4.601</b>	<b>4.556</b>

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

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
+BNA	31	52	77	83	76	7.640
+Amortizaciones	410	396	384	374	366	
+Gastos Financieros *(1-t)	79	89	89	88	89	
- Inversiones en activos fijos	244	259	272	280	285	
- Inversiones en circulante	-5,3	-2,7	-2,6	-1,6	-1,0	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>281</b>	<b>280</b>	<b>281</b>	<b>268</b>	<b>246</b>	

WACC	4,3%
g	1,0%
EV	7.405 M€
- Deuda Neta	2.279 M€
- Minoritarios	142 M€
EqV	4.984 M€
Nº acciones	231,56 M
Estimación DCF	<b>21,5 €/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. Con ello, nuestro precio objetivo queda en 21,5€. Esta valoración implica que el valor carece de potencial desde los niveles actuales de cotización y justifican 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%
3,45%	22,9	25,4	28,3	31,8	36,1	41,4	48,4
3,65%	21,0	23,1	25,6	28,6	32,2	36,7	42,3
3,85%	19,3	21,2	23,4	25,9	29,0	32,7	37,3
4,05%	17,7	19,4	21,3	23,6	26,2	29,4	33,2
4,25%	16,3	17,8	19,6	21,5	23,8	26,5	29,8
4,45%	15,1	16,4	18,0	19,7	21,7	24,1	26,9
4,65%	14,0	15,2	16,5	18,1	19,9	21,9	24,3
4,85%	12,9	14,0	15,2	16,6	18,2	20,0	22,1
5,05%	12,0	13,0	14,1	15,3	16,7	18,3	20,2

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina Juan Tuesta  
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/codigos\\_internos](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.

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

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

Avda de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)