

## Cellnex

Comprar

## Recomendamos acudir a la ampliación de capital

## Datos Básicos

Precio Objetivo (€): 56,75

Precio Mercado (€): 42,45

Potencial: 33,7%

Capitalización (M€): 21.832

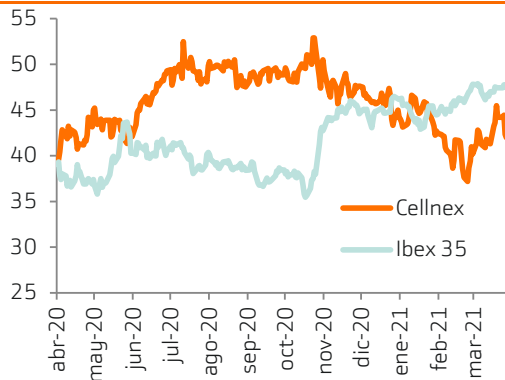
Var YTD: -6,7%

Volumen Diario (M€): 94,8

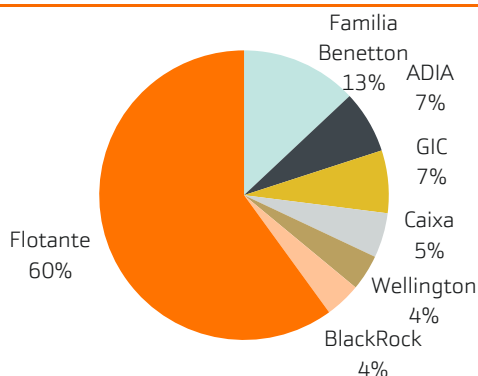
Cód. Reuters / Bloomberg: CLNX SM/CLNX.MC

Pples datos	2020r	2021e	2022e
Bº Neto Atribuible	-132	-551	-648
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA	1.182	1.837	3.136
% inc.	72,4	55,4	70,8
BPA (€)	-0,3	-0,9	-0,9
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.
DPA	0,06	0,05	0,05
% inc.	-16,9	-24,2	10,0
Ppales ratios	2020r	2021e	2022e
PVC	2,7	1,5	1,6
ROCE	1,5%	-1,0%	-0,5%
Rentab. Dividendo	0,2%	0,1%	0,1%
Rentabilidad FCLRA	2,8%	4,2%	6,2%

## Evolución bursatil (1 año)



## Accionariado



La ampliación de capital de Cellnex finaliza el jueves, 15 de abril. **Recomendamos Acudir.** Ofrece un potencial de revalorización del +34% con respecto a **nuestro precio objetivo (56,75€/acción;** sin cambios significativos), la ampliación está asegurada por los bancos colocadores y sus fundamentales salen reforzados. Tendrá capacidad para comprar activos por valor de 10.000M€ adicionales, que le permitirá reforzar su posición de liderazgo en Europa y generar nuevas economías de escala. Además, la situación financiera es confortable, con una ratio DFN/EBITDA 2021e próximo a 3,5x. **Reiteramos recomendación de Comprar.** La cotización debería tender a recuperar una vez finalice la ampliación de capital.

## Principales detalles de la ampliación de capital:

(i) Cellnex emitirá **192,7M de acciones nuevas** a un **precio de 36,33€/acción.** En total unos 7.000M€, que equivalen al 29% de la capitalización de Cellnex previa a la ampliación. (ii) La ecuación de canje es de **19 acc. nuevas x 48 existentes,** que equivale a emitir aprox. 0,3958 acciones nuevas por cada acción antigua. (iii) El plazo para acudir **finaliza el 15 de abril.** (iv) La ampliación de capital está **asegurada por los bancos colocadores,** por lo que en cualquier caso se suscribirán el 100% de las acciones nuevas.

## Precio objetivo: 56,75€/acción post-ampliación.

Las **condiciones de la ampliación de capital están en línea con nuestra estimación preliminar,** que nos llevó a rebajar el precio objetivo de Cellnex en marzo hasta 56,6€/acción (59,1€/acción incluyendo el valor del derecho y que suponía una rebaja del -7% vs. 63,54€/acc. anterior). Tras hacer el ajuste fino con los datos reales de la operación, **el precio objetivo se mantiene prácticamente sin cambios en 56,75€/acción,** que implica un potencial de revalorización del +34%.

## Cellnex ve reforzados sus fundamentales.

La compañía tiene capacidad para seguir comprando activos por unos 10.000M€ adicionales, con los que **reforzará su posición de liderazgo en Europa** y seguirá generando **economías de escala.** Estimamos una **fuerte capacidad de crecimiento** a largo plazo (Flujo de caja +29% anual entre 2020 y 2025). Por otra parte, presenta una **cómoda situación financiera** con una ratio DFN/EBITDA 2021e ajustado próximo a 3,5x y de cobertura de intereses de 9x.

## Recomendamos acudir a la ampliación de capital.

La cotización de Cellnex se está viendo lastrada por la ampliación de capital, que se lleva a cabo en un entorno de mayor competencia, por la reciente salida a bolsa de la filial de torres de telecomunicaciones de Vodafone (Vantage Towers) y la que prepara Orange. Sin bien, resultará una compañía con mejores fundamentales, endeudamiento razonable y potencial de revalorización del +34%. **Mantenemos recomendación de Comprar.**

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

Cta de Pérdidas y Ganancias	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Ingresos netos	1.035	1.609	2.413	3.974	4.227	4.492	4.770	24,3%
EBITDA	686	1.182	1.837	3.136	3.358	3.590	3.834	26,5%
EBIT	185	208	-277	-164	188	532	877	33,4%
<b>BNA</b>	<b>-9</b>	<b>-132</b>	<b>-551</b>	<b>-648</b>	<b>-411</b>	<b>-143</b>	<b>76</b>	<b>n.a.</b>

Balance de Situación	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Activo Fijo neto	9.975	18.373	31.228	34.810	33.622	32.608	31.691	11,5%
Inmovilizado financiero	286	538	843	1.227	1.523	1.712	1.838	27,8%
Necesidades operativas de fondos	-243	-488	-491	-499	-491	-482	-470	-0,7%
Otros Activos/(pasivos) neto	-2.177	-4.752	-4.752	-4.752	-4.752	-4.752	-4.752	0,0%
<b>Capital Empleado</b>	<b>7.841</b>	<b>13.671</b>	<b>26.827</b>	<b>30.786</b>	<b>29.903</b>	<b>29.086</b>	<b>28.307</b>	<b>15,7%</b>
Recursos propios	4.161	8.018	14.432	13.747	13.294	13.105	13.131	10,4%
Minoritarios	890	915	896	876	855	834	811	-2,4%
Deuda financiera neta	2.791	4.738	11.498	16.164	15.753	15.148	14.366	

Flujo de caja	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>552</b>	<b>1.028</b>	<b>1.576</b>	<b>2.747</b>	<b>2.914</b>	<b>3.144</b>	<b>3.350</b>	<b>26,6%</b>
Capex Mantenimiento y alquileres	-233	-417	-664	-950	-1.010	-1.074	-1.140	22,3%
<b>FCLRA (Flujo de Caja Libre Recurr. Ajust.)</b>	<b>320</b>	<b>611</b>	<b>912</b>	<b>1.797</b>	<b>1.904</b>	<b>2.071</b>	<b>2.210</b>	<b>29,3%</b>
Dividendos y otros	-439	-2.558	-7.672	-6.463	-1.494	-1.465	-1.428	
<b>Var. Deuda Neta</b>	<b>-119</b>	<b>-1.947</b>	<b>-6.760</b>	<b>-4.665</b>	<b>411</b>	<b>605</b>	<b>782</b>	<b>n.a.</b>

Valoración (DCF)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Valor Residual
NOPAT	-123	142	401	661	943	1.222	1.492	1.764	2.040	
Amortizaciones	3.300	3.169	3.058	2.957	2.839	2.729	2.630	2.541	2.461	
Arrendamientos	-795	-845	-898	-954	-1.012	-1.071	-1.129	-1.190	-1.254	
Inv. Mantenimiento	-155	-165	-175	-186	-197	-209	-220	-232	-245	
Otros	-47	-29	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>2.180</b>	<b>2.272</b>	<b>2.385</b>	<b>2.478</b>	<b>2.573</b>	<b>2.672</b>	<b>2.773</b>	<b>2.883</b>	<b>3.002</b>	<b>80.180</b>
<b>Valor Empresa</b>	<b>65.689</b>									
Deuda neta 2021e	-11.498									
Inv. Comprometidas (2022/30)	-8.274									
Futuras adquisiciones	-5.000									
Minoritarios	-826									
<b>Valor Equity</b>	<b>40.090</b>									
Nº de acciones	706,4									
<b>Precio objetivo</b>	<b>56,75</b>									

**Método de Valoración**

Valoramos Cellnex a través de un descuento de flujos de caja. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2021.

**Principales asunciones**

En nuestro escenario base utilizamos una WACC del 5,30% y una G del 1,5% a partir del año 2030.

**Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo**

WACC <sub>g</sub>	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
<b>6,25%</b>	29,0	30,9	33,1	35,4	38,0	40,9	44,1	47,7	51,8
<b>6,00%</b>	32,0	34,2	36,6	39,2	42,1	45,4	49,1	53,3	58,1
<b>5,75%</b>	35,3	37,7	40,4	43,4	46,8	50,6	54,9	59,7	65,4
<b>5,50%</b>	38,9	41,7	44,8	48,2	52,0	56,4	61,4	67,2	73,9
<b>5,30%</b>	42,1	45,2	48,6	52,4	<b>56,8</b>	61,7	67,4	74,0	81,8
<b>5,00%</b>	47,5	51,0	55,1	59,6	64,9	70,9	77,9	86,2	96,2
<b>4,75%</b>	52,5	56,6	61,3	66,6	72,8	79,9	88,4	98,6	111,0
<b>4,50%</b>	58,2	63,0	68,4	74,7	82,0	90,7	101,1	113,8	129,7
<b>4,25%</b>	64,7	70,3	76,7	84,2	93,0	103,7	116,6	132,9	153,7