

CELLNEX

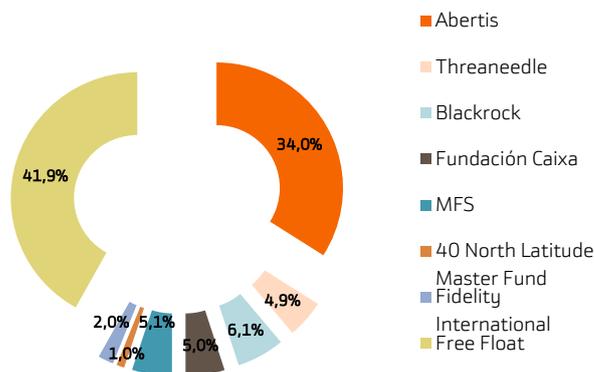
Precio Objetivo: 22,5 €
Recomendación: Vender

La probable compra de Atlantia fija un precio de referencia inferior a la cotización: Bajamos a Vender

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 5.204 M€
Último: 22,47 €/acc.
Nº Acciones (M.): 232 M acc.
Min / Max (52 sem): 14,95€ / 23,29€
Cód. Reuters / Bloomberg: CLNX.MC/CLNX SM

Estructura Accionarial



Detalle cifras	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI
Ingresos	758	871	932	988	9%
EBITDA	324	409	434	449	11%
Margen EBITDA	42,7%	46,9%	46,6%	45,4%	
EBIT	98	146	170	192	25%
Margen EBIT	13,0%	16,8%	18,3%	19,4%	
BNA	33	61	84	104	47%
% incremento BNA		86%	37%	25%	

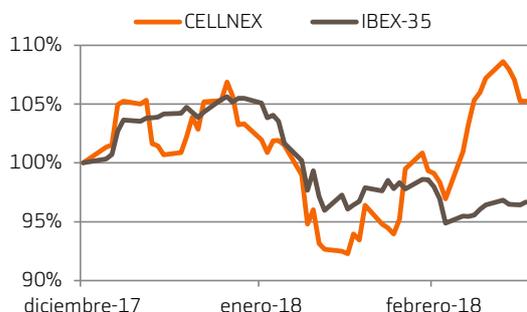
Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Principales ratios	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	150,1 x	85,1 x	62,2 x	49,9 x
Rent. dividendo*	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
BPA (€/acc)	0,14	0,26	0,36	0,45
DPA (€/acc)	0,10	0,11	0,13	0,14
DN/FFPP	3,5x	4,4x	3,8x	3,1x
DN/EBITDA	7,0x	6,3x	5,6x	5,0x
ROE	5,1%	10,5%	13,0%	14,5%

*2017 con cotización de cierre de año. 2018/19/20 con última cotización

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Recortamos recomendación a Vender (desde Neutral) y fijamos precio objetivo en 22,5€ (desde 18,5€ anterior). La OPA de ACS/Hochtief/Atlantia sobre Abertis ha abierto la posibilidad de que Atlantia se haga con el 34% de Abertis en Cellnex. En nuestra opinión, el escenario más probable es que acabe comprando un 29,9%, para eludir la obligación de lanzar una OPA sobre la Compañía. El precio al que se ejecutaría esta operación se sitúa por debajo de la cotización actual del valor: 21,20€/21,50€ vs. 22,47€ a cierre del 15/03. Con ello, se fijará un precio de referencia para el mercado en el corto y medio plazo. Además, nuestra valoración actualizada de la Compañía es de 22,50€, en línea con la cotización actual. Por tanto, nuestro modelo no contempla una revalorización de Cellnex que compense el riesgo de permanecer en el valor. Por todo ello, consideramos que el escenario más probable es que la cotización se quede anclada en el mejor de los casos en el nivel actual o que, más probablemente, retroceda hasta el precio al que Atlantia comprará su participación en Cellnex.

Las implicaciones colaterales de la OPA de ACS/Hochtief/Atlantia sobre Abertis nos llevan a recortar nuestra recomendación a Vender (desde Neutral) y a fijar el precio objetivo en 22,50€ (vs. 18,5€ anterior):

Basamos nuestra bajada de recomendación en 2 argumentos:

(i) Abertis tiene el 34% de Cellnex. Creemos altamente probable que, como parte de los acuerdos para la OPA sobre Abertis, **Atlantia termine comprando parte de esta participación. En concreto, el 29,9% de Cellnex**, para eludir la obligación de lanzar una OPA sobrevenida (hay que hacerlo si se supera el 30%). El precio al que se ejecutaría esta operación ya está acordado y es inferior a la cotización actual del valor. En concreto, el rango fijado (como parte de los acuerdos mencionados) es de **21,20€/21,50€ y es inferior al precio de cotización actual del valor (22,47€ a cierre del 15/03)**. Por tanto, esta operación marcará lo que podríamos considerar un "precio de referencia" para el mercado en el corto y medio plazo inferior al de la cotización actual. En adelante puede ocurrir: (a) Que Atlantia aumente su participación. Sin embargo, este desenlace parece improbable porque implicaría lanzar una OPA. En todo caso, si esa fuera su intención, no tendría interés en que Cellnex siguiera revalorizándose (encarecería su futura OPA). (b) Que Atlantia establezca su participación *sine die* en el 29,9%, que parece el desenlace más probable. Esto llevaría a que Cellnex cotizara en el futuro en función de su valoración estimada y aquí es donde entra en juego nuestro segundo argumento:

(ii) **Nuestra valoración actualizada de la Compañía es 22,50€, que es precisamente la cotización actual**, por lo que no justifica ninguna revalorización de Cellnex más allá de estos niveles. Por eso consideramos probable que la cotización se quede estancada en el mejor de los casos o, más probablemente, retroceda hasta el precio al que Atlantia comprará el 29,9% de Cellnex.

En definitiva, **probablemente la alternativa práctica más favorable para los actuales accionistas de Cellnex sea Vender ahora que pueden por encima del precio al que muy probablemente Atlantia comprará el paquete** (ayer cerró a 22,47€) sabiendo que la valoración no justificaría un desenlace mejor. Conviene recordar que, aunque Cellnex tiene un negocio estable y predecible, su rentabilidad por dividendo es baja (0,5%) y es una Compañía sobreapalancada (aprox. 7x Ebitda, que estimamos se reducirá este año hacia 6,3x, y 3,5x FF.PP.), lo que hace que su cotización sea especialmente vulnerable en momentos de mercado inestable (como sucedió en febrero, cuando retrocedió hasta aprox. 19,75€). Una vez que Atlantia haya comprado el paquete de Cellnex y se haya materializado la OPA sobre Abertis procederemos a revisar el escenario resultante en lo que Cellnex se refiere. Pero en la situación actual todo apunta a que la decisión más prudente es Vender en el entorno de 22,50€ cuando aún estamos a tiempo.

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

* 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.

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	409	434	449	442	434	6%
Margen EBITDA	43,0%	37,7%	39,3%	42,7%	46,9%	46,6%	45,4%	43,0%	40,6%	
EBIT	86	63	87	98	146	170	192	191	188	14%
Margen EBIT	20,8%	11,0%	12,9%	13,0%	16,8%	18,3%	19,4%	18,6%	17,6%	
BAI	77	36	41	30	76	104	130	133	133	34%
BNA	57	47	40	33	61	84	104	107	107	27%
Tasa variación interanual		-17,7%	-15,8%	-17,3%	85,7%	36,7%	24,7%	2,9%	-0,2%	

*: 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	419	449	481	509	540
Total Activo	1.232	2.027	2.895	4.056	4.099	4.031	3.977	3.930	3.928
FFPP	497	454	470	502	537	591	663	735	803
Minoritarios	5	83	81	142	45	50	56	62	68
Pasivo no corriente	58	311	469	575	462	454	448	443	443
Deuda financiera	466	989	1.702	2.575	2.770	2.634	2.492	2.361	2.274
Pasivo Corriente	207	190	173	261	284	301	317	328	340
Total Pasivo	1.232	2.027	2.895	4.056	4.099	4.031	3.977	3.930	3.928

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
+BNA	61	84	104	107	107	8.196
+Amortizaciones	262	264	257	251	246	
+Gastos Financieros *(1-t)	56	53	50	46	44	
- Inversiones en activos fijos	408	164	170	174	178	
- Inversiones en circulante	-10,5	-2,2	-2,0	-1,3	-1,4	
= CFL Operativo	-18	239	243	232	220	

WACC	3,7%
g	1,0%
EV	7.637 M€
- Deuda Neta	2.279 M€
- Minoritarios	142 M€
EqV	5.215 M€
Nº acciones	231,56 M
Estimación DCF	22,5 €/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. Nuestra valoración se sitúa en línea con la cotización actual de Cellnex. Esto, junto con el escenario de compra por parte de Atlantia de un 29,9% de la Compañía a un precio inferior al de mercado, nos llevan a establecer 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%	19,5	21,9	24,8	28,3	32,7	38,3	45,6
3,41%	18,5	20,8	23,5	26,7	30,7	35,7	42,2
3,51%	17,6	19,7	22,2	25,2	28,8	33,4	39,2
3,61%	16,8	18,7	21,1	23,8	27,1	31,3	36,5
3,71%	16,0	17,8	20,0	22,5	25,6	29,4	34,1
3,81%	15,2	16,9	19,0	21,3	24,2	27,6	31,9
3,91%	14,5	16,1	18,0	20,2	22,8	26,0	29,9
4,01%	13,8	15,3	17,1	19,2	21,6	24,5	28,1
4,11%	13,2	14,6	16,3	18,2	20,5	23,2	26,4

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-Trajiella 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

* 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)