

Cellnex

Comprar

La compra de activos seguirá generando valor.

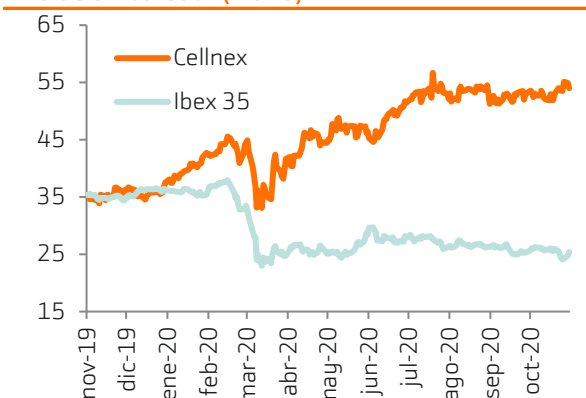
Datos Básicos

| |
|---|
| Precio Objetivo (€): 64,49 |
| Precio Mercado (€): 57,04 |
| Potencial: 13,1% |
| Capitalización (M €): 27.762 |
| Var YTD: 59,6% |
| Volumen Diario (M€): 47,3 |
| Cód. Reuters / Bloomberg: CLNX SM/CLNX.MC |

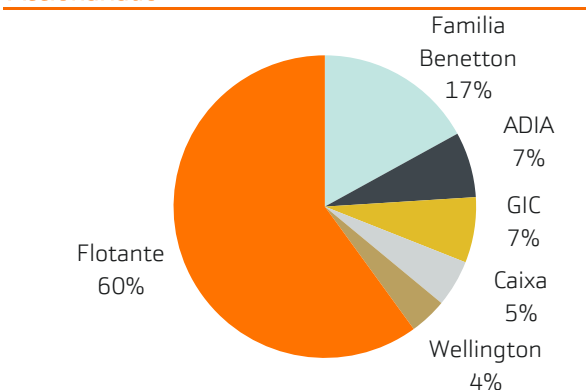
| Pples datos | 2019r | 2020e | 2021e |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Bº Neto Atribuible | -9 | -112 | -164 |
| % inc. | n.a. | n.a. | n.a. |
| EBITDA | 686 | 1.170 | 1.615 |
| % inc. | 16,0 | 70,6 | 38,1 |
| BPA (€) | 0,0 | -0,3 | -0,3 |
| % inc. | n.a. | n.a. | n.a. |
| DPA | 0,08 | 0,06 | 0,07 |
| % inc. | -20,8 | -16,9 | 10,0 |

| Ppales ratios | 2019r | 2020e | 2021e |
|--------------------|-------|-------|-------|
| P/V | 6,7 | 3,5 | 3,6 |
| ROCE | 2,4% | 1,8% | 1,7% |
| Rentab. Dividendo | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Rentabilidad FCLRA | 1,2% | 2,3% | 3,1% |

Evolución bursatil (1 año)



Accionariado



Cellnex podría cerrar en las próximas semanas una **operación transformacional**, valorada en cerca de **10.000M€**, que le permitiría alcanzar las 100.000 torres de telecomunicaciones (vs. 73.000 actuales) y reforzar su posición de liderazgo en Europa. De confirmarse, cumpliría sus objetivos de expansión, incluso antes de lo previsto (Dic 2021). **No es necesaria una ampliación de capital**, aunque se quedaría sin munición para futuras adquisiciones. No descartamos que parte del pago sea en acciones. **Reiteramos recomendación de Comprar**. Ofrece un potencial de revalorización del +13,1% (P. Objetivo 64,49€/acc. 2021e, sin cambios significativos). Negocio sin impacto de COVID-19, con capacidad de crecimiento y sin riesgos regulatorios. Acumula una revalorización del +60% en lo que va de año.

Los resultados no se ven afectados por COVID-19.

Los resultados crecen con fuerza en 3T20, en línea con lo estimado. Ingresos +62% hasta 427M€ (vs. 423M€ esperados); EBITDA ajustado +76% hasta 311M€ (vs. 310M€ esperados) y Flujo de caja recurrente +100% hasta 168M€ (vs. 164M€ esperados). Confirma sus previsiones para 2020.

Podría cerrar una adquisición transformacional por ~10.000M€.

Cellnex ha reconocido públicamente que está en conversaciones avanzadas para comprar a Hutchison su negocio de torres en Europa. Se especula que el importe de la operación podría rondar los **10.000M€** e incluiría **28.500 emplazamientos en 6 países** (Reino Unido, Italia, Irlanda, Suecia, Austria y Dinamarca). Con esta operación, **Cellnex superaría los 100.000 emplazamientos** (desde 73.000 actuales), reforzaría su posición de liderazgo en Europa, y entraría en 3 nuevos países (Suecia, Austria y Dinamarca). Cumpliría sus objetivos de expansión, incluso antes de lo previsto (diciembre de 2021).

No es necesaria una ampliación de capital, aunque se queda sin munición para futuras adquisiciones.

No es estrictamente necesaria una ampliación de capital para comprar las torres de Hutchison. La compañía tiene **caja disponible por más de 8.000M€** y el resto podría hacerlo con financiación. Si bien, la ratio **DFN/EBITDA se aproximaría a las 6x** y se quedaría sin munición para futuras adquisiciones. No descartamos que **Cellnex pague parte de la operación o futuras compras con acciones propias**.

Reiteramos recomendación de Comprar.

Mantenemos nuestro precio objetivo sin cambios significativos en **64,49€/acción** (vs. 64,33€/acción anterior), que implica un **potencial de revalorización del +13,1%**. Aunque la rentabilidad por dividendo es baja, se debe a que se encuentra en plena fase de expansión. Si bien, la generación de caja recurrente implica una rentabilidad superior al 5% a partir de 2022. **Mantenemos recomendación de Comprar**.

Juan Moreno

Cifras en millones de euros

| Cta de Pérdidas y Ganancias | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | TAMI '19-'25 |
|-----------------------------|-----------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Ingresos netos | 1.035 | 1.617 | 2.134 | 2.881 | 3.059 | 3.246 | 3.442 | 22,2% |
| EBITDA | 686 | 1.170 | 1.615 | 2.280 | 2.444 | 2.616 | 2.797 | 26,4% |
| EBIT | 185 | 205 | 348 | 607 | 844 | 1.079 | 1.332 | 39,0% |
| BNA | -9 | -112 | -164 | -55 | 150 | 363 | 574 | n.a. |

| Balance de Situación | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | TAMI '19-'25 |
|----------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Activo Fijo neto | 9.975 | 13.644 | 22.836 | 22.202 | 21.534 | 20.957 | 20.309 | 12,6% |
| Inmovilizado financiero | 286 | 317 | 360 | 377 | 377 | 377 | 377 | 4,7% |
| Necesidades operativas de fondos | -243 | -250 | -257 | -266 | -268 | -270 | -273 | n.a. |
| Otros Activos/(pasivos) neto | -2.177 | -2.113 | -2.059 | -2.016 | -1.992 | -1.992 | -1.992 | -1,5% |
| Capital Empleado | 7.841 | 11.597 | 20.881 | 20.297 | 19.651 | 19.071 | 18.421 | 15,3% |
| Recursos propios | 4.161 | 8.017 | 7.818 | 7.725 | 7.833 | 8.150 | 8.673 | 13,0% |
| Minoritarios | 890 | 880 | 870 | 859 | 848 | 836 | 824 | -1,3% |
| Deuda financiera neta | 2.791 | 2.700 | 12.192 | 11.713 | 10.971 | 10.086 | 8.924 | |

| Flujo de caja | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | TAMI '19-'25 |
|---|-------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Flujo de caja operativo | 552 | 1.047 | 1.324 | 1.931 | 2.071 | 2.214 | 2.373 | 27,5% |
| Capex Mantenimiento y alquileres | -233 | -403 | -467 | -573 | -609 | -630 | -668 | 19,2% |
| FCLRA (Flujo de Caja Libre Recurr. Ajust.) | 320 | 644 | 857 | 1.358 | 1.462 | 1.585 | 1.706 | 32,2% |
| Dividendos y otros | -439 | -553 | -10.349 | -879 | -719 | -700 | -544 | |
| Var. Deuda Neta | -119 | 91 | -9.493 | 479 | 743 | 885 | 1.161 | n.a. |

| Valoración (DCF) | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | Valor Residual |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| NOPAT | 486 | 675 | 863 | 1.065 | 1.267 | 1.476 | |
| Amortizaciones | 1.673 | 1.600 | 1.536 | 1.465 | 1.403 | 1.332 | |
| Arrendamientos | -461 | -489 | -503 | -534 | -565 | -597 | |
| Inv. Mantenimiento | -112 | -119 | -127 | -134 | -142 | -150 | |
| Otros | -43 | -24 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Flujo de caja libre | 1.543 | 1.642 | 1.770 | 1.862 | 1.962 | 2.060 | 55.018 |

| | |
|-----------------------------------|---------------|
| Valor Empresa | 47.331 |
| Deuda neta 2021e | -12.192 |
| Inv. Comprometidas (2022/27) | -2.925 |
| Futuras adquisiciones | 0 |
| Minoritarios | -826 |
| Valor Equity | 31.388 |
| Nº de acciones | 486,7 |
| Precio objetivo (€/acción) | 64,49 |

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 2027.

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

| WACC\g | 0,50% | 0,75% | 1,00% | 1,25% | 1,50% | 1,75% | 2,00% | 2,25% | 2,50% |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 6,25% | 33,9 | 36,2 | 38,7 | 41,5 | 44,6 | 48,1 | 51,9 | 56,2 | 61,2 |
| 6,00% | 37,0 | 39,6 | 42,4 | 45,5 | 49,0 | 52,9 | 57,3 | 62,3 | 68,0 |
| 5,75% | 40,4 | 43,3 | 46,5 | 50,0 | 54,0 | 58,4 | 63,5 | 69,2 | 75,9 |
| 5,50% | 44,2 | 47,4 | 51,0 | 55,0 | 59,5 | 64,6 | 70,5 | 77,2 | 85,1 |
| 5,30% | 47,5 | 51,0 | 55,0 | 59,4 | 64,5 | 70,2 | 76,9 | 84,6 | 93,7 |
| 5,00% | 53,0 | 57,1 | 61,8 | 67,0 | 73,0 | 80,0 | 88,1 | 97,6 | 109,1 |
| 4,75% | 58,2 | 62,9 | 68,2 | 74,3 | 81,4 | 89,6 | 99,3 | 110,9 | 125,2 |
| 4,50% | 64,0 | 69,4 | 75,6 | 82,8 | 91,1 | 101,0 | 112,8 | 127,2 | 145,3 |
| 4,25% | 70,7 | 76,9 | 84,2 | 92,6 | 102,6 | 114,6 | 129,3 | 147,6 | 171,1 |

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

| | |
|--|---|
| Ramón Forcada - Director | Aránzazu Cortina - Industriales |
| Rafael Alonso - Bancos | Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles |
| Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas | Pedro Echeguren - Farma & Salud |
| Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media | Juan Tuesta - Construcción & Tecnología |
| Luis Piñas - Alimentación/Distribución | Ana de Castro - Analista |
| Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom | Aránzazu Bueno - Eléctricas |
| Eduardo Cabero - Seguros | Susana André - Portugal, Assistant |
| Rafael Diogo - Portugal | |

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable