Cellnex Telecom

Revisión editorial / Editorial review - v3

Fecha del informe y referencia: 16/10/2026 · 25.30 EUR

Publicación editorial: 18/10/2026. Referencia aportada, no cotización actual ni cierre certificado.

Negocio	Precio	Juicio
Empresa: 8.0/10	Oportunidad: 7.2/10	NOTA FINAL: 7.6/10

MANTENER contextual / ESPERAR NUEVA ENTRADA

Riesgo: Alto | Horizonte: 5-10 años

Notas independientes entre sí, sin media o pesos. Publicación autorizada; revisión del mismo sistema, no aprobación financiera independiente.

Español

Negocio e identidad

Cellnex tiene contratos largos, permisos, escala y colocación multicliente. Dan visibilidad y barreras, pero requieren inversión y no eliminan el poder de negociación de operadores consolidados. El instrumento es la ordinaria de nominal 0,25 EUR, BME: CLNX, ISIN ES0105066007, no bono ni derecho. Se conserva 25,30 EUR como referencia del proveedor, sin cierre bursátil primario certificado. H1 2026: ingresos de 1.994,359 MEUR ex pass-through. El +5,0% orgánico es proforma, no se suma mecánicamente a reported. EBITDA ajustado 1.686,542 y EBITDAaL 1.231,469. El margen de 84,6% ex pass-through y el 61,7/61,8% tras leases no son márgenes GAAP sobre toda venta. El EBITDA LTM de 2.613 del PDF tampoco equivale a anualizar el APM de 1.686. No comparar 14,6x y 10,9x sin homogeneizar.

Caja, financiación, valoración y escenarios

H1 CFO IFRS de 1.211,733 es posterior a intereses netos pagados de 370,586 y cash tax de 59,795. Menos capex material/intangible de 858,007 y principal neto de leases de 367,101 en financiación deja -13,375 antes de M&A, divestments y otra financiación. No es el APM FCF de 300,589 y no se fuerza igualdad. RLFCF APM: 1.686,542 - 455,073 de leases ordinarios - 49,153 de mantenimiento + 0,596 de circulante - 216,380 de interés financiero - 58,490 de impuestos - 0,378 de NCI = 907,664. Los 455,073 incluyen unos 301 de principal y 154 de interés lease: no restar además 367,101 o 154 otra vez a ese APM. FCF = 907,664 - 178,200 de expansión - 428,875 de BTS = 300,589. El APM excluye otros usos: terrenos/derechos largos de 68,862, M&A de 3,278, no recurrentes de 11,697 y otros outflows de 202,499. Desinversiones de 542,989 no son caja recurrente. Las diferencias con IFRS incluyen timing de compras de activos, anticipos y clasificaciones APM. No se supone que todos los 202,499 sean pérdida recurrente ni se borran como un redondeo. La tabla APM del informe 2026 conserva cabeceras 2025/2024, contradicción localizada; el release y conciliaciones confirman H1 2026/25 sin reescribir el original.

Renta financiera de cobros diferidos de Austria y otros es devengo, no efectivo añadido además del principal. ETR con pérdidas contables y cash tax son bases distintas; no un subsidio fiscal perpetuo. Caja de balance: 1.845,152 MEUR, compuesta por 651,717 en bancos y 1.193,435 en depósitos. La liquidez aproximada de 5,3 BEUR incluye aproximadamente 3,3 BEUR de líneas. Otros activos financieros de 121,547 participan en el puente de DFN, no son un segundo bolsillo de efectivo inmediato. Deuda bruta APM de 22.729,279 - caja 1.845,152 - otros 121,547 = DFN 20.762,580. La deuda del proveedor de 22.191 no se añade como obligación nueva a esa DFN. Es snapshot del 30 de junio, no saldo actual certificado del 16 de octubre. Las obligaciones de leases existen junto al derecho de uso; se valora equity por caja después de rentas/intereses, sin restar DFN otra vez. Un EV/EBITDAaL exigiría retirar también la deuda lease para no mezclar bases; no se ratifica aquí un múltiplo industrial homogéneo. La caja se retiene frente a operativa, BTS y vencimientos, sin excedente distribuible certificado. Falta certificado completo de restricción/recurso por filial: no se declara restringida cero.

NCI de 1.231,563 de patrimonio pertenece a terceros; que el pago corriente sea pequeño no convierte todo equity en propiedad de la ordinaria. Retención no equivale a pérdida: los derechos se reconocen en negocio y liquidez, no mediante una segunda suma de principal y renta capitalizada. El dividendo de 2026 de 500 y las recompras pagadas en 2026 de 300 + hasta 200 superan FCF guía de 600-700 antes de terrenos. La remuneración de 1.000 no es renta orgánica recurrente; desinversiones pueden financiar parte, a costa de perímetro. Las líneas ayudan vencimientos 2026-28 pero no son caja libre ni un compromiso universal de refinanciación. +100 pb sobre 2.000 refinanciados serían 20 MEUR anuales incrementales antes de impuestos, un estrés ilustrativo. La primaria de julio plantea 664.106.024 acciones tras cancelación, frente a 682.410.971 emitidas antes y medias diferentes. El snippet CNMV nuevo y la apertura con datos anteriores no concuerdan en actualidad; el ISIN es estable, ejecución exacta de la cancelación queda pendiente de certificación completa. Se fijan explícitamente 664,106 millones proforma. Usar 682,411 diluiría los valores por acción un 2,68%, sin factor arbitrario de split.

A 25,30, capitalización proforma aproximada de 16.802 MEUR. FCF 2026 de 600-700 implica 3,57-4,17% antes de terrenos/M&A/otros, no un 4,83% propietario seguro. RLFCF antes de BTS/expansión no es flujo entero repartible. La presentación confirma FCF 2027 de 975-1.175; llamarlo RLFCF en el PDF contradice un H1 RLFCF ya de 908. El PER negativo no indica baratura. Presupuesto propio 2027: propietario FCF central de 800 frente a guía media de 1.075, con reserva ilustrativa de 140 para terrenos y 135 para costes/timing/SBC incremental no ya cargado. Son supuestos, no normalización certificada ni partidas observadas exactas. SBC/LTIP pagado ya en CFO no se resta otra vez; el presupuesto incremental requiere conciliación antes de repartir. Rango inicial 500/800/1.050, crecimiento posterior 0%/5%/7%, reparto 60% y múltiplos 12/18/20 después del servicio financiero. No suma de caja inicial ni segunda resta de deuda. Retención central de 320: presupuesto de 100 para liquidez, 100 de amortización adicional y 120 para M&A/timing fuera de BTS/expansión ya incluidos. Con 200 adicionales necesarios de BTS/renovaciones, baja reparto u otra inversión; no se conserva el mismo crecimiento gratis.

La hipótesis de -200 de EBITDAaL por negociación de operadores no es resultado observado, pero consumiría una parte material del FCF central. Los targets externos no la neutralizan. Adverso: distribuciones acumuladas 2.26, terminal 9.03, riqueza 2031 11.29, CAGR de riqueza -14.90%. Central: distribuciones acumuladas 3.99, terminal 26.36, riqueza 2031 30.35, CAGR de riqueza 3.71%. Favorable: distribuciones acumuladas 5.46, terminal 41.45, riqueza 2031 46.90, CAGR de riqueza 13.14%. Primer flujo anual 2027; cuatro periodos de crecimiento posteriores y terminal que capitaliza flujo 2031, no 2032. Sin probabilidades, reinversión de repartos, impuestos personales o costes. CAGR de riqueza, no TIR, retorno esperado o valor intrínseco certificado.

Juicio, cambios y límites

Empresa 8,0 por contratos, escala y colocación, limitada por leverage, inversión y clientes consolidados. Oportunidad 7,2: el activo es más asequible, pero FCF después de crecer no equivale a RLFCF; el retorno central sigue modesto frente al riesgo. Final 7,6: MANTENER contextual/ESPERAR nueva entrada, sin media ni decisión automática por el 3,71% central. El favorable de 13,14% no es una expectativa ni rescata por sí solo el juicio. La tenencia necesita contexto. Pendientes materiales: timing/otros outflows y payout después de terrenos/SBC; cancelación exacta y recurso por filial; BTS, consolidación MNO y refinanciación. Se consultaron release, presentación y estados con gestión H1 en secciones dirigidas; no resultados Q3 de noviembre. Se mantiene el juicio, corrigiendo aditivamente un dato del primer sello: la presentación H1, FAQ página 35, dice FCF 2027 de 975-1.175 MEUR, no 975-1.075. Su punto medio es 1.075, no 1.025. RLFCF 2027 es 1.945-2.145, otra base. El presupuesto propio de caja propietario de 800 se mantiene como supuesto, pero su diferencia respecto al punto medio correcto es 275: 140 para terrenos y 135 para timing/costes/SBC incremental no ya cargado, en vez de 85.

Este reparto es prudencia ilustrativa, no normalización certificada ni partida observada; no se inventa un residual para declarar caja sostenible. Las cifras y escenarios iniciales permanecen íntegros en el primer sello. El puente IFRS de 1.211,733 menos capex 858,007 menos principal neto lease 367,101 da -13,375 antes de otros usos/ventas, muy distinto del APM FCF 300,589. La revisión no disfraza esa diferencia como redondeo. RLFCF APM incluye 455,073 de leases ordinarios y no admite restar también los mismos principal/interés. El FCF después de BTS/expansión aún deja fuera terrenos, M&A, no recurrentes y 202,499 de otros outflows; su calendarización completa sigue material. No se llama 800 una caja observada ni se añade capex de crecimiento como libre. Caja de 1.845,152 y financieros de 121,547 se usan una vez contra deuda bruta APM para DFN 20.762,580. Las líneas no dispuestas no son caja. Dividendos 500 y recompras hasta 500 exceden guía FCF 2026 de 600-700 antes de terrenos; dependen de desinversión/balance, no de una renta orgánica de 1.000. Se retiene caja para operativa/BTS/vencimientos sin certificar restricciones cero o excedente, y se mantienen derechos y NCI separados.

No restar deuda o leases otra vez a un modelo de equity después de su servicio. El denominador de 664,106 millones es proforma de cancelación, cuya ejecución exacta no se certifica por un snippet CNMV

con apertura antigua. Usar 682,411 reduce la riqueza central a unos 29,536 EUR y CAGR a 3,14%, frente a 30,350 y 3,71%; no es un ajuste arbitrario de split. El contrato y el precio de 25,30 permanecen identificados. Una necesidad incremental de 200 en BTS/renovaciones consume una parte material de 800 y exige menos reparto, reservas o crecimiento. No se conserva 5% sin su financiación. Empresa 8,0 por contratos y escala, limitada por deuda, BTS y clientes consolidados. Oportunidad 7,2 reconoce que menor precio no hace equivalente RLFCF y caja propietario. Final 7,6, MANTENER contextual/ESPERAR NUEVA ENTRADA se mantienen tras corregir la guía: un techo 100 superior no certifica conversión ni anula riesgos de payout, capital y refinanciación. No rebaja forzada ni aprobación por reconciliar cifras. Los pendientes pueden cambiar la decisión y quedan en el juicio vigente. Versión pública anterior v2, 2026-10-02, 22.2 EUR: Empresa 9.05, Oportunidad 9.15, Final 8.95; COMPRA SELECTIVA. Se conserva íntegra. Mismo H1 2026. Precio 22,20 a 25,30.

De COMPRA SELECTIVA a ESPERAR nueva entrada por precio y revisión del FCF tras crecimiento/terrenos y financiación. Se corrige guía propia a 975-1.175 según presentación, sin reescribir histórico ni atribuir deterioro a un nuevo trimestre. Fuentes y alcance: ProResearch11p íntegro; primariasH1releaseCNMV6p, presentaciónyestadosintermedioscongestiónraw(lecturadirigida estados/notas10-13/17/APM80-86/financiaciónycortes). Se conservanencabezadoserróneos30June2025/2024enAPMFCFdelinforme2026: otrasconciliaciones yreleaseconfirmanperiodoH12026/25,sinreescribiroriginal. NoQ3noviembre. Todosrawhash/URLs/alcanceenlas fuentes primarias descritas. Consulta real 18/10/2026 con información disponible al corte. No se afirma lectura íntegra de todos los estados. ProResearch original conservado privado. Este informe es texto propio TLT; publicación autorizada y revisión same-system no equivalen a aprobación financiera independiente. V1.0/anexo vigentes, V2 inactiva. Primeros sellos, audits y notas anteriores preservados.

Decisión

Contratos largos, pero RLFCF no equivale a caja propietario tras crecimiento, terrenos y financiación. MANTENER contextual / ESPERAR NUEVA ENTRADA. Fuentes primarias consultadas el 18/10/2026 con el alcance de lectura descrito.

Seguimiento / Monitoring

Caja propietario tras BTS, terrenos, otros outflows y remuneración.

Consolidación de operadores, cancelación/acciones y capacidad de refinanciación.

English

CONTEXTUAL HOLD / WAIT BEFORE INITIATING

Risk: High | Company 8 / Opportunity 7.2 / Overall 7.6

Supplied report reference: 16 October 2026, 25.30 EUR. Editorial publication: 18 October 2026. Not a current quote or certified close.

Business and instrument

Cellnex's long contracts, permits, scale and multi-tenant placement support visibility and barriers, but require investment and do not eliminate bargaining power of consolidated operators. Instrument: EUR0.25 nominal ordinary share, BME CLNX, ISIN ES0105066007, not a bond or subscription right. Supplied reference EUR25.30 on 16 October 2026 is not a certified market close/current quote. H1 revenue excluding pass-throughEUR1,994.359 million;5.0% organic growth is proforma, not mechanically added to reported growth. Adjusted EBITDA1,686.542 and EBITDA after leases 1,231.469 differ. Margin 84.6% ex pass-through and 61.7/61.8% after leases are not GAAP margins over all revenue. Supplier LTM EBITDA2,613 is not annualised H1 APM1,686;14.6x and 10.9x require a common basis before comparison.

Cash, funding, valuation and scenarios

EUR million. H1 IFRS CFO1,211.733 is after net cash interest 370.586 and tax 59.795. Less tangible/intangible capex 858.007 and net lease principal 367.101 in financing gives minus 13.375 before M&A, disposals and other financing. This is not APM FCF300.589. APM RLFCF equals 1,686.542 less ordinary leases 455.073 less maintenance 49.153 plus working capital 0.596 less finance interest 216.380 less tax 58.490 less NCI0.378=907.664. Leases 455.073 include about 301 principal and 154 lease interest: do not also subtract 367.101 or 154 again from that APM. FCF907.664 less expansion 178.200 and BTS428.875=300.589. It excludes land/long rights 68.862, M&A3.278, non-recurring 11.697 and other outflows 202.499. Disposals 542.989 are not recurring cash. IFRS/APM differences include asset-purchase timing, advances and classification; the entire 202.499 is neither presumed recurring loss nor erased as rounding. The 2026 management APM table retains 2025/2024 headers; release and reconciliation support H1 2026/25, without altering original bytes. Deferred Austria and other financial income is accrual, not a second cash addition to principal. ETR under accounting losses differs from cash tax and is not a perpetual subsidy.

June balance-sheet cash 1,845.152 comprises bank 651.717 and deposits 1,193.435. Liquidity about 5.3 billion includes about 3.3 undrawn lines. Other financial assets 121.547 help reconcile debt, not a second immediately accessible cash pool. Gross APM debt 22,729.279 less cash 1,845.152 less other 121.547=net debt 20,762.580; supplier 22,191 is not a new obligation to add. This is 30 June, not a certified 16 October balance. Leases accompany rights of use; equity cash after rents/interest does not allow another net-debt deduction. An EV/EBITDA-after-leases ratio would need a corresponding lease-debt adjustment. Cash is retained for operations, BTS and maturities, with no certified distributable surplus or zero-restriction claim by subsidiary. NCI equity 1,231.563 belongs to third parties despite small current cash payment. Retention does not destroy rights, but neither permits adding principal and capitalised income twice. Dividends 500 and 2026 buybacks 300 plus up to 200 exceed FCF guide 600-700 before land. Remuneration 1,000 is not recurring organic income; disposals can fund it while reducing perimeter. Lines support 2026-28 maturities but do not guarantee refinancing.

An illustrative 100 bp on 2,000 refinanced adds 20 annual pretax cost. July primary presentation indicates 664,106,024 shares after cancellation versus 682,410,971 previously issued and different weighted averages. A newer CNMV snippet and an opening displaying older data do not establish exact execution; ISIN remains stable. Model denominator 664.106 million is explicitly proforma, not a certified cutoff cancellation. Using 682.411 reduces per-share values 2.68%. At 25.30, proforma market cap about 16,802

million and 2026 FCF600-700 imply 3.57-4.17% before land/M&A/other, not a secure 4.83% owner yield. RLFCF before BTS/expansion is not all distributable. The substantive additive review corrects initial guide 975-1,075: primary presentation FAQpage 35 actually states 2027 FCF975-1,175, midpoint 1,075;2027 RLFCF1,945-2,145 is separate. Negative P/E is not cheapness. Own 2027 owner cash central 800 is maintained as an assumption, now 275 below corrected midpoint: illustrative 140 land and 135 timing/cost/incrementalSBC not already charged, instead of initial 85. This allocation is neither observed nor certified normalisation, not a residual proving sustainable cash. SBC/LTIP already paid in CFO is not deducted twice.

First-year cases 500/800/1,050, subsequent growth 0%/5%/7%,60% equivalent payout and 12x/18x/20x terminals are after financing service, no initial cash addition or second debt deduction. Central retention 320 budgets 100 liquidity,100 additional amortisation and 120 newM&A/timing beyond BTS/expansion already included. Another 200 needed for BTS/renewals reduces payout or other investment;5% growth is not free. A hypothetical 200 EBITDA-after-leases reduction from operator negotiations would materially consume central cash, not an observed result neutralised by external targets. Horizon 16 October 2026-2031, distributions each 16 October 2027-2031 and terminal on 2031 cash after four growth periods. Adverse distributions 2.2587, terminal 9.0347, wealth 11.2934, CAGR minus 14.90%; central 3.9938/26.3562/30.3500/3.71%; favourable 5.4554/41.4493/46.9047/13.14%. At 682.411 shares central wealth about 29.536 and CAGR3.14%. No probabilities, reinvestment, personal tax or costs: wealth CAGR, not IRR, expected return or certified intrinsic value/present value.

Judgment, changes and limitations

Company 8.0 recognises contracts, scale and placement, limited by leverage, investment and consolidated customers. Opportunity 7.2: a more affordable asset does not make growth-inclusive FCF equal RLFCF, and central return remains modest for the risks. Overall 7.6, CONTEXTUAL HOLD / WAIT BEFORE INITIATING, maintained by the substantive additive review despite the 100 higher guide ceiling. No averaging, forced downgrade or automatic decision from 3.71%; favourable 13.14% is not an expectation. Existing holdings require context. Material uncertainties: timing/other outflows and payout after land/SBC, exact cancellation and subsidiary recourse, BTS, MNO consolidation and refinancing. Initial seal remains intact; the guide correction is additive. Public v 2 of 2 October at 22.20 with 9.05/9.15/8.95 and SELECTIVE BUY remains preserved. SameH1; higher price and revised review/judgment, not new-quarter deterioration. Sources: acquired H1 release, presentation and interim/management report, targeted cash-flow/balance, cashnote 10, leasesnote 13 and APM debt/RLFCF/FCF/capex; presentation FAQ guide specifically re-read.

Actual consultation 18 October using evidence through 16 October; no NovemberQ3 or claim to integral reading of every statement. Original ProResearch remains private. TLT's own V1/annex report, same-system review rather than independent financial approval.

Decision

Long contracts, but RLFCF is not owner cash after growth, land and financing. CONTEXTUAL HOLD / WAIT BEFORE INITIATING. Primary sources consulted on 18 October 2026, within the stated reading scope.

Seguimiento / Monitoring

Owner cash after BTS, land, other outflows and shareholder distributions.

Operator consolidation, cancellation/share count and refinancing capacity.

Fuentes primarias / Primary sources

Documento primario / Primary document 1 - www.cnmv.es

Documento primario / Primary document 2 - www.cnmv.es