

El presente documento se considera un Informe de Inversión a efectos de la normativa MiFID y de la Ley de Mercado de Valores. La simple puesta a disposición del mismo a un cliente o un posible cliente no implica la prestación al mismo de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. El asesoramiento personalizado en materia de inversión que Banco Santander, S.A. presta a algunos de sus clientes requiere de la previa elaboración de una propuesta de inversión, adaptada al perfil inversor del cliente y realizada por un empleado o agente de la Entidad. **El presente documento no es una propuesta de inversión.**

Sector Telecomunicaciones

06 julio 2018

La venta al por mayor es clave para la rentabilidad del fútbol

Telefónica ha adquirido dos de los principales lotes de derechos de retransmisión de fútbol: *La liga española* (LaLiga) de las temporadas 2019/20 a 2021/22 y la *Liga de Campeones* de las temporadas 2018/19 a 2020/21 para el segmento residencial en España. Hemos tratado de dar respuesta a las cuestiones, a nuestro juicio fundamentales, que afectan a esos derechos. Nuestras principales conclusiones son:

Se está avanzando hacia un **modelo más simple para los derechos de retransmisión de fútbol**. Telefónica España se convierte en el único propietario de *LaLiga* y de los derechos de la *Liga de Campeones* para el segmento residencial. Mediapro ya no está presente en la cadena de flujo de derechos, por lo que no agrega margen adicional. Esto permite que la inflación real de los costes netos de Telefónica sea menor que la inflación del valor (ingresos del club) de los derechos, aunque solo si el número de compradores mayoristas se mantiene sin cambios.

El principal riesgo que corre Telefónica con respecto al contenido de fútbol se refiere a los **ingresos mayoristas**. Un modelo más simple también aumenta la sensibilidad de la rentabilidad de los derechos al mercado mayorista, en particular el número de canales de televisión de pago que seguirán comprando contenido de fútbol.

Creemos que **Vodafone España no va a seguir comprando derechos premium de fútbol en el mercado mayorista**, dado el impacto positivo de esto en su EBITDA (c.10% de su EBITDA en el ejercicio 2017/18), incluso suponiendo una enorme pérdida de clientes de televisión de pago (400.000). A este respecto, el **impacto para Telefónica sería negativo**: los mayores ingresos minoristas de los clientes que migran desde Vodafone España no compensan los menores ingresos por ventas al por mayor. Hemos rebajado nuestra previsión del resultado operativo antes de amortizaciones (OIBDA) de Telefónica España para 2020E en c.1%, lo que nos lleva a un nuevo **precio objetivo para diciembre de 2018E de €10,80/acción** (€0,20/acción por debajo de nuestro PO anterior de €11/acción).

Vemos algunos aspectos positivos del escenario resultante de comprar los derechos de *LaLiga* y la *Liga de Campeones* (un modelo más simple), pero la mayor exposición a los ingresos mayoristas constituye un riesgo. El efecto neto es negativo. Sin embargo, la valoración sigue siendo atractiva: estimamos una rentabilidad del flujo de caja atribuible a los accionistas (FCFE) del 7,7% (11,4% excl. compras de espectro) en 2018E y del 11,1% en 2019E (11,9% exc. espectro), lo que respalda nuestra recomendación de **Comprar**. Tras el mal comportamiento bursátil reciente, los beneficios del 2T18E podrían actuar de catalizador.

Comprar

Precio Actual: €7.66
Precio Objetivo: €10.80

Reducimos el P.O. desde €11.00 hasta €10.80

El P.O. se modificó el 11/05/2018.

Comportamiento relativo (12 meses):



Fuente: FactSet.

Datos de la compañía, (5 julio 2018)

Reuters/Bloomberg code	TEF.MC / TEF.SM		
ADR code / ratio	TEF.US / 1:1		
Market cap (€ mn)	39,787		
Outst shares (mn)	5,192		
Free float (%)	87.0		
Avg daily vol (€ mn)	207.3		
12-month range (€)	7.25 - 9.82		
Historical volatility (%)	16.5		
Performance (%)	-1M	-3M	-12M
Absolute	-0.3	-6.0	-15.1
Relative to STOXX Telecoms	-0.2	-4.0	-4.8

Fuente: FactSet.

Sinopsis de Telefónica

Key Company Data

(€ mn)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
P&L ACCOUNT (€ mn)						
Sales	54,916	52,036	52,008	49,181	49,000	49,589
EBITDA	13,229	15,118	16,188	15,612	15,741	16,126
Adj EBITDA	13,229	15,118	16,188	15,612	15,741	16,126
Depreciation & amortisation	-9,704	-9,649	-9,396	-8,935	-8,858	-8,695
EBIT	3,525	5,469	6,792	6,677	6,883	7,431
Adj EBIT	3,525	5,469	6,792	6,677	6,883	7,431
Net financials	-2,609	-2,219	-2,199	-2,101	-2,152	-2,149
Associates	-10	-5	5	5	5	5
EBT	906	3,245	4,598	4,581	4,736	5,287
Taxes	-154	-846	-1,219	-1,145	-1,184	-1,322
Tax rate (%)	17.0	26.1	26.5	25.0	25.0	25.0
Minority interests	-136	-30	-246	-432	-485	-562
Net income	616	2,369	3,133	3,004	3,067	3,403
EPS (€)	0.07	0.42	0.56	0.59	0.60	0.66
Underlying EPS (€)	0.07	0.42	0.56	0.59	0.60	0.66
DPS	0.75	0.54	0.40	0.40	0.43	0.42
Dividend payout %(earnings)	1,071	129	71	68	72	63
FREE CASH FLOW (€ mn)						
EBITDA minus capex	2,768	6,190	7,491	6,862	8,474	8,656
Change in working capital	1,571	383	434	433	367	98
Other	1,553	-397	-1,152	-1,597	-1,578	-1,532
Net interest	-2,490	-2,143	-1,726	-1,730	-1,781	-1,779
Taxes	-689	-649	-1,005	-870	-1,042	-1,163
FCFE	2,713	3,384	4,042	3,098	4,440	4,280
Dividends	-2,238	-2,395	-1,904	-2,051	-2,135	-2,180
Dividend payout %(FCF)	82	71	47	66	48	51
Share Buybacks	-1,061	-642	0	0	0	0
Acquisitions	-2,300	814	1,376	101	0	0
Share issues	4,255	0	0	0	0	0
Other	-5,443	-595	851	-189	0	0
Net debt variation	-4,074	566	4,365	959	2,305	2,100
BALANCE SHEET (€ mn)						
Assets	120,329	123,641	115,066	113,992	112,099	110,454
Goodwill	27,395	28,686	26,841	26,841	26,841	26,841
Tangible fixed assets	33,910	36,393	34,225	35,007	35,767	36,734
Intangible assests	21,149	20,518	18,005	17,132	14,780	12,588
Liabilities	120,329	123,641	115,066	113,992	112,099	110,454
Shareholders' equity	15,770	18,157	16,920	17,662	18,297	19,349
Minority interests	9,665	10,228	9,698	9,535	9,353	9,195
Net debt	49,161	48,595	44,230	43,271	40,966	38,865
Other	45,733	46,661	44,218	43,525	43,483	43,045
Market cap-based multiples						
P/E (reported)	101.2	19.3	15.5	13.2	13.0	11.7
P/E (underlying)	101.2	19.3	15.5	13.2	13.0	11.7
FCF yield (%)	4.4	7.4	8.3	7.8	11.2	10.8
GDY (%)	6.0	6.0	4.3	5.2	5.7	5.4
EV/sales	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	10.1	8.2	7.3	6.9	6.7	6.4
EV/(EBITDA minus capex)	48.4	20.1	15.8	15.8	12.5	12.0
Net debt/EBITDA	3.7	3.2	2.7	2.8	2.6	2.4
ROCE (%)	3.4	4.5	6.0	6.1	6.4	7.0

Fuente: Compañía, Estimaciones Santander Investment Bolsa.

Argumentos de inversión

- **Atención creciente sobre los ROCEs.** Estructuralmente, esto podría implicar mayor disciplina operativa, pero también es una medida para comprender la visión del grupo de la gestión de la cartera (de activos). España es la única región con rentabilidades superiores al coste del capital. Los retornos del RU y Alemania están cerca del coste del capital y Brasil también está experimentando una mejoría, mientras que, en sus demás negocios latinoamericanos, los retornos están disminuyendo y están muy por debajo del coste de capital.
- Una vez que se **supere el pico del gasto en inversión**, creemos que la generación de flujo de caja se mantendrá sólida (tasa anual de crecimiento compuesto del 4,0%E en 2017-20), lo que ayudará a continuar reduciendo orgánicamente la deuda. Además, no descartamos ventas adicionales de activos para acelerar la reducción de la deuda.
- Vemos algunos aspectos positivos del escenario resultante de la compra de los derechos de *LaLiga* y la *Liga de Campeones* (un modelo más simple), pero la mayor exposición a los ingresos mayoristas es un riesgo. El efecto neto es negativo. Sin embargo, la **valoración sigue siendo atractiva**: estimamos una rentabilidad del flujo de caja atribuible a los accionistas (FCFE) del 7,7% (11,4% excl. compras de espectro) en 2018E y del 11,1% en 2019E (11,9% exc. espectro), lo que respalda nuestra recomendación de **Comprar**. Tras el mal comportamiento bursátil reciente, los beneficios del 2T18E podrían actuar de catalizador.

Principales factores determinantes de Valor

- Generación de flujos de caja del negocio español impulsada por la culminación del despliegue de FTTH e ingresos estables.
- Fuerte posición competitiva en Brasil.
- Materialización de sinergias procedentes de las adquisiciones (e-Plus en Alemania, GVT en Brasil).
- Eficiencias pendientes en operaciones: digitalización, desconexión de redes antiguas, etc.

Riesgos de inversión

- Posible deterioro de las economías en América Latina. Latinoamérica representa el 37,5% del valor de empresa (VE) de Telefónica (excluyendo minoritarios).
- Cambio en las tendencias macroeconómicas positivas actuales en España y en los precios de los servicios de telecomunicaciones. España representa el 48,3% del VE de Telefónica excluyendo minoritarios.
- La no materialización del desapalancamiento del balance.

Catalizadores

- Cualquier factor que acelere el apalancamiento.
- Publicaciones de resultados, con especial atención a España.

Descripción de la compañía

Telefónica (TEF) es la compañía de telecomunicaciones líder de España y Latinoamérica, con actividades también importantes en Alemania y el RU. En el 1T18, la compañía tenía 356,9mn de accesos, repartidos entre telefonía fija (71,0mn) y móvil (285,9mn). Los cinco mercados principales de Telefónica (1T18) son: España (43,6% del flujo de caja operativo del grupo), Alemania (11,6%), Reino Unido (10,8%), Brasil (26,2%) e "Hispanoamérica" (11,4%

Glosario de Términos

m/m: Respecto al mes anterior.

t/t: Respecto al trimestre anterior.

a/a: Respecto al año anterior.

pb: Puntos básicos.

pp: Puntos porcentuales.

mn: Millones.

mm: Miles de millones.

BPA: Beneficio por acción.

P/E: PER – Precio Acción / Beneficio por Acción. El PER es un ratio usado en el análisis fundamental. Su valor indica cuantas veces el BPA se encuentra incluido en el precio de la acción.

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos.

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

EV: Enterprise Value: Valor empresarial. El cálculo habitual es sumar la capitalización bursátil, la deuda y otros pasivos y restar el efectivo y equivalentes.

EV/EBITDA: El EV/EBITDA. El EV/EBITDA es un ratio usado en el análisis fundamental. Usado de forma habitual (como el PER) para comparar las cotizaciones relativas de distintas acciones.

NIIFs: Normas internacionales de información financiera.

FCL: Flujo de caja libre.

DN: Deuda Neta

DN/CE: Deuda Neta / Equity contribuido.

SDP: Suma de partes.

FCD: Flujo de caja descontada.

PO: Precio objetivo.

CFFO: Flujo de caja generado por operaciones.

EV/DACF: Valor empresarial sobre el flujo de caja ajustado por deuda. Ratio usado habitualmente en el análisis fundamental de compañías de petróleo.

ROACE: Retorno sobre el capital usado medio.

OPA: Oferta Pública de Adquisición.

RevPAR: ingresos por habitación disponible.

AVISO LEGAL

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Santander Investment Bolsa. Asimismo, el equipo de análisis no ha recibido ni recibirá ingresos por proporcionar una recomendación u opinión específicas en el presente informe.

Por otro lado, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en función de, entre otros factores, los resultados del Grupo Santander, incluidos los beneficios derivados de las actividades de banca de inversión.

El presente informe ha sido preparado por Santander Investment Bolsa, S.V., S.A., para Banco Santander, S.A. (ambas compañías pertenecientes al Grupo Santander), y se facilita sólo a efectos informativos. Santander Investment Bolsa, S.V., S.A. y Banco Santander, S.A. son sociedades inscritas en España y están autorizadas y reguladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el Banco de España.

Banco Santander, S.A. y/o una sociedad del Grupo Santander actúan como market makers o proveedores de liquidez en relación con los instrumentos financieros de MasMovil y Telefónica.

Grupo Santander puede haber sido entidad director o codirector en los últimos 12 meses en una oferta pública de valores o instrumentos financieros de Telefónica incluidos en el presente informe, o relacionadas con dichos instrumentos financieros.

Banco Santander, S.A. y/o una sociedad del Grupo Santander pueden, en su momento, solicitar, prestar o haber prestado servicios de banca de inversión, aseguramiento u otros servicios (incluida su actuación en calidad de asesor, gestor, asegurador o prestamista) en los últimos 12 meses para cualquier sociedad/emisor mencionado en el presente informe que haya dado lugar o dé lugar en el futuro a un pago o al compromiso de realizar un pago en relación con dichos servicios. Existe más información al respecto a su disposición previa solicitud.

El presente documento se considera un Informe de Inversión a efectos de la normativa MiFID y la Ley de Mercado de Valores. La simple puesta a disposición del mismo a un cliente o un posible cliente no implica la prestación al mismo de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Asimismo, la simple explicación del contenido del documento tampoco constituye la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificadas sin previo aviso. Asimismo, las previsiones no representan un indicador fidedigno de resultados futuros.

Rentabilidades pasadas no presuponen en ningún caso rentabilidades futuras. Toda inversión en renta variable está sujeta a riesgos de pérdida del principal invertido. Los factores que pueden afectar al precio y a su cotización en mercado son, entre otros, las expectativas sobre el beneficio futuro de la sociedad y su tasa de crecimiento, eventos societarios (pagos de dividendos y cambios en la política de retribución vía dividendos, ofertas públicas de adquisición o venta, ampliaciones de capital); cambios en la calificación crediticia de la compañía; suspensiones de cotización en bolsa o salidas a bolsa de otras compañías; la cotización de otras acciones correlacionadas, noticias de tipo económico, político y de toda índole que afectan a los mercados financieros; los tipos de interés, la economía en general, la confianza de los inversores, etc. Asimismo, la fluctuación de la divisa puede incrementar o disminuir el rendimiento de aquellos valores cotizados en divisas distintas al euro. Para más información sobre las características y los riesgos generales de este tipo de instrumentos financieros, le aconsejamos el documento "Información sobre la prestación de servicios de inversión" que le ha proporcionado el Banco y que tiene a su disposición en la página web www.bancosantander.es/MiFID.

Las inversiones en Bolsa conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. En la página web www.bancosantander.es tiene a su disposición la información completa sobre los gastos y comisiones que se aplican en las operaciones en mercados bursátiles.

El presente informe ha sido elaborado a una fecha determinada. Ni Banco Santander, S.A. ni Santander Investment Bolsa, S.V., S.A. asumen ninguna obligación de comunicar al receptor del mismo los cambios futuros de recomendación o precio objetivo de los instrumentos o de las sociedades incluidas en este informe.

El análisis de inversión emitido por Santander Investment Bolsa, S.V., S.A., ha sido preparado de acuerdo con las políticas de gestión de conflictos de interés del Grupo Santander. En relación con la producción de análisis de inversión, Grupo Santander tiene normas internas de conducta que incluyen, entre otros aspectos, procedimientos para evitar conflictos de interés, incluidos procedimientos de murallas chinas y, en caso oportuno, la posibilidad de establecer restricciones específicas en la actividad de análisis.

Cualquier sociedad del Grupo Santander, directores, comerciales, traders u otros profesionales pueden proporcionar a sus clientes comentarios de mercado o estrategias de negociación, bien sea de forma oral o escrita, que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Asimismo, cualquiera de las entidades de inversión y negociación de Grupo Santander pueden adoptar decisiones de inversión que no sean coherentes con las recomendaciones expresadas en el presente documento.

Ni Grupo Santander ni otra persona se hacen responsables de las pérdidas directas o potenciales que se deban al uso de este informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá.

CLAVE DE RECOMENDACIONES DE ANÁLISIS FUNDAMENTAL *

Recomendación	Definición	% de compañías	
		Cubiertas con esta recomendación	A las que se ha prestado servicios de banca de inversión en los últimos 12 meses
Comprar	POTENCIAL ALCISTA SUPERIOR AL 15%	45.58	16.33
Mantener	POTENCIAL ALCISTA DEL 10-15%	34.69	13.61
Infraponderar	POTENCIAL ALCISTA DE MENOS DEL 10%	18.37	5.44
En revisión		1.36	1.36

AVISO: Dada la alta volatilidad experimentada recientemente en los mercados de valores, los parámetros para definir las recomendaciones pasan a ser meramente orientativos hasta nuevo aviso.

(*) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual. Los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

© BANCO SANTANDER, S.A. Reservados todos los derechos.

© Santander Investment Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. 2018. Reservados todos los derechos.