

Sector: Telecom

Mantenemos en Comprar: la deuda cae, la actividad muestra buenas dinámicas y la estrategia gira adecuadamente

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 39.662 M€
Último: 7,64 €/acc.
Nº Acciones(M.): 5.192 M acc.
Min / Max (52 sem): 7,16€ / 9,86€
Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Principales cifras*	2T17	2T18	Var. a/a	Estimación
Ingresos	12.960	12.144	-6,3%	12.062
OIBDA	4.158	4.237	1,9%	3.930
Margen OIBDA	32,1%	34,9%		
EBIT	1.800	2.059	14,4%	
Margen EBIT	13,9%	17,0%		
BNA	821	902	9,9%	924
% incremento BNA		9,9%		

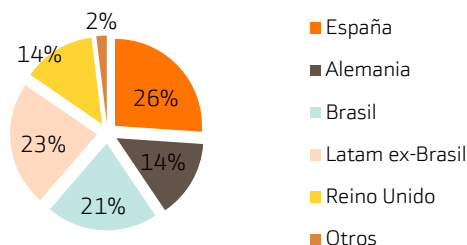
* Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

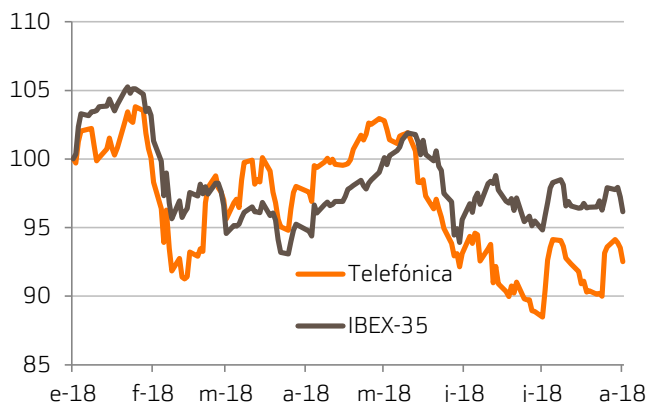
Ratios	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e
PER*	13,5 x	10,6 x	9,8 x	9,7 x	9,7 x
Rent. dividendo*	4,9%	5,2%	5,7%	5,7%	5,7%
BPA (€/acc)	0,60	0,72	0,78	0,79	0,79
DPA (€/acc)**	0,40	0,40	0,43	0,44	0,44
DN/FFPP	1,8x	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x
DN/OIBDA	3,0x	3,0x	2,8x	2,6x	2,5x
ROE	12%	14%	13%	12%	11%

*2017 con cotización de cierre de año. 2018/19/20/21 con última cotización

Desglose de ingresos por geografía



Evolución Telefónica vs. Ibex



TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 10,36 €
Recomendación: Comprar

Un trimestre más Telefónica demuestra su capacidad para reducir endeudamiento orgánicamente. Y ya son cinco trimestres consecutivos. Además, la cuenta de resultados sorprende positivamente. Destaca de nuevo la buena marcha en Reino Unido, asunto clave para una potencial desinversión en O2. La rentabilidad por dividendo supera el 5% tras una corrección bursátil que consideramos excesiva. A todo ello se une el giro estratégico de la Compañía hacia la distribución de contenidos y servicios de terceros con los acuerdos alcanzados con Amazon y Netflix. Sin olvidar el buen resultado en la subasta de espectro en España. Por todo ello, reafirmamos nuestra recomendación de Comprar con precio objetivo 10,36€ vs. 10,78€ anterior. Potencial +23%.

(i) Las divisas siguen lastrando pero orgánicamente la actividad continúa mejorando

Resultados que batían estimaciones en todas las partidas de la cuenta de resultados salvo en BNA, que pese a ello crece +9,9%. Si bien las divisas siguen pesando (detratan -8,8% a/a en ingresos y -10,7% en OIBDA), en términos orgánicos los ingresos crecen +2,0% y el OIBDA +4,1%. Este apalancamiento operativo permite la expansión del margen OIBDA hasta 34,9% (+1,9% reportado, +4,1% orgánico). A nivel geográfico, los ingresos crecen ligeramente en España (+0,2% en términos reportados, +0,3% orgánico) y Reino Unido (+1,9% reportado, +5,6% orgánico) sigue sorprendiéndonos positivamente, asunto clave de cara a una posible desinversión en O2. En Latam, los ingresos en Brasil caen pero lo hacen por el tipo de cambio (-16,7%), excluyendo este efecto los ingresos avanzan ligeramente (+0,5%).

(ii) La deuda cae por quinto trimestre consecutivo

En concreto, la deuda neta financiera se sitúa en 43.593M€, lo que implica una caída de -1,4% desde cierre de 2017 y -0,9% desde cierre del 1T18. Con ello, se demuestra que Telefónica es capaz de ir reconduciendo orgánicamente su principal problema, el endeudamiento. Ayudará a este resultado la contención del coste de financiación una vez neutralizado el temor a un recorte de rating. Inorgánicamente, la desinversión en O2 sería clave. Podría traducirse en una inyección de fondos de 3.000M€/4.000M€ por una participación de alrededor del 40% en la filial (múltiplo EV/OIBDA de 4,5x/6x).

(iii) La rentabilidad por dividendo resulta más que atractiva. Tras una corrección bursátil que consideramos excesiva, supera el 5,0%.

(iv) Estratégicamente nos gusta lo que vemos

Los acuerdos con Netflix y Amazon (para distribuir sus contenidos y su servicio de cloud respectivamente) evidencian un giro estratégico que valoramos positivamente. Al igual que la adquisición del 100% de los derechos de fútbol de pago en el mercado español. En nuestra opinión, este reenfoque va en línea con la demanda de los usuarios y permite poner en valor la capacidad de red y clientes de la Compañía.

A esto se une, el resultado de la subasta de espectro celebrada recientemente en España que permitirá ofrecer servicio 5G. Telefónica consiguió 50MHz (10 bloques de frecuencias) con una inversión de 107,4M€. Este espectro se suma a los 40 MHz que ya tenía la Compañía. Con ello, pasa a ocupar una posición líder en el segmento de comunicaciones móviles pagando el menor precio por MHz de todos los licitantes en la subasta.

Conclusión: reafirmamos nuestra recomendación de Comprar con precio objetivo 10,36€ (vs. 10,78€ anterior). Potencial +23%.

Equipo de Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Pilar Aranda Aránzazu Cortina

Ramón Carrasco Elena Fernández-Tripiella 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/>

Avenida de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

Cifras en millones de €

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI ¹⁷⁻²²
Ingresos	50.547	50.377	54.916	52.036	52.008	50.278	50.864	52.191	54.174	56.022	1%
Margen Bruto	72,8%	69,9%	69,9%	70,7%	71,1%	70,7%	72,0%	72,7%	72,7%	72,7%	
OIBDA	17.477	15.515	13.229	15.118	16.187	16.312	16.671	16.649	16.557	16.075	0%
Margen EBITDA	34,6%	30,8%	24,1%	29,1%	31,1%	32,4%	32,8%	31,9%	30,6%	28,7%	
EBIT	8.861	6.967	3.525	5.469	6.791	7.325	7.669	7.618	7.475	6.923	0%
Margen EBIT	17,5%	13,8%	6,4%	10,5%	13,1%	14,6%	15,1%	14,6%	13,8%	12,4%	
BAI	5.728	3.635	906	3.245	4.597	5.520	5.983	6.050	6.017	5.560	4%
BNA	4.593	3.001	616	2.369	3.132	3.748	4.062	4.107	4.084	3.774	4%
Tasa de variación interanual		-34,7%	-79,5%	284,6%	32,2%	19,7%	8,4%	1,1%	-0,5%	-7,6%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2021e
Act No Corriente	89.597	99.448	101.614	103.667	95.135	95.088	95.197	95.487	96.039	96.710
Act Circulante	29.265	22.900	18.715	19.974	19.931	18.414	18.545	19.081	19.933	20.797
Total Activo	118.862	122.348	120.329	123.641	115.066	113.502	113.742	114.569	115.972	117.507
FFPP	21.185	21.135	15.771	18.157	16.920	18.591	20.402	22.232	24.053	25.736
Minoritarios	6.297	9.186	9.665	10.228	9.698	8.988	9.863	10.748	11.629	12.442
Pasivo no corriente	11.064	11.630	13.392	14.193	13.050	11.725	11.750	11.835	11.980	12.139
Deuda financiera	60.699	59.782	60.087	60.361	55.746	54.959	52.279	49.825	47.665	45.874
Pasivo Corriente	19.617	20.615	21.414	20.702	19.652	19.240	19.449	19.928	20.645	21.317
Total Pasivo	118.862	122.348	120.329	123.641	115.066	113.502	113.742	114.569	115.972	117.507

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2021e	VR
+BNA	3.748	4.062	4.107	4.084	3.774	109.518
+Amortizaciones	8.987	9.002	9.031	9.082	9.152	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.710	1.615	1.520	1.431	1.692	
- Inversiones en activos fijos	9.096	9.188	9.397	9.708	9.898	
- Inversiones en circulante	-661	-118	-175	-220	-206	
= CFL Operativo	6.009	5.609	5.436	5.110	4.926	

WACC	5,5%
g	1,0%
EV	106.859 M€
- Deuda Neta	48.400 M€
- Minoritarios	9.698 M€
EqV	48.761 M€
Nº acciones	5.192 M
Estimación DCF	9,39 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **10,36€/acc** empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes, de manera equiponderada. Establecemos una valoración de **9,39€** a través del primero y de **11,33€** a través del segundo.

Las hipótesis empleadas en el método de descuento de flujo de caja libre operativo se resumen en las tablas adjuntas. Esta valoración implica un potencial de +23%.

Valoración por Suma de Partes

	EV	EV/EBITDA equivalente
España	49.900	10,0 x
Reino Unido	10.735	6,5 x
Alemania	11.010	6,0 x
Brasil	25.339	6,0 x
Hispanoamérica*	19.608	5,5 x
Otros	308	6,5 x
Total	116.901	
- Deuda Neta	48.400	
- Minoritarios	9.698	
EqV	58.803	
Nº acciones	5.192	
Estimación SoTP	11,33 €/acción	

* Latam ex - Brasil

Equipo Análisis de Bankinter:

Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Pilar Aranda Aránzazu Cortina

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.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avenida de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)