

# Telefónica

Precio Objetivo: 7,45

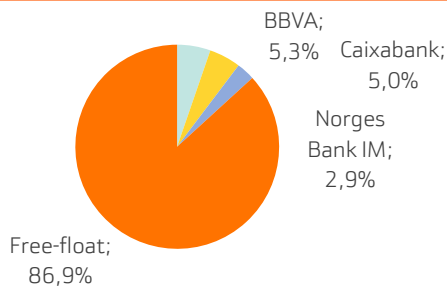
Recomendación: Neutral

Analista: Javier Hombría

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 36.875 M€  
 Último: 7,10 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 5.192 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 6,592 8,059  
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

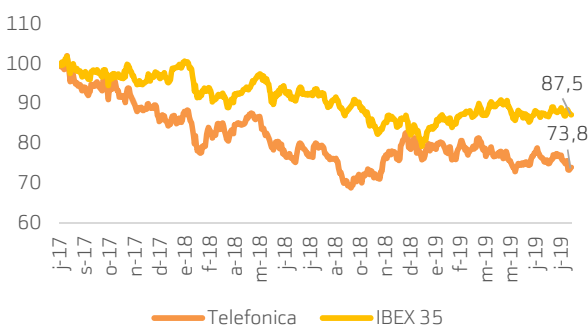
### Accionariado



Ppales cifras y ratios	2018	2019e	2020e
Ingresos	48.693	48.459	49.998
OIBDA	15.911	15.987	16.664
BNA	3.330	3.730	4.063
BPA	0,64	0,72	0,78
DPA	0,40	0,40	0,40
Pay Out	62%	56%	51%
Rentabilidad por dividendo	5,6%	5,6%	5,6%
PER	11,1	9,9	9,1
Deuda Neta/EBITDA	3,1 x	2,9 x	2,5 x

Primer Semestre	1S 19	1S 18	Var. a/a
<b>Ingresos</b>	<b>24.121</b>	<b>24.334</b>	<b>1%</b>
España	6.283	6.265	0%
Reino Unido	3.411	3.223	-6%
Alemania	3.564	3.525	-1%
Brasil	5.030	5.227	4%
<b>OIBDA</b>	<b>8.702</b>	<b>8.102</b>	<b>-7%</b>
<b>EBIT</b>	<b>3.454</b>	<b>3.697</b>	<b>7%</b>
<b>Beneficio neto</b>	<b>1.787</b>	<b>1.739</b>	<b>-3%</b>

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100) últ. 2 años



Fuentes: Factset, CNMV, Telefónica y Bankinter

El equipo directivo está reduciendo la deuda vendiendo los activos no estratégicos o poco rentables, pero no vemos un fuerte crecimiento en los próximos años (la propia Telefónica tiene como objetivo un crecimiento de ingresos del +2% para este año) junto con fuertes inversiones para el 5G que impactarán en la generación de caja. Nuestra recomendación es Neutral con un precio objetivo de 7,45€/acción (potencial del +5%).

### Resultados 1S19: Ligeramente mejores con buen flujo de caja.

Telefónica publicó resultados ligeramente mejores que el consenso: ingresos +0% hasta 12,142M€ (vs. 11.981M€ esperado), EBIT -4,5% hasta 1,804M€ (vs. 1.755M€ esperado) y beneficio neto -4,5% hasta 862M€ (vs. 880M€ esperado). Por divisiones, España generó 3.175M€ de ingresos (vs. 3.181M€ esperado), un +0% respecto a 2T18. Los ingresos de Alemania se incrementaron un +1,6% hasta 1.785M€ (vs. 1.761M€), Reino Unido un +5% hasta 1.720M€ (vs. 1.700M€), Brasil -2,2% hasta 2.467M€ (vs. 2.473M€), y los de Hispanoamérica Norte y Sur -3% hasta 1.743M€ y -1,2% hasta 1.014M€ respectivamente. La media del consenso esperaba 1.653M€ y 969M€ para estas dos divisiones. **Lo mejor de los resultados fue el incremento del flujo de caja operativo (+4% hasta 3.635M€ en 2T19). Con unas inversiones de 842M€, el flujo de caja libre se incrementó en un 67% hasta 2.793M€.**

### ¿Por qué es un Mantener?

**Débil crecimiento:** La mayoría de sus mercados (España, Alemania y Reino Unido) tienen alta penetración y, por tanto poco crecimiento potencial. Es cierto que Telefónica ha conseguido subir precios a sus abonados ofreciendo "más por más", pero creemos que este negocio tiene una tendencia deflacionista de fondo.

**Con fuertes amenazas competitivas:** Telefónica no solo tiene que defenderse de rivales como Vodafone u Orange, también de Netflix, Amazon o HBO que permiten al usuario "construir" su propia oferta de ocio. Y lo hacen con precios agresivos ya que, al ser compañías internacionales, tienen más mercados para recuperar sus costes.

**Una posible guerra de precios en España en 2020:** Creemos que los cambios directivos en Euskaltel vaticinan una guerra de precios en 2020. ¿La razón? Que Euskaltel planea expandirse en el resto de España. Dudamos que lo haga sin ofrecer menores precios.

**Y un ciclo de inversión al alza:** Mucho se habla sobre el 5G y sus posibilidades. La realidad es que no esperamos impactos tangibles en resultados hasta el 2025, pero mientras tanto Telefónica tiene que realizar fuertes inversiones. Este año pagará casi 1.000Mn€ (más de un 10% del capex del 2018) por el espectro en Alemania y aún faltan las subastas de España, UK y Brasil (no las incluimos aún en nuestras estimaciones).

**¿Qué podría ir bien?** 1) Aunque el equipo directivo ha señalado que no están forzados a vender más activos, nuevas ventas de activos no estratégicos serían positivas en cuanto a mejora del balance y una potencial mejora del dividendo (ahora mismo 0,40€/acción). 2) La adquisición de Nextel (el quinto operador en Brasil) por América Móvil (que ya tiene el segundo operador) no se traduce en un incremento de la competencia.

# Análisis y Mercados

Nota Compañía

martes, 30 de julio de 2019

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos netos	52.036	52.008	48.693	48.459	49.998	51.524	53.648
OIBDA	15.118	16.164	15.911	15.987	16.664	17.199	17.976
<b>BNA</b>	<b>2.369</b>	<b>3.133</b>	<b>3.330</b>	<b>3.730</b>	<b>4.063</b>	<b>4.323</b>	<b>4.564</b>

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

## Resumen Balance de Situación

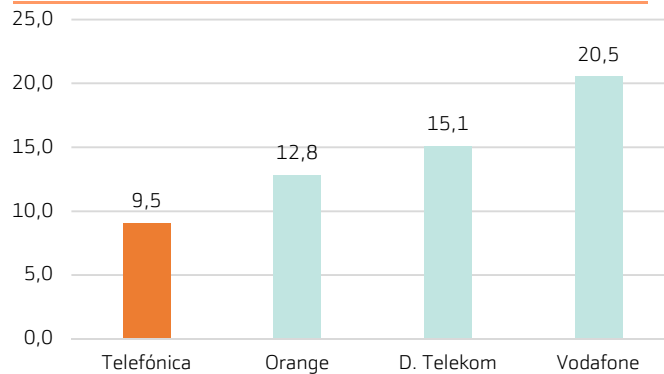
	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Activo No Corriente	103.667	95.135	90.692	89.954	88.671	87.512	87.194
Activo Corriente	19.974	19.931	23.341	22.596	23.015	23.431	24.009
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>123.641</b>	<b>115.066</b>	<b>114.033</b>	<b>112.549</b>	<b>111.686</b>	<b>110.942</b>	<b>111.204</b>
FFPP	18.157	18.157	16.920	17.932	19.585	21.571	23.817
Minoritarios	10.228	10.228	9.698	9.033	9.681	10.384	11.128
Pasivo no corriente	16.413	16.413	15.266	13.996	13.996	13.996	13.996
Deuda financiera	60.361	60.361	55.746	54.702	51.791	47.566	43.068
Pasivo Corriente	18.482	18.482	17.436	18.370	17.496	18.168	18.933

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
+Flujo de caja bruto	15.182	15.632	16.358	16.972	17.445	
+/- Capital circulante	25	94	115	-5	-36	
-Inversiones	-7.973	-8.202	-9.568	-9.424	-9.813	
=Flujo de caja libre	7.234	7.524	6.905	7.542	7.596	107.883

WACC	8,6%
g	1,5%
EV	94.441
- Deuda Neta	-46.099
- Minoritarios	-9.681
EqV	38.661
Nº acciones	5.192
<b>Valor por acción</b>	<b>7,45</b>
PER 2020e	9,52

## Valoración comparables (PER 2020)



## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
7,1%	8,57	9,66	10,93	12,42	14,20	16,37
7,6%	7,26	8,18	9,25	10,49	11,95	13,69
8,1%	6,11	6,91	7,81	8,85	10,06	11,49
8,6%	5,10	5,79	6,56	<b>7,45</b>	8,46	9,65
9,1%	4,20	4,80	5,47	6,23	7,09	8,09
9,6%	3,40	3,92	4,50	5,16	5,90	6,75
10,1%	2,67	3,14	3,65	4,22	4,86	5,58

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://bankinter.com/broker/analisis>

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

### 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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director  
Javier Hombria - Telecom  
Pilar Aranda - Petróleo  
Juan Moreno - Inmobiliarias  
Marisa Mazo - Bancos  
Aránzazu Bueno - Eléctricas  
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos  
Ana de Castro - Seguros  
Aránzazu Cortina - Industriales  
Luis Piñas - Consumo  
Pedro Echeguren - Farma & Salud  
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología  
Elena Fernández-Trapiella - Consumo

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