

**Sector: Telecom**

**La deuda, y unas desinversiones que no llegan, obligan a recortar el dividendo**

**Datos Básicos (mercado)**

Capitalización (M €): 44.100 M€  
 Último: 9,00 €/acc.  
 N° Acciones\*(M.): 4.900 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 7,45€ / 12,57€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

| Detalle cifras | 3T16   | Var. % | Estimación |
|----------------|--------|--------|------------|
| Ingresos       | 13.080 | -5,9%  | 13.106     |
| España         | 3.169  | -0,4%  |            |
| Alemania       | 1.876  | -5,2%  |            |
| Reino Unido    | 1.676  | -17,1% |            |
| Brasil         | 2.952  | 7,9%   |            |
| Hispanoamérica | 3.129  | -13,9% |            |
| Otros          | 279    | -20,8% |            |
| OIBDA          | 4.175  | -1,0%  | 4.062      |
| España         | 1372   | -0,6%  |            |
| Alemania       | 464    | 15,1%  |            |
| Reino Unido    | 458    | -14,0% |            |
| Brasil         | 982    | 18,1%  |            |
| Hispanoamérica | 970    | -10,1% |            |
| Otros          | -71    | n.d.   |            |
| EBIT           | 1.718  | -5,5%  |            |
| BNA            | 983    | 38,5%  | 936        |

\* Cifras en millones de euros

| Principales cifras* | 2015r  | 2016e  | 2017e  | 2018e  | TAMI |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|------|
| Ingresos            | 47.219 | 45.980 | 46.557 | 47.770 | 0%   |
| Margen Bruto        | 72,7%  | 72,4%  | 74,4%  | 74,4%  |      |
| OIBDA               | 11.414 | 14.427 | 15.975 | 15.991 | 12%  |
| Margen OIBDA        | 24,2%  | 31,4%  | 34,3%  | 33,5%  |      |
| EBIT                | 2.897  | 6.304  | 7.825  | 7.806  | 39%  |
| Margen EBIT         | 6,1%   | 13,7%  | 16,8%  | 16,3%  |      |
| BNA                 | 2.745  | 3.084  | 3.730  | 3.775  | 11%  |
| % incremento BNA    |        | 12%    | 21%    | 1%     |      |

\* Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

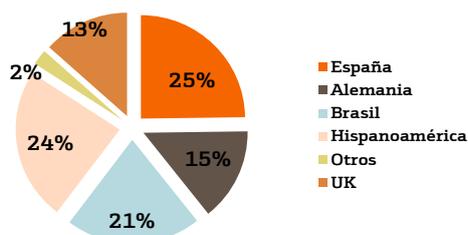
| Ratios           | 2015r  | 2016e  | 2017e  | 2018e  | 2019e  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PER*             | 18,6 x | 14,6 x | 12,0 x | 11,9 x | 11,1 x |
| Rent. dividendo* | 7,3%   | 6,1%   | 4,4%   | 4,6%   | 5,0%   |
| BPA (€/acc)      | 0,55   | 0,62   | 0,75   | 0,76   | 0,81   |
| DPA (€/acc)**    | 0,75   | 0,55   | 0,40   | 0,42   | 0,45   |
| DN/FFPP          | 2,0x   | 2,0x   | 1,8x   | 1,6x   | 1,4x   |
| DN/OIBDA         | 4,8x   | 3,6x   | 3,2x   | 3,1x   | 3,0x   |
| ROE              | 10%    | 11%    | 13%    | 12%    | 12%    |

\*2014 y 2015 con cotización de cierre de año. 2016/17/18 con última cotización

\*\* 2016 considerando pago en efectivo del total del dividendo previsto.

Valoración bajo hipótesis de que un 30% de accionistas acude al scrip

**Distribución de ingresos 9M16**



## TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 8,7 €  
 Recomendación: Vender

*Unos resultados débiles y la ausencia de las tan necesarias desinversiones obstaculizan el saneamiento del balance. La deuda financiera neta cae pero sólo de manera ligera. La necesidad de mantener el rating en grado de inversión deriva en un recorte de la política de dividendo. Con ello, la rentabilidad por dividendo caerá desde el 8,0% actual hasta el entorno del 4,5%. Este escenario confirma nuestras previsiones. Por ello, mantenemos nuestro precio objetivo prácticamente inalterado (realizamos un ajuste fino hasta 8,7€ desde 8,6€ anterior). En cuanto a nuestra recomendación, la mantenemos en Vender. Pese a que la cotización se sitúa ya cerca de nuestro precio objetivo consideramos que existen más riesgos a la baja que potenciales catalizadores.*

**Resultados 3T16:**

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 13.080M€ (-5,9% en términos reportados) vs. 13.106M€ estimado; OIBDA 4.175M€ (-1,0%) vs. 4.062M€ estimado; Margen OIBDA 31,9% (+1,6%); EBIT 1.718M€ (-5,5%); BNA 983M€ (+38,5%) vs. 936M€ estimado y BPA 0,19€ (+44,8%) vs. 0,19€ estimado.

**Análisis y opinión:**

Cifras que batan estimaciones en todas las partidas salvo en ingresos. Sin embargo, siguen ofreciendo signos de debilidad. Nos preocupa la pobre evolución en España. Los ingresos caen (-0,4%) rompiendo la buena evolución en el 1S16 (+5,4%). Alemania y Reino Unido siguen muy penalizadas por la falta de ofertas integradas fijo-móvil frente a los principales competidores de la operadora. Así, sus ingresos caían respectivamente -5,2% y -17,1%, en el caso de Reino Unido penalizados también por la depreciación de la esterlina post-Brexit. Brasil muestra un buen comportamiento (+7,9%) tal y como se esperaba, gracias a la apreciación del real y a la debilidad de sus competidores (especialmente Oi). En el resto de Hispanoamérica sucede lo contrario, los ingresos caen casi un -14%. Esta evolución se reproduce a grandes rasgos a nivel OIBDA.

**El principal problema sigue siendo la deuda**

La deuda neta se reduce -5% desde el 1S16 hasta quedar en 49.984M€. Esto supone un ratio deuda financiera neta sobre OIBDA de 3,1x (tomando el OIBDA de los últimos 12 meses) vs. 3,5x a cierre del 1S16. Sin embargo, este ratio sigue muy alejado del 2,35x objetivo a medio plazo que venía manteniendo la compañía.

**¿Cómo resolver este problema?**

Modificando la política de dividendo. Hasta ahora el dividendo anual estaba fijado en 0,75€/acción. Tras la venta frustrada de O2, se recuperó el pago vía scrip dividend voluntario. Ahora en 2016 repartirá 0,55€/acción: 0,35€ en noviembre de este año mediante scrip voluntario y 0,20€ en efectivo el segundo trimestre de 2017. En 2017 el pago será de 0,40€ totalmente en efectivo: 0,20€ en el 4T17 y 0,20€ en el 2T18. Esto implica, tomando el cierre de ayer, que la rentabilidad por dividendo se reducirá gradualmente desde del 8,1% hasta el entorno del 4,5% en 2017.

En este punto aprovechamos para recordar que nuestra recomendación en los dividendos flexibles es optar por el pago en efectivo.

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

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Belén San José

Eva del Barrio

Ramón Forcada

Jesús Amador

Ana de Castro

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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.

## Conclusiones y valoración

En nuestra opinión, el recorte de dividendo es una decisión lógica en un escenario en el que no se producen las tan necesarias desinversiones de activos. Conviene recordar que hace tan sólo unas semanas la compañía tuvo que abandonar su intención de sacar a bolsa una participación minoritaria de Telxius y la OPV de O2 parece cada vez más lejana. El propio CEO de la filial británica afirmaba poco antes de la presentación de resultados de la matriz que la compañía no está comprometida con ningún calendario y se realizará cuando las condiciones de mercado sean adecuadas. En este sentido, descartaba que la operación se realice este año.

En este escenario, mantener un nivel de rentabilidad por dividendo superior al 8% resultaba insostenible y la necesidad de reducir deuda acuciante. Especialmente para mantener el *rating* dentro del grado de inversión y evitar un repunte de los costes de financiación. Actualmente la calificación de Telefónica está en Baa2/BBB/BBB. La importancia de este asunto ha quedado patente a lo largo de la *conference call* con analistas. Telefónica pasa de mantener un objetivo a medio plazo de DFN/OIBDA de 2,35x para fijar un objetivo de deuda compatible con defender su *rating*. El foco pasa a situarse en la reducción de deuda orgánicamente. La Compañía podría considerar otras alternativas (ventas de activos) pero ésta no es su estrategia fundamental.

Este escenario está en línea con el que veníamos anticipando. En nuestras últimas notas insistíamos en la alta probabilidad de que la Compañía acabara recortando dividendo. De hecho, en nuestro informe del pasado 29/07 fijábamos un dividendo de 0,52€/acción en 2016 y 0,46€/acción en 2017. Por ello, mantenemos prácticamente inalterado nuestro precio objetivo (hacemos un ajuste fino hasta 8,7€ desde 8,6€ anterior). Mantenemos también recomendación en Vender. Pese a que la cotización se sitúa cerca de nuestro precio objetivo, consideramos que existen más riesgos a la baja que potenciales catalizadores. Entre otros asuntos, no prevemos ventas de activos a corto plazo y con ello el endeudamiento se reducirá de manera muy gradual. Por tanto, no es descartable un nuevo recorte de la política de retribución. Todo ello, sin olvidar la debilidad operativa presente en importantes áreas geográficas (Hispanoamérica, Alemania y Reino Unido) junto con el castigo por el efecto divisa, que continuará en próximos meses (Reino Unido e Hispanoamérica).

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

|                              | 2012r  | 2013r  | 2014r  | 2015r  | 2016e  | 2017e  | 2018e  | 2019e  | 2020e  | 2021e  | TAMI'15-'21 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| Ingresos                     | 62.356 | 50.547 | 43.458 | 47.219 | 45.980 | 46.557 | 47.770 | 49.478 | 51.507 | 53.890 | 2%          |
| Margen Bruto                 | 71,0%  | 72,8%  | 73,0%  | 72,7%  | 72,4%  | 74,4%  | 74,4%  | 74,4%  | 74,4%  | 74,4%  |             |
| OIBDA                        | 21.231 | 17.477 | 13.781 | 11.414 | 14.427 | 15.975 | 15.991 | 16.354 | 17.039 | 18.085 | 8%          |
| Margen EBITDA                | 34,0%  | 34,6%  | 31,7%  | 24,2%  | 31,4%  | 34,3%  | 33,5%  | 33,1%  | 33,1%  | 33,6%  |             |
| EBIT                         | 10.798 | 8.861  | 6.350  | 2.897  | 6.304  | 7.825  | 7.806  | 8.116  | 8.725  | 9.670  | 22%         |
| Margen EBIT                  | 17,3%  | 17,5%  | 14,6%  | 6,1%   | 13,7%  | 16,8%  | 16,3%  | 16,4%  | 16,9%  | 17,9%  |             |
| BAI                          | 5.864  | 5.728  | 3.073  | 311    | 3.401  | 4.982  | 5.041  | 5.421  | 6.104  | 7.131  | 69%         |
| BNA                          | 3.928  | 4.593  | 3.001  | 2.745  | 3.084  | 3.730  | 3.775  | 4.060  | 4.571  | 5.340  | 12%         |
| Tasa de variación interanual |        | 16,9%  | -34,7% | -8,5%  | 12,3%  | 21,0%  | 1,2%   | 7,5%   | 12,6%  | 16,8%  |             |

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

La evolución de la P&amp;G en 2016/2017 contempla el impacto de la venta de O2

## Resumen Balance de Situación

|                     | 2012r          | 2013r          | 2014r          | 2015r          | 2016e          | 2017e          | 2018e          | 2019e          | 2020e          | 2021e          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo No Corriente | 104.177        | 89.597         | 99.448         | 91.398         | 92.718         | 94.138         | 95.827         | 97.855         | 100.260        | 103.088        |
| Activo Circulante   | 25.596         | 29.265         | 22.900         | 31.576         | 26.737         | 26.620         | 27.155         | 27.934         | 28.795         | 29.745         |
| <b>Total Activo</b> | <b>129.773</b> | <b>118.862</b> | <b>122.348</b> | <b>122.974</b> | <b>119.455</b> | <b>120.758</b> | <b>122.982</b> | <b>125.789</b> | <b>129.056</b> | <b>132.832</b> |
| FFPP                | 20.461         | 21.185         | 21.135         | 17.891         | 19.477         | 20.782         | 22.481         | 24.308         | 26.365         | 28.768         |
| Minoritarios        | 7.200          | 6.297          | 9.186          | 9.665          | 7.411          | 7.908          | 8.554          | 9.250          | 10.032         | 10.947         |
| Pasivo no corriente | 13.993         | 11.064         | 11.630         | 13.432         | 11.986         | 12.117         | 12.340         | 12.622         | 12.950         | 13.329         |
| Deuda financiera    | 66.853         | 60.699         | 59.782         | 60.070         | 58.882         | 57.603         | 56.335         | 55.189         | 53.969         | 52.545         |
| Pasivo Corriente    | 21.266         | 19.617         | 20.615         | 21.916         | 21.698         | 22.347         | 23.271         | 24.421         | 25.740         | 27.245         |
| <b>Total Pasivo</b> | <b>129.773</b> | <b>118.862</b> | <b>122.348</b> | <b>122.974</b> | <b>119.455</b> | <b>120.758</b> | <b>122.982</b> | <b>125.789</b> | <b>129.056</b> | <b>132.832</b> |

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Jesús Amador Ana de Castro Belén San José Eva del Barrio

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

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

|                                | 2016e               | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | 2021e        | VR      |
|--------------------------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|
| +BNA                           | 3.084               | 3.730        | 3.775        | 4.060        | 4.571        | 5.340        | 105.776 |
| +Amortizaciones                | 8.123               | 8.150        | 8.185        | 8.238        | 8.314        | 8.415        |         |
| +Gastos Financieros *(1-t)     | 2.395               | 2.345        | 2.276        | 2.211        | 2.143        | 2.066        |         |
| - Inversiones en activos fijos | 8.397               | 8.420        | 8.608        | 8.873        | 9.188        | 9.557        |         |
| - Inversiones en circulante    | 428                 | -136         | -123         | -173         | -205         | -241         |         |
| <b>= CFL</b>                   | <b>4.776</b>        | <b>5.941</b> | <b>5.751</b> | <b>5.809</b> | <b>6.045</b> | <b>6.504</b> |         |
| WACC                           | 7,2%                |              |              |              |              |              |         |
| g                              | 1,0%                |              |              |              |              |              |         |
| EV                             | 99.106 M€           |              |              |              |              |              |         |
| - Deuda Neta                   | 51.393 M€           |              |              |              |              |              |         |
| - Minoritarios                 | 7.908 M€            |              |              |              |              |              |         |
| EqV                            | 39.805 M€           |              |              |              |              |              |         |
| Nº acciones                    | 4.975 M             |              |              |              |              |              |         |
| <b>Estimación DCF</b>          | <b>8,0 €/acción</b> |              |              |              |              |              |         |

## Valoración por Suma de Partes

|                        | EV                  | EV/EBITDA equivalente |
|------------------------|---------------------|-----------------------|
| España                 | 47.823              | 10,0 x                |
| Reino Unido            | 10.807              | 6,5 x                 |
| Alemania               | 11.122              | 7,0 x                 |
| Brasil                 | 19.073              | 6,0 x                 |
| Hispanoamérica*        | 17.770              | 5,5 x                 |
| Otros                  | -110                | 6,5 x                 |
| <b>Total</b>           | <b>106.485</b>      |                       |
| - Deuda Neta           | 51.393              |                       |
| - Minoritarios         | 7.908               |                       |
| EqV                    | 47.183              |                       |
| Nº acciones            | 4.975               |                       |
| <b>Estimación SoTP</b> | <b>9,5 €/acción</b> |                       |

\* Latam ex - Brasil

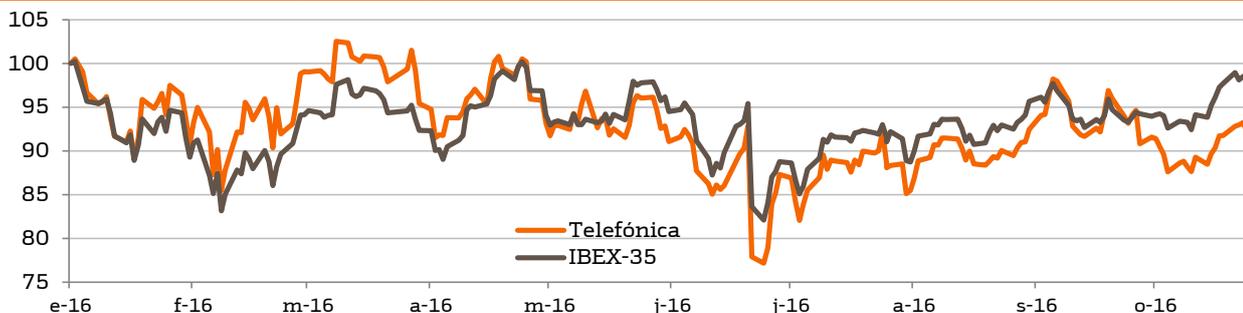
### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **8,7€/acc** empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de 8,0€ a través del primero y de 9,5€ con el segundo. Por tanto, si equiponderamos ambos enfoques llegamos a nuestra valoración final de **8,7€/acc**. Las hipótesis empleadas en el método de descuento de flujo de caja libre operativo se resumen en las tablas adjuntas. Esta valoración implica que el valor carece de potencial.

## Matriz de Sensibilidad de la Valoración por Flujos de Caja

|      |      | Crecimiento Sostenible Esperado (g) |       |       |      |       |       |       |
|------|------|-------------------------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|      |      | 0,25%                               | 0,50% | 0,75% | 1,0% | 1,25% | 1,50% | 1,75% |
| WACC | 6,0% | 10,3                                | 11,2  | 12,1  | 13,1 | 14,2  | 15,4  | 16,8  |
|      | 6,2% | 9,4                                 | 10,1  | 11,0  | 11,9 | 12,9  | 14,0  | 15,2  |
|      | 6,5% | 8,5                                 | 9,2   | 10,0  | 10,8 | 11,7  | 12,7  | 13,7  |
|      | 6,7% | 7,7                                 | 8,3   | 9,0   | 9,8  | 10,6  | 11,5  | 12,4  |
|      | 7,2% | 6,3                                 | 6,8   | 7,4   | 8,0  | 8,7   | 9,4   | 10,2  |
|      | 7,5% | 5,6                                 | 6,1   | 6,7   | 7,2  | 7,8   | 8,5   | 9,2   |
|      | 7,7% | 5,0                                 | 5,5   | 6,0   | 6,5  | 7,1   | 7,7   | 8,3   |
|      | 8,0% | 4,5                                 | 4,9   | 5,3   | 5,8  | 6,3   | 6,9   | 7,5   |
|      | 8,2% | 4,0                                 | 4,3   | 4,8   | 5,2  | 5,7   | 6,2   | 6,7   |

## Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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

Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Jesús Amador Belén San José Eva del Barrio

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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.