

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

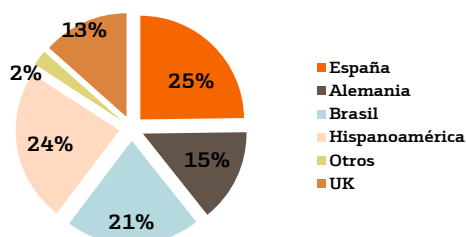
Ratios	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e
PER*	18,6 x	14,6 x	12,0 x	11,9 x	11,1 x
Rent. dividendo*	7,3%	6,1%	4,4%	4,6%	5,0%
BPA (€/acc)	0,55	0,62	0,75	0,76	0,81
DPA (€/acc)**	0,75	0,55	0,40	0,42	0,45
DN/FFPP	2,0x	2,0x	1,8x	1,6x	1,4x
DN/OIBDA	4,8x	3,6x	3,2x	3,1x	3,0x
ROE	10%	11%	13%	12%	12%

*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

* 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&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
Total Activo	129.773	118.862	122.348	122.974	119.455	120.758	122.982	125.789	129.056	132.832
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
Total Pasivo	129.773	118.862	122.348	122.974	119.455	120.758	122.982	125.789	129.056	132.832

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

* 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	
= CFL	4.776	5.941	5.751	5.809	6.045	6.504	
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						
Estimación DCF	8,0 €/acción						

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
Total	106.485	
- Deuda Neta	51.393	
- Minoritarios	7.908	
EqV	47.183	
Nº acciones	4.975	
Estimación SoTP	9,5 €/acción	

* Latam ex - Brasil

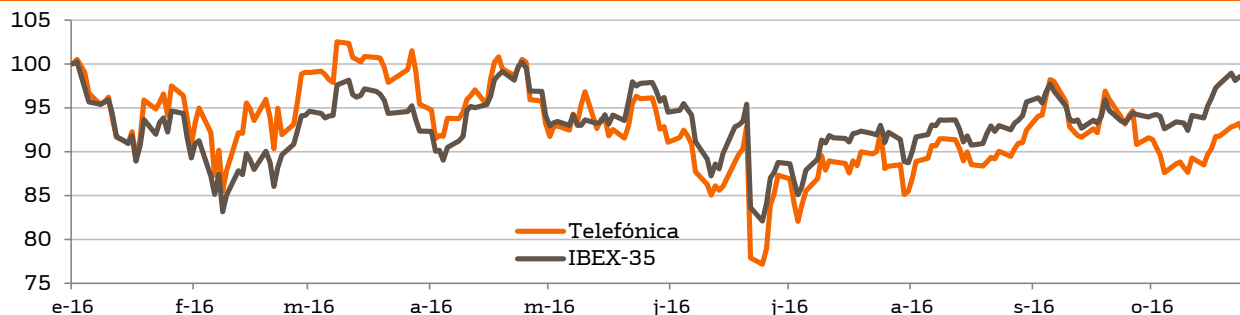
Método de valoración:

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

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,0%	1,25%	1,50%	1,75%
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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

28046 Madrid

* 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.