

Sector: Telecom

Los riesgos están en precio

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 45.925 M€
 Último: 9,12 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 5.038 M acc.
 Min / Max (52 sem): 7,45€ / 10,34€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Principales cifras*	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI
Ingresos	47.219	46.090	46.872	48.288	1%
Margen Bruto	72,7%	72,4%	74,4%	74,4%	
OIBDA	11.414	14.511	16.223	16.398	13%
Margen OIBDA	24,2%	31,5%	34,6%	34,0%	
EBIT	2.897	6.387	8.069	8.204	41%
Margen EBIT	6,1%	13,9%	17,2%	17,0%	
BNA	2.745	3.149	3.918	4.083	14%
% incremento BNA		15%	24%	4%	

* Cifras en millones de euros

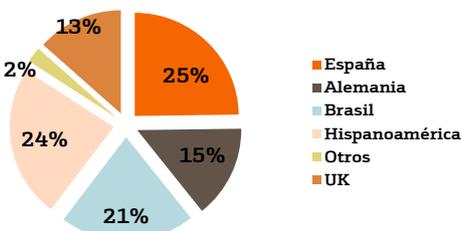
*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Ratios	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e
PER*	18,6 x	14,6 x	11,7 x	11,2 x	10,4 x
Rent. dividendo*	7,3%	6,0%	4,4%	4,9%	5,3%
BPA (€/acc)	0,55	0,63	0,78	0,81	0,88
DPA (€/acc)**	0,75	0,55	0,40	0,45	0,48
DN/FFPP	2,0x	1,9x	1,8x	1,6x	1,4x
DN/OIBDA	4,8x	3,6x	3,2x	3,0x	2,8x
ROE	10%	12%	14%	13%	13%

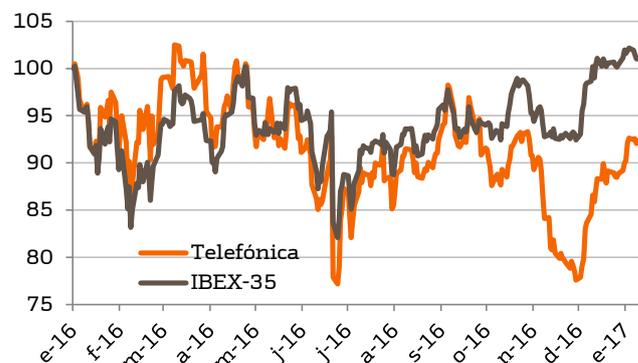
*2014 y 2015 con cotización de cierre de año. 2016/17/18 con última cotización

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

Distribución de ingresos 9M16



Evolución Telefónica vs. Ibex



TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 9,6 €
 Recomendación: Comprar

Elevamos nuestro precio objetivo hasta 9,6€ desde 8,7€ anterior. Consideramos que los principales riesgos a los que se enfrenta el valor están en precio. El obstáculo principal continúa siendo la deuda pero estimamos que irá reduciéndose gradualmente. La mejora de condiciones en Brasil y el recorte de dividendo serán las claves para ello. Ambos factores favorecen el aumento del flujo de caja libre. Con ello se reduce el riesgo a un recorte de rating. Además, nuestras estimaciones nos llevan a unos múltiplos de valoración atractivos en términos relativos. Finalmente, la venta de activos no parece un escenario probable a corto plazo pero tampoco se perfilan riesgos inminentes en el horizonte. Sin olvidar que la rentabilidad por dividendo, en torno al 4,4%, anularía una caída equivalente en precio en caso de un debilitamiento del escenario que contemplamos. Todo ello nos lleva a elevar nuestra recomendación a Comprar desde Vender. Eso sí, advirtiendo que se trata de una decisión táctica. El potencial de revalorización se limita a poco más del +5,0% y, por tanto, es inferior al +8,6% que estimamos para el Ibex en el acumulado de 2017.

Análisis y opinión:

Elevamos nuestro precio objetivo en Telefónica, hasta 9,6€ desde 8,7€. La Compañía cayó -13,8% en 2016, lo que apoyaba el mantenimiento de nuestra recomendación de Venta. Sin embargo, ahora entendemos que su cotización ya refleja los principales retos a los que se enfrenta la Compañía. Principales razones:

- El principal problema de Telefónica continúa siendo la deuda. Sin embargo, nuestras estimaciones contemplan una caída gradual de la misma a lo largo de los próximos ejercicios. El recorte de dividendo y la mejora de actividad en Brasil contribuirán de manera significativa a la generación de flujos de caja libre. De esta forma el ratio de deuda financiera neta sobre OIBDA pasará de 3,6x a cierre de 2016 hasta 2,8x a cierre de 2019. Esto a su vez aleja el temor a un recorte del rating (actualmente Baa3/BBB/BBB). Por lo tanto no estimamos una caída por debajo de grado de inversión que conlleve un aumento del coste financiero (y una reducción por tanto de la generación de flujos de caja libre).

- Brasil irá enderezando su economía a lo largo de los próximos trimestres gracias a: (i) los precios de las materias primas se mantendrán soportados en próximos trimestres gracias a la mejora del ciclo económico y (ii) el real brasileño ha recuperado gran parte del terreno perdido contra el euro en los últimos años. De hecho, cerró 2016 con una apreciación de +25,4%.

- Una rentabilidad por dividendo del +4,4% anularía una caída equivalente en precio en un contexto de mayor debilidad a la que anticipamos.

- Los múltiplos se sitúan a niveles relativamente bajos comparados con el Ibex-35. Así, el PER estimado 2017 de Telefónica asciende a 11,7x vs. 13,8x en el caso del Ibex.

Todo ello nos lleva a establecer una recomendación de Comprar. Eso sí, de manera táctica y no estructural. Si bien estimamos un potencial de alrededor del +5,3% para el valor, nuestro potencial para el Ibex es superior (+8,6%).

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

Ramón Forcada

Rafael Alonso

Belén San José

Eva del Barrio

Jesús Amador

Ramón Carrasco

Ana de Castro

Aránzazu Bueno

Joao Pisco

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.

Cifras en millones de €

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAM15-'21
Ingresos	62.356	50.547	43.458	47.219	46.090	46.872	48.288	50.105	52.160	54.574	2%
<i>Margen Bruto</i>	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	14.511	16.223	16.398	16.846	17.551	18.622	9%
<i>Margen EBITDA</i>	34,0%	34,6%	31,7%	24,2%	31,5%	34,6%	34,0%	33,6%	33,6%	34,1%	
EBIT	10.798	8.861	6.350	2.897	6.387	8.069	8.204	8.591	9.213	10.175	23%
<i>Margen EBIT</i>	17,3%	17,5%	14,6%	6,1%	13,9%	17,2%	17,0%	17,1%	17,7%	18,6%	
BAI	5.864	5.728	3.073	311	3.488	5.232	5.453	5.920	6.625	7.681	71%
BNA	3.928	4.593	3.001	2.745	3.149	3.918	4.083	4.433	4.961	5.752	13%
<i>Tasa de variación interanual</i>		16,9%	-34,7%	-8,5%	14,7%	24,4%	4,2%	8,6%	11,9%	15,9%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

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	92.734	94.199	95.959	98.066	100.548	103.449
Activo Circulante	25.596	29.265	22.900	31.576	26.770	26.712	27.307	28.118	28.987	29.946
Total Activo	129.773	118.862	122.348	122.974	119.504	120.912	123.266	126.185	129.535	133.395
FFPP	20.461	21.185	21.135	17.891	19.529	20.900	22.738	24.733	26.965	29.553
Minoritarios	7.200	6.297	9.186	9.665	7.431	7.953	8.652	9.411	10.261	11.245
Pasivo no corriente	13.993	11.064	11.630	13.432	11.991	12.132	12.369	12.662	12.998	13.385
Deuda financiera	66.853	60.699	59.782	60.070	58.815	57.468	56.054	54.737	53.340	51.722
Pasivo Corriente	21.266	19.617	20.615	21.916	21.737	22.458	23.454	24.643	25.971	27.489
Total Pasivo	129.773	118.862	122.348	122.974	119.504	120.912	123.266	126.185	129.535	133.395

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
+BNA	3.918	4.083	4.433	4.961	5.752	115.485
+Amortizaciones	8.154	8.195	8.255	8.339	8.447	
+Gastos Financieros *(1-t)	2.338	2.262	2.189	2.113	2.027	
- Inversiones en activos fijos	8.469	8.689	8.970	9.289	9.664	
- Inversiones en circulante	-157	-143	-184	-208	-244	
= CFL Operativo	6.098	5.995	6.091	6.331	6.806	
WACC	7,0%					
g	1,0%					
EV	108.145 M€					
- Deuda Neta	51.242 M€					
- Minoritarios	7.953 M€					
EqV	48.950 M€					
Nº acciones	5.038 M					
Estimación DCF	9,7 €/acción					

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **9,6€/acc** empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de **9,7€** a través del primero y de **9,4€** con el segundo. Por tanto, si equiponderamos ambos enfoques llegamos a nuestra valoración final de **9,6€/acc**.

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 +5,3%.

Valoración por Suma de Partes

	EV	EV/EBITDA equivalente
España	53.777	10,0 x
Reino Unido	12.153	6,5 x
Alemania	7.804	7,0 x
Brasil	15.872	6,0 x
Hispanoamérica*	17.185	5,5 x
Otros	-124	6,5 x
Total	106.668	
- Deuda Neta	51.242	
- Minoritarios	7.953	
EqV	47.472	
Nº acciones	5.038	
Estimación SoTP	9,4 €/acción	

* Latam ex - Brasil

Equipo Análisis de Bankinter: Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Rafael Alonso Belén San José Eva del Barrio Jesús Amador
 Ramón Carrasco Ana de Castro Aránzazu Bueno Joao Pisco 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.