

Sector: Telecom

España decepciona y la deuda aumenta pero Latam progresa adecuadamente

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 50.882 M€
 Último: 10,10 €/acc.
 N° Acciones (M.): 5.038 M acc.
 Min / Max (52 sem): 7,45€ / 10,63€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

| Principales cifras* | 2016r | 2017e | 2018e | 2019e | TAMI |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|------|
| Ingresos | 52.036 | 52.518 | 54.006 | 55.796 | 1% |
| Margen Bruto | 70,7% | 71,7% | 71,7% | 72,7% | |
| OIBDA | 15.118 | 15.991 | 16.247 | 17.027 | 2% |
| Margen OIBDA | 29,1% | 30,4% | 30,1% | 30,5% | |
| EBIT | 5.469 | 6.194 | 6.479 | 7.259 | 6% |
| Margen EBIT | 10,5% | 11,8% | 12,0% | 13,0% | |
| BNA | 2.369 | 3.085 | 3.301 | 3.943 | 12% |
| % incremento BNA | | 30% | 7% | 19% | |

* Cifras en millones de euros

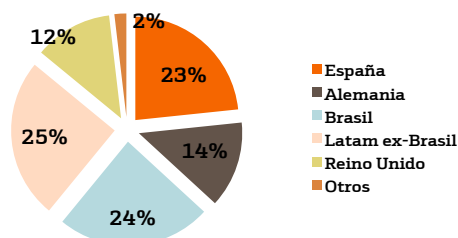
** TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

| Ratios | 2015r | 2016r | 2017e | 2018e | 2019e |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PER* | 82,7 x | 18,8 x | 16,5 x | 15,4 x | 12,9 x |
| Rent. dividendo* | 7,3% | 5,4% | 4,0% | 4,2% | 5,0% |
| BPA (€/acc) | 0,12 | 0,47 | 0,61 | 0,66 | 0,78 |
| DPA (€/acc)** | 0,75 | 0,55 | 0,40 | 0,43 | 0,51 |
| DN/FFPP | 2,1x | 1,9x | 1,8x | 1,8x | 1,6x |
| DN/OIBDA | 4,1x | 3,6x | 3,3x | 3,3x | 3,0x |
| ROE | 2% | 8% | 10% | 11% | 12% |

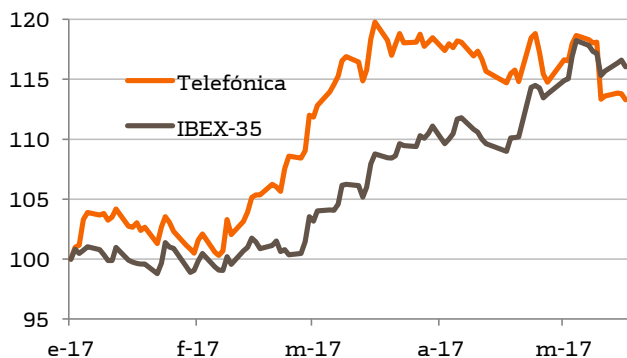
* 2015 y 2016 con cotización de cierre de año. 2017/18/19 con última cotización

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

Distribución de ingresos 1T17



Evolución Telefónica vs. Ibex



TELFÓNICA

Precio Objetivo: 10,35 €

Recomendación: Neutral

Los resultados del primer trimestre resultan decepcionantes. Nos preocupan especialmente dos asuntos: la floja evolución en España y el ligero repunte de la deuda. Es cierto que los ingresos aumentan pero lo hacen gracias a Latam y, en concreto, por la apreciación de las divisas de la región. El resto de áreas, específicamente Reino Unido y Alemania, confirman su debilidad. Con todo ello, la Compañía reitera unos objetivos anuales que nos siguen pareciendo modestos. Por ello, mantenemos nuestro precio objetivo en 10,35€ pero recortamos recomendación a Neutral desde Comprar. El potencial desde estos niveles es escaso +3,0%. Aunque la rentabilidad por dividendo se mantiene alrededor del 4%. ¿Qué podría llevarnos a mejorar nuestra recomendación? La confirmación de la venta/salida a bolsa de una participación minoritaria de O2 a un precio atractivo.

Las cifras del 1T17 muestran importantes sombras...

Ingresos 13.132M€ (+5,0% en términos reportados) vs. 13.187M€ estimado; OIBDA 4.021M€ (+4,8%) vs. 4.057M€ estimado; Margen OIBDA 30,6% (+0,1%); EBIT 1.570M€ (+3,6%) por encima de 1.411M€ estimado; BNA 779M€ (42,2%) vs. 649,5M€ estimado y BPA 0,14€ (+48,8%) vs. 0,195€ estimado. Por tanto, resultados que tan solo baten estimaciones a nivel de EBIT y BNA. Como esperábamos, el desglose muestra un buen desempeño en Brasil, cuyos ingresos crecen +30,2%, y en el resto de Latam (+7,6%). Esta evolución es, eso sí, muy dependiente de la evolución de las divisas de la región. En conjunto, el forex explica un 3,7% del 5% total de avance de ingresos. Sin embargo, nos sorprende el retroceso en España (-2,6%) mientras Reino Unido (-8,6%) y Alemania (-4,7%) confirman su debilidad. También decepciona el aumento de la deuda financiera neta hasta 48.766M€ (+0,35%). Nuestras estimaciones contemplaban una caída ligera de esta partida desde cierre de 2016.

Tras estos resultados la Compañía reitera sus objetivos anuales, que son más bien modestos: ingresos estables respecto a 2016, expansión de hasta +1% en margen OIBDA y Capex sobre Ventas ex-espectro sobre el 16%.

... y nos impiden mejorar nuestra valoración

Mantenemos nuestro precio objetivo en 10,35€ pero recortamos nuestra recomendación a Neutral desde Comprar. El potencial desde los niveles actuales es reducido, +3,0%. Conviene recordar que desde que pusimos el valor en Comprar, el pasado 13 de enero, se ha revalorizado un +8,7%. Si bien, debemos considerar una rentabilidad por dividendo que se mantiene sobre el 4% y ofrece un colchón ante potenciales caídas del valor.

¿Qué podría llevarnos a mejorar recomendación?

El anuncio de la desinversión en O2. Escenario al que asignamos una probabilidad superior al 50%. Esta operación aceleraría el proceso de desapalancamiento en el que se encuentra inmersa la Compañía.

Fuera de este escenario, seguimos pensando que Telefónica conseguirá reducir su deuda, pero de manera muy gradual, gracias a: (i) unas menores inversiones y un menor dividendo y (ii) las recientes operaciones de refinanciación favorecen una reducción del coste medio de la deuda. Todo ello, aleja el temor a un recorte de *rating* o a una reducción adicional del dividendo.

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Belén San José Ana de Castro

Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Ana Achau (Asesoramiento)

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

Cifras en millones de €

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

| | 2012r | 2013r | 2014r | 2015r | 2016r | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | TAMI'16-21 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| Ingresos | 62.356 | 50.547 | 50.377 | 54.916 | 52.036 | 52.518 | 54.006 | 55.796 | 58.047 | 60.474 | 3% |
| <i>Margen Bruto</i> | 71,0% | 72,8% | 69,9% | 69,9% | 70,7% | 71,7% | 71,7% | 72,7% | 72,7% | 72,7% | |
| OIBDA | 21.231 | 17.477 | 15.515 | 13.229 | 15.118 | 15.991 | 16.247 | 17.027 | 17.704 | 18.613 | 4% |
| <i>Margen EBITDA</i> | 34,0% | 34,6% | 30,8% | 24,1% | 29,1% | 30,4% | 30,1% | 30,5% | 30,5% | 30,8% | |
| EBIT | 10.798 | 8.861 | 6.967 | 3.525 | 5.469 | 6.194 | 6.479 | 7.259 | 7.906 | 8.753 | 10% |
| <i>Margen EBIT</i> | 17,3% | 17,5% | 13,8% | 6,4% | 10,5% | 11,8% | 12,0% | 13,0% | 13,6% | 14,5% | |
| BAI | 5.864 | 5.728 | 3.635 | 906 | 3.245 | 4.146 | 4.436 | 5.298 | 6.026 | 6.956 | 16% |
| BNA | 3.928 | 4.593 | 3.001 | 616 | 2.369 | 3.085 | 3.301 | 3.943 | 4.485 | 5.177 | 17% |
| <i>Tasa de variación interanual</i> | | 16,9% | -34,7% | -79,5% | 284,6% | 30,2% | 7,0% | 19,4% | 13,7% | 15,4% | |

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

| | 2012r | 2013r | 2014r | 2015r | 2016r | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Act No Corriente | 104.177 | 89.597 | 99.448 | 101.614 | 103.667 | 103.095 | 102.787 | 102.841 | 103.216 | 103.908 |
| Act Circulante | 25.596 | 29.265 | 22.900 | 18.715 | 19.974 | 19.514 | 20.101 | 20.679 | 21.514 | 22.383 |
| Total Activo | 129.773 | 118.862 | 122.348 | 120.329 | 123.641 | 122.609 | 122.888 | 123.520 | 124.731 | 126.292 |
| FFPP | 20.461 | 21.185 | 21.135 | 15.771 | 18.157 | 19.227 | 20.382 | 21.763 | 23.332 | 25.144 |
| Minoritarios | 7.200 | 6.297 | 9.186 | 9.665 | 10.228 | 10.653 | 9.323 | 9.954 | 10.672 | 11.501 |
| Pasivo no corriente | 13.993 | 11.064 | 11.630 | 13.392 | 14.193 | 12.528 | 12.556 | 12.621 | 12.745 | 12.904 |
| Deuda financiera | 66.853 | 60.699 | 59.782 | 60.087 | 60.361 | 60.129 | 60.026 | 57.943 | 55.935 | 53.820 |
| Pasivo Corriente | 21.266 | 19.617 | 20.615 | 21.414 | 20.702 | 20.073 | 20.600 | 21.239 | 22.047 | 22.922 |
| Total Pasivo | 129.773 | 118.862 | 122.348 | 120.329 | 123.641 | 122.609 | 122.888 | 123.520 | 124.731 | 126.292 |

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

| | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | VR |
|---------------------------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|
| +BNA | 3.085 | 3.301 | 3.943 | 4.485 | 5.177 | 123.443 |
| +Amortizaciones | 9.797 | 9.768 | 9.767 | 9.797 | 9.860 | |
| +Gastos Financieros *(1-t) | 1.714 | 1.703 | 1.630 | 1.556 | 1.478 | |
| - Inversiones en activos fijos | 9.389 | 9.621 | 9.900 | 10.251 | 10.630 | |
| - Inversiones en circulante | -646 | -166 | -245 | -253 | -273 | |
| = CFL Operativo | 5.852 | 5.317 | 5.685 | 5.840 | 6.159 | |
| WACC | 6,0% | | | | | |
| g | 1,0% | | | | | |
| EV | 116.302 M€ | | | | | |
| - Deuda Neta | 53.267 M€ | | | | | |
| - Minoritarios | 10.653 M€ | | | | | |
| EqV | 52.382 M€ | | | | | |
| Nº acciones | 5.038 M | | | | | |
| Estimación DCF | 10,40 €/acción | | | | | |

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 10,35€/acc empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de 10,40€ a través del primero y de 10,29€ 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 +3%.

Valoración por Suma de Partes

| | EV | EV/EBITDA equivalente |
|------------------------|-----------------------|-----------------------|
| España | 47.249 | 10,0 x |
| Reino Unido | 11.750 | 6,5 x |
| Alemania | 13.283 | 7,0 x |
| Brasil | 23.570 | 6,0 x |
| Hispanoamérica* | 20.227 | 5,5 x |
| Otros | -296 | 6,5 x |
| Total | 115.783 | |
| - Deuda Neta | 53.267 | |
| - Minoritarios | 10.653 | |
| EqV | 51.864 | |
| Nº acciones | 5.038 | |
| Estimación SoTP | 10,29 €/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 Eva del Barrio Belén San José Ana de Castro

Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Ana Achau (Asesoramiento)

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