

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

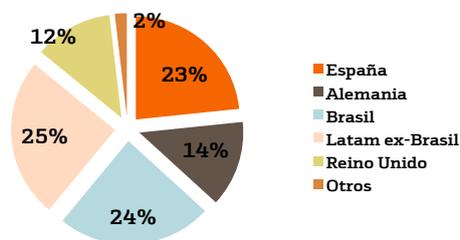
** TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

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%

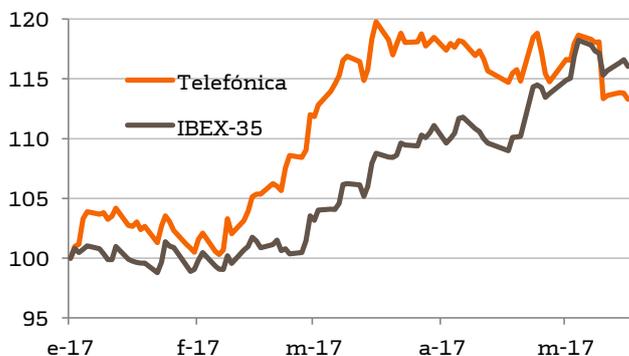
* 2015 y 2016 con cotización de cierre de año. 2017/18/19 con última cotización

** 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 batieron 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