Riesgos y oportunidades equilibrados en un entorno de bajo crecimiento y rentabilidad.

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 6,0 €
Recomendación: Neutral
Analista: Elena Fernández-Trapiella

Los resultados del 1T20 acusan el impacto del covid-19 aunque de manera más moderada que en otros sectores. En el contexto actual el grupo se focaliza en la gestión del Cash Flow Libre para preservar el pago del dividendo, mediante la probable reducción de inversiones. El dividendo se mantiene en 0,4€/acción. La creación de una Joint Venture con Liberty Global en R. Unido es positiva pero no reduce el nivel de apalancamiento, uno de los principales lastres del grupo. A largo plazo, el potencial de crecimiento estructural es bajo, la competencia elevada por parte de operadores más ágiles en los distintos negocios donde opera el grupo y la capacidad de maniobra limitada. El entorno actual dificulta la venta de activos no estratégicos a precios adecuados. Mantenemos recomendación de Neutral y rebajamos el P. Objetivo hasta 6,0 €.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	20.425 M€
Último:	3,99 €/acc.
Nº Acciones(M.):	5.119 M acc.
Min / Max (52 sem):	5,86€ / 7,9€
Cód. Reuters / Bloomberg:	TEF.MC / TEF SM

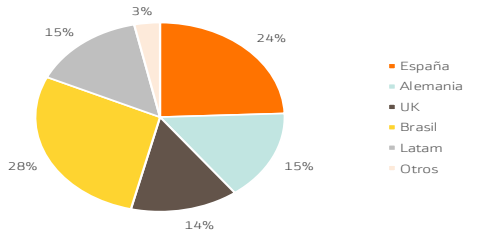
Ev. Trimestre (M€)	1T20	1T19	Var. a/a	Est.
Ingresos	11.366	11.979	-5,1%	18.679
OIBDA	3.760	4.264	-11,8%	3.837
Margen OIBDA	*33,1%*	*35,6%*	-2,5p.p.	
EBIT	1.091	1.650	-33,9%	
BNA	406	926	-56,2%	582
OIBDA-CAPEX	2.275	2.707	-16,0%	
Margen OIBDA-CAPEX	*20,0%*	*22,6%*		

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
PER*	36,6 x	6,6 x	6,7 x	6,4 x
Rent. dividendo*	6,4%	10,0%	10,0%	10,0%
BPA (€/acc)	0,17	0,60	0,60	0,62
DPA (€/acc)	0,40	0,40	0,40	0,40
DN/FFPP	1,8x	2,1x	2,2x	2,0x
DN/OIBDA	3,0x	2,8x	3,1x	3,0x
ROE	4,5%	14,5%	13,6%	13,1%

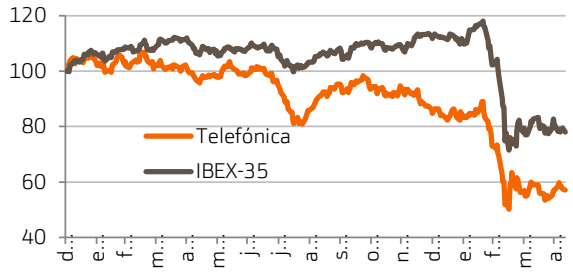
**2019 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización*

Magnitudes (M€)	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	48.422	45.376	44.600	45.123
OIBDA	15.119	15.521	15.405	15.575
Margen OIBDA	*31,2%*	*34,2%*	*34,5%*	*34,5%*
EBIT	4.537	5.885	6.049	6.344
BNA	1.142	2.182	2.297	2.486
OIBDA-CAPEX	6.335	8.261	8.269	8.355
Margen OIBDA-CAPEX	*13,1%*	*18,2%*	*18,5%*	*18,5%*
DFN	45.123	44.754	45.924	43.998
DFN/EBITDA	3,0	2,9	3,0	2,8

Desglose OIBDA 2019



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Debilidad operativa en 1T20 pero mantiene dividendo

Débiles resultados 1T20. Los ingresos y márgenes descienden y la deuda aumenta. Los Ingresos caen -1,3% en términos orgánicos, mostrando evolución mixta en los 4 mercados clave (España -1,6%; Brasil -1,4%; Alemania +3,8; R. Unido +1,5%). El OIBDA cede -1,7% orgánicamente, reduciendo el margen -0,1p.p hasta 33,1%. El OIBDA-CAPEX asciende a 2.275 M€, -3,8%. **La evolución en los 4 mercados clave es más resiliente**: Ingresos +0,1%, OIBDA +0,8%, OIBDA-CAPEX +3,2%. **La Deuda Neta Financiera aumenta** 479 M€ en **hasta 38.223 M€** (44.754 M€ incluyendo arrendamientos).

Se abandonan los objetivos financieros fijados para 2020 (ingresos, OIBDA y (OIBDA-CapEx)/Ingresos estables). El grupo seguirá centrándose en la **estabilidad del OIBDA-CapEx**. Espera un crecimiento orgánico de OIBDA-CapEx en 2020 de ligeramente negativo a estable. En el medio plazo, los objetivos financieros de 2022 se reiteran (crecimiento de ingresos y +2 p.p. del ratio (OIBDA-CapEx)/Ingresos). **Confirma el dividendo anunciado para 2020 de 0,4 €/acción.**

Telefónica ha anunciado la **fusión de su filial en R. Unido con Liberty Global.** La nueva compañía se convierte en un operador integrado (móvil, banda ancha, vídeo, B2B) con un valor de empresa (EV) de 38.000M€. **Telefónica percibirá 2.500M€** para igualar las participaciones en la nueva compañía. A medio plazo, Telefónica espera percibir 5.500M€/5.800M€ apalancando la nueva compañía hasta 4x/5x OIBDA. Telefónica UK dejará de consolidarse en las cuentas del grupo situando la DFN en 3,2x OIBDA (vs 3,0x previo).

Perspectivas de medio plazo

A pesar de una rentabilidad por dividendo elevada (9,3%), el potencial de crecimiento estructural es reducido y la reducción de la deuda progresa lentamente. **El Cash Flow libre se preserva a base de reducir inversiones para mantener el dividendo pero esto resta competitividad al grupo en el largo plazo. Los riesgos y oportunidades siguen equilibrados y justifican nuestra recomendación de Neutral.**

Por el lado positivo: (i) A pesar de crecimientos orgánicos muy moderados, **mejoras de eficiencia permitirán una generación de OIBDA-CapEx suficiente para reducir muy lentamente la deuda.** Los ingresos orgánicos crecen una media de +2,6% en los últimos 4 años, el OBIDA +3,9% y el OIBA-CAPEX +6,5%. El Margen OIBDA ha aumentado desde 29,1% en 2016 hasta 31,2% en 2019. **(ii) Posibilidad de extraer valor de las filiales** a través de ventas (Telxius, JV en R. Unido, venta de negocio en Latam).

Por el lado negativo: (i) El potencial de crecimiento estructural es moderado, inferior al del PIB global. (ii) En el entorno actual **posibles nuevas operaciones tienen mayor riesgo de retraso** y/o menor valoración. La ejecución del Plan Estratégico se dificulta y los avances tardarán más en llegar. **(iii) El ROE (6,5%) apenas supera ligeramente el coste ponderado del capital (5,6%).**

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI'19-'24
Ingresos	52.036	52.008	48.693	48.422	45.376	44.600	45.123	37.657	37.886	*-5%*
OIBDA	15.118	16.187	15.571	15.119	15.521	15.405	15.575	13.149	13.223	*-3%*
Margen OIBDA	*29,1%*	*0,0%*	*31,1%*	*0,0%*	*32,0%*	*0,0%*	*31,2%*	*0,0%*	*35,3%*	
EBIT	5.469	6.791	6.522	4.537	5.885	6.049	6.344	5.560	5.636	*4%*
Margen EBIT	*10,5%*	*0,0%*	*13,1%*	*0,0%*	*13,4%*	*0,0%*	*9,4%*	*0,0%*	*13,9%*	
BAI	3.245	4.597	5.571	2.718	3.778	3.976	4.304	3.787	3.823	*7%*
BNA	**2.369**	**3.132**	**3.331**	**1.142**	**2.182**	**2.297**	**2.486**	**2.187**	**2.208**	*14%*
Tasa de variación interanual		*32,2%*	*6,4%*	*-65,7%*	*91,1%*	*5,3%*	*8,3%*	*-12,0%*	*1,0%*	
Margen OIBDA-CAPEX	*11,4%*	*13,8%*	*14,3%*	*15,4%*	*18,2%*	*18,5%*	*18,5%*	*18,9%*	*16,9%*	

**: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento*

Resumen Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Act No Corriente	103.667	95.135	90.707	94.549	89.439	89.438	89.522	88.454	93.352
Act Circulante	19.974	19.931	23.340	24.328	22.513	19.322	19.568	17.391	18.375
Total Activo	**123.641**	**115.066**	**114.047**	**118.877**	**111.952**	**108.759**	**109.090**	**105.846**	**111.727**
FFPP	18.157	16.920	17.947	17.118	14.135	15.171	16.324	14.019	11.771
Minoritarios	10.228	9.698	9.033	8.332	7.339	7.761	8.351	7.171	6.022
Pasivo no corriente	14.193	13.050	10.194	11.394	10.647	11.041	11.075	10.745	11.342
Deuda financiera	60.361	55.746	54.702	59.590	59.699	56.631	54.951	57.882	65.805
Pasivo Corriente	20.702	19.652	22.171	22.443	20.132	18.156	18.389	16.028	16.786
Total Pasivo	**123.641**	**115.066**	**114.047**	**118.877**	**111.952**	**108.759**	**109.090**	**105.846**	**111.727**

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
EBIT	6.791	6.522	4.537	5.885	6.049	
Impuesto sobre sociedades	-2.037	-1.957	-1.361	-1.766	-1.815	
NOPAT	4.754	4.565	3.176	4.120	4.235	
Amortizaciones	9.636	9.356	9.231	7.588	7.587	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	-7.260	-7.136	-7.220	-6.025	-6.819	
Variación de fondo de maniobra	-4	-224	73	-867	-556	
= CFL Operativo	7.125	6.561	5.260	4.816	4.446	59.748

WACC	5,8%	
g	0,5%	
EV	83.980	M€
- Deuda Neta	-45.123	M€
- Minoritarios	-8.332	M€
EqV	30.525	M€
Nº acciones	5.119	M
Estimación DCF	**6,0**	**€/acción**

Método de valoración:
Fijamos nuestro precio objetivo a través de un descuento de flujos de caja libre. Empleamos a este efecto las hipótesis detalladas en las tablas adjuntas. Con ello, nuestro precio objetivo queda en 6,0€ y nuestra recomendación en Neutral.

Matriz Sensibilidad

	Crecimiento Sostenible Esperado (g)				
WACC	1,00%	0,75%	0,50%	0,25%	0,00%
4,80%	11,6	10,6	9,6	8,8	8,1
5,30%	9,1	8,3	7,6	7,0	6,4
5,80%	7,2	6,5	**6,0**	5,4	5,0
6,30%	5,6	5,1	4,6	4,2	3,8
6,80%	4,3	3,8	3,5	3,1	2,8
7,30%	3,1	2,8	2,5	2,2	1,9

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis

- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: Link a los informes de compañías

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabrero- Seguros
Rafael Diogo- Portugal
Susana André – Portugal, Assistant
Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Analista
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Joao Pisco- Portugal
Ignacio Montes- Analista
Andrea Cardalliaguet – Analista

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable