

**SECTOR : Telecomunicaciones**RECOMENDACIÓN : **Vender**PRECIO OBJETIVO : **8,9€**

**SÍNTESIS DE NUESTRA OPINIÓN:** El bloqueo a la venta de O2 por parte de la Comisión Europea abre un escenario incierto e invita a la prudencia. Por ello, situamos nuestra recomendación en Vender (desde Neutral) y recortamos nuestro precio objetivo hasta 8,9€ (desde 10,7€).

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y notas publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre **TELEFÓNICA**.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible, incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto recoge la información que más debe ser tenida en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

---

**NOTAS RECIENTES PUBLICADAS SOBRE TELEFÓNICA**


---

**09/06/2016**

**Planea vender Telefé.-** La compañía ha reactivado la venta de Telefé, su empresa de televisión en abierto en Argentina. **OPINIÓN:** Se trata de una noticia que no nos sorprende. Telefé es un activo no estratégico para Telefónica y en este sentido es un objetivo lógico de venta. De hecho, esta operación se encuadraría entre las posibles desinversiones que podría hacer la compañía tras la frustrada venta de O2. Conviene recordar que Telefónica necesita buscar vías para reducir su elevado endeudamiento, superior a 50.000M€ en términos netos (DFN/OIBDA de 4,8x).

**06/06/2016**

**Podría lanzar un servicio de banca móvil en España.-** **OPINIÓN:** Aunque no hay confirmación sobre este asunto, se trataría de una decisión que no nos sorprendería. Por un lado, la compañía replicaría en España un servicio que ya ha implementado en Alemania, O2 Banking. Por otra parte, con esta estrategia trataría de competir con Orange que ya ha anunciado el lanzamiento de OrangeBank. Finalmente, hay que tener en cuenta que este tipo de servicios está atrayendo un creciente interés por parte de las operadoras puesto que implica aumentar la fidelización de clientes ya que dificulta su cambio a un competidor. Por todo ello, estimamos un impacto neutral de esta noticia sobre el valor.

**27/05/2016**

**Cambios en la cúpula directiva.-** José María Álvarez-Pallete va a acometer su primera remodelación de la cúpula directiva de la operadora. Se trata de una remodelación parcial, pero en ella ya se aprecian algunos de las tendencias que van a constituir parte sustancial de su mandato. Destacar: i) la gestión del gobierno corporativo, más alineada

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Jesús Amador

Belén San José

Eva del Barrio

Ana de Castro

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativas/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativas/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.<http://broker.bankinter.com/><http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

con los estándares internacionales anglosajones. Esto se materializará en la creación de un director de cumplimiento (*chief compliance officer*), cargo para el que ha sido designado Manuel Crespo; ii) el nombramiento de Chema Alonso, como nuevo *chief data officer* (CDO) en sustitución de Ian Small, que deja el grupo. Y, iii) Juan Francisco Gallego pasará a dirigir la oficina de auditoría interna (*chief audit officer*) en sustitución del actual responsable, Ignacio Cuesta, que abandona el grupo. **OPINIÓN:** Tras el nombramiento de Pallete como Presidente (8 de abril) era lógico y esperable cambios. Lo razonable es que esta remodelación sea la primera oleada y, a medio plazo, conoceremos más. Estas noticias apenas tendrán impacto en la cotización.

24/05/2016

**Prepara el equipo de asesores y el calendario para la salida a bolsa de Telxius.-** Telefónica ha contratado a BBVA y Caixabank, sus 2 principales accionistas, como coordinadores globales para la salida a bolsa de Telxius, la filial que agrupará diversos activos de infraestructuras: inicialmente 15.000 torres (11.000 en España y 4.000 de otros mercados como Alemania y Brasil) y 31.000 km de fibra óptica y en el futuro, centros de proceso de datos. Fuentes del mercado estiman que Telefónica prevé obtener entre 1.500 M.€ y 2.500 M.€ en la salida a bolsa de un 40% del capital, lo que supondría valorar la compañía en un rango 3.750 M.€ / 6.250 M.€. El calendario preliminar que se baraja para la operación es celebrar la presentación a analistas el 31 de mayo, iniciar el road show el 7 de julio y que la compañía esté cotizando a mediados de julio. **OPINIÓN:** La salida a bolsa de Telxius es una de las operaciones que Telefónica tiene en marcha para reducir su endeudamiento, que actualmente supera los 50.000 M.€ (equivalente a un ratio Deuda Neta / Oibda de 4,8x) y permitiría cristalizar el valor de la filial de infraestructuras, al igual que hizo Abertis con la salida a bolsa de Cellnex. No obstante, la venta de Telxius no permite compensar por completo el veto de la Comisión Europea a la venta de O2 a Hutchinson Wampoa por 10.250 M.GBP.

23/05/2016

**Telefónica pone a la venta TSA.-** Telefónica ha puesto a la venta su filial Telefónica Servicios Audiovisuales (TSA). **TSA ofrece soluciones integrales para producción de programas de televisión o difusión y transmisión de señales de audio y vídeo**, entre otras actividades. El precio de venta podría rondar los 60M€. **OPINIÓN:** Esta operación se encuadraría entre las posibles desinversiones que podría hacer la compañía tras la frustrada venta de O2. Sin embargo, no es suficiente para reducir la deuda del grupo, superior a 50.000M€ en términos netos (DN/OIBDA de 4,8x).

18/05/2015

**S&P recorta la perspectiva a estable desde positiva pero mantiene el rating en BBB.-** **OPINIÓN:** Esta acción se une a la ya anunciada por Moody's hace unos días (que recortó perspectiva a negativa desde estable y mantuvo el rating en Baa2) y responde al bloqueo de la operación de venta de O2. Telefónica tendrá ahora más dificultades para reducir endeudamiento y ésta es la razón principal tras estos recortes. Esta decisión está en línea con nuestro racional para rebajar recomendación y precio objetivo al valor. De hecho, en nuestra última [nota](#) de los tres motivos fundamentales que citábamos para tomar esta decisión mencionábamos el alto endeudamiento y la posibilidad de que éste llevara a un recorte de *rating* (y al consiguiente aumento del coste de financiación).

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José

Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/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.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

17/05/2016

**Nuevos candidatos a comprar O2.-** Según diferentes medios, el CEO de la filial británica, Ronan Dunne, podría estar interesado en lanzar una oferta de compra por O2 junto con varios fondos de capital riesgo. **OPINIÓN:** Se trata de una muestra más de interés por esta filial que se une a las que hemos ido conociendo estos días. En este sentido, a finales de la semana pasada crecían las especulaciones sobre el interés de KKR, Apax Partners y CVC Capital Partners en adquirir O2. El principal problema en todos estos casos estará en el precio de compra ofrecido por este activo, que será sin duda menor a la oferta de Hutchison principalmente por dos motivos: (i) por un lado las sinergias que hubiera obtenido con la operación Hutchison difícilmente las obtendrá ningún otro comprador. (ii) Por otro lado, la necesidad de conseguir fondos por parte de Telefónica para reducir su deuda y la conocida reticencia de la Comisión Europea para aprobar operaciones que impliquen una reducción de competencia, presionarán a la baja el precio de la oferta. En concreto, parece que la oferta de Dunne alcanzaría los 8.500MGBP (10.800M€), lo cual supone un recorte frente a la oferta de Hutchison de alrededor de un 17%. En este entorno, mantenemos nuestra recomendación de Vender y precio objetivo de 8,9€ hasta que se reduzca la incertidumbre sobre este asunto y tengamos mayor claridad sobre cómo la compañía va a conseguir cumplir su objetivo de reducir endeudamiento. Eso sí, tal y como comentamos en nuestra última [nota](#), podríamos considerar volver a situar al valor en Neutral con precio objetivo en 10,7€ si la compañía consiguiera presentar un plan equivalente en fondos (13.000M€) a la venta de O2.

---

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Jesús Amador

Belén San José

<http://broker.bankinter.com/>

Eva del Barrio

Ana de Castro

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/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.

Sector: Telecom

**El bloqueo de la venta de O2 pone en peligro los objetivos estratégicos**

## TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 8,9 €  
Recomendación: Vender

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 45.919 M€  
Último: 9,23 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 4.975 M acc.  
Min / Max (52 sem): 8,5€ / 14,30€  
Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Principales cifras*	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI
Ingresos	47.219	45.325	45.377	46.681	0%
Margen Bruto	72,7%	73,4%	74,4%	74,4%	
OIBDA	11.414	13.946	14.743	14.817	9%
Margen OIBDA	24,2%	30,8%	32,5%	31,7%	
EBIT	2.897	5.827	6.596	6.623	32%
Margen EBIT	6,1%	12,9%	14,5%	14,2%	
BNA	2.745	2.386	2.583	2.605	-2%
% incremento BNA		-13%	8%	1%	

\* Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

\* Proyecciones sujetas a una mayor incertidumbre ante el nuevo escenario

Detalle cifras	1T15	1T16	Var. %
Ingresos	11.543	10.784	-6,6%
España	2.878	3.126	8,6%
Alemania	1.901	1.858	-2,3%
Brasil	2.794	2.431	-13,0%
Hispanoamérica*	3.665	3.054	-16,7%
Otros	305	315	3,3%
OIBDA	3.618	3.376	-6,7%
España	1.282	1.266	-1,2%
Alemania	408	392	-3,9%
Brasil	840	805	-4,2%
Hispanoamérica*	1.127	866	-23,2%
Otros	-38	47	
EBIT	1.511	1.340	-11,3%
BNA	1.802	776	-56,9%

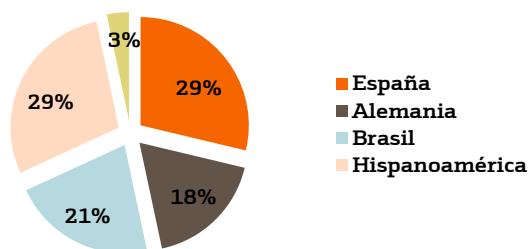
\*Latam ex Brasil

Ratios	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e
PER*	18,6 x	19,2 x	17,8 x	17,6 x	13,9 x
Rent. dividendo*	7,3%	8,1%	3,9%	4,0%	5,0%
BPA (€/acc)	0,55	0,48	0,52	0,52	0,66
DPA (€/acc)	0,75	0,75	0,36	0,37	0,46
DN/FFPP	2,0x	2,3x	2,0x	1,9x	1,8x
DN/OIBDA	4,8x	3,7x	3,3x	3,3x	3,0x
ROE	10%	10%	11%	10%	13%

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

\* Proyecciones sujetas a una mayor incertidumbre ante el nuevo escenario

Distribución geográfica de ingresos tras salida de R. Unido



Según estimaciones Bankinter

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

Ramón Carrasco Pilar Aranda Rafael Alonso Belén San José Eva del Barrio

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombredisclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

**El bloqueo a la venta de O2 por parte de la Comisión Europea abre un escenario incierto e invita a la prudencia. Por ello, actuamos como veníamos avisando: recortamos recomendación a Vender desde Neutral y recortamos nuestro precio objetivo hasta 8,9€ desde 10,7€.**

**Escenario actual: la Comisión Europea sigue los pasos de las autoridades británicas y rechaza la venta de O2**

Telefónica acordó la venta de su filial en Reino Unido, O2, a Hutchison Whampoa por 10.250M GBP (unos 13.000M€). La operación estaba en manos de la Comisión Europea que finalmente, ante la importante reducción de competencia que implicaba, ha decidido hoy no autorizarla.

**¿Por qué era tan importante esta operación?**

Por tres motivos fundamentalmente:

(i) **La reducción de la deuda.** La deuda financiera neta de la Compañía supera los 50.000M€ en términos netos, equivalente a un ratio deuda financiera neta sobre OIBDA de 4,8x en 2015. Con la venta de O2, Telefónica buscaba reducir este ratio hasta el entorno de 2,37x en el medio plazo, algo que ahora se antoja realmente complicado de conseguir.

(ii) **La sostenibilidad del dividendo.** La Compañía había fijado como objetivo el pago de un dividendo de 0,75€ por acción en efectivo en 2016 vinculado al éxito de esta operación. Ahora, al no mejorar la posición de deuda neta tampoco se reducirán los gastos financieros por lo que no se liberarán fondos para pagar dividendos en efectivo. Por ello, Telefónica se verá obligada a recuperar la fórmula del *scrip dividend*, de tal manera que el segundo pago de esos 0,75€ (previsto para noviembre) lo realizará vía acciones. Además, con este desenlace, se dificulta de manera significativa el mantenimiento en los próximos ejercicios del dividendo en este nivel.

(iii) **El mantenimiento del actual rating** (actualmente Baa2/BBB/BBB+). Asunto muy importante porque un recorte implicaría un aumento del coste de financiación.

**¿Existe un Plan B?**

La Compañía insiste en que baraja múltiples alternativas para paliar los efectos negativos de este bloqueo. Entre ellos, una posible salida a bolsa de Telxius (¿un 30%?, eso implicaría unos 2.300M€); desinversiones en activos no estratégicos; la venta de O2 a otro competidor (¿Liberty? ¿Sky?), la salida a bolsa de la filial o incluso mantener el negocio en Reino Unido. Eso sí, por el momento no tenemos más detalles ni estimaciones en cuanto al posible importe de estas operaciones.

Según nuestras estimaciones, dentro de los diferentes escenarios, si finalmente se cerrara un plan alternativo compuesto de un conjunto de operaciones más pequeñas y se consiguieran fondos por unos 9.000M€ (2.300M€ por Telxius + 5.000M€ por venta parcial de O2 + 1.740M€ por ahorro en dividendo) el precio objetivo quedaría en el entorno de los 8,9€. Sin embargo, si el importe se redujera a los 5.000M€ (2.300M€ por Telxius + 1.740M€ por ahorro de dividendo + 1.000M€ por desinversión de activos) el precio objetivo caería hasta el entorno de los 8,0€. Otorgamos más probabilidad al primer escenario y, por ello, fijamos nuestro precio objetivo en este umbral.

Ahora quedamos a la espera de obtener mayores detalles y en el caso de que se presentara un plan equivalente en envergadura a la venta de O2, volveríamos a situar nuestra recomendación en Neutral y precio objetivo en 10,7€.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

Sector: Telecom

**Debilidad en la cuenta de resultados, aumento de deuda y O2 en el aire**

## TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 10,7 €  
Recomendación: Neutral

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 46.628 M€  
Último: 9,40 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 4.975 M acc.  
Min / Max (52 sem): 8,5€ / 14,30€  
Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Principales cifras*	2014r	2015r	2016e	2017e	TAMI
Ingresos	43.458	47.219	45.325	45.377	1%
Margen Bruto	73,0%	72,7%	73,4%	74,4%	
OIBDA	13.781	11.414	13.946	14.743	2%
Margen OIBDA	31,7%	24,2%	30,8%	32,5%	
EBIT	6.350	2.897	5.827	6.596	1%
Margen EBIT	14,6%	6,1%	12,9%	14,5%	
BNA	3.001	2.745	3.158	3.356	4%
% incremento BNA		-9%	15%	6%	

\* Cifras en millones de euros

\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

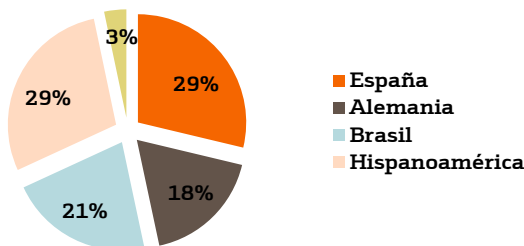
Detalle cifras	1T15	1T16	Var. %
Ingresos	11.543	10.784	-6,6%
España	2.878	3.126	8,6%
Alemania	1.901	1.858	-2,3%
Brasil	2.794	2.431	-13,0%
Hispanoamérica*	3.665	3.054	-16,7%
Otros	305	315	3,3%
OIBDA	3.618	3.376	-6,7%
España	1.282	1.266	-1,2%
Alemania	408	392	-3,9%
Brasil	840	805	-4,2%
Hispanoamérica*	1.127	866	-23,2%
Otros	-38	47	
EBIT	1.511	1.340	-11,3%
BNA	1.802	776	-56,9%

\*Latam ex Brasil

Ratios	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e
PER*	18,0 x	18,6 x	14,8 x	13,9 x	13,8 x
Rent. dividendo*	6,6%	7,3%	8,0%	5,0%	5,1%
BPA (€/acc)	0,64	0,55	0,63	0,67	0,68
DPA (€/acc)	0,75	0,75	0,75	0,47	0,48
DN/FFPP	1,7x	2,0x	2,2x	1,9x	1,7x
DN/OIBDA	3,7x	4,8x	3,7x	3,2x	3,1x
ROE	10%	10%	13%	13%	13%

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

### Distribución geográfica de ingresos tras salida de R. Unido



Según estimaciones Bankinter

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

Ramón Carrasco Pilar Aranda Rafael Alonso Belén San José Eva del Barrio

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Un arranque de año flojo tanto a nivel de la cuenta de resultados como de balance nos llevan a recortar nuestro precio objetivo hasta 10,7€ (desde 11,1€ anterior) mientras mantenemos nuestra recomendación en Neutral (potencial de revalorización +14%). Eso sí, insistimos en que el cierre de la venta de O2, o la presentación de alternativas viables en caso de fracaso, son fundamentales para mantener nuestra valoración. De hecho, en el momento de publicar esta nota diferentes noticias apuntan a un inminente bloqueo de la venta por parte de la CE. De confirmarse, recortaríamos nuestro precio objetivo hasta el entorno de los 9€ y nuestra recomendación pasaría a Vender.

### Principales cifras del 1T16 publicadas el 29/04:

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 10.784M€ (-6,6% en términos reportados) por debajo de los 10.848M€ esperado, OIBDA 3.376M€ (-6,7%) prácticamente en línea con 3.369M€ esperados; margen OIBDA 31,3% (0%); BNA 776M€ (-56,9%) vs. 788M€ estimado y BPA 0,14€ (-60,9%) vs. 0,18€ estimado.

### Interpretación: resultados débiles, por debajo de lo estimado y con aumento de deuda

Se trata de unos resultados que quedan por debajo de las estimaciones y que se han visto muy castigados por la mala evolución en Latam, en concreto, por la depreciación de las divisas de la región. Los ingresos procedentes de Brasil caen un -13% y los de Hispanoamérica (esto es, Latam ex-Brasil) un -16,7%, lo que tiene un impacto muy relevante ya que Latam representa alrededor del 55% de los ingresos totales del grupo. Sin embargo, no todo es Latam. Nos preocupa la caída de ingresos (-2,3%) también en Alemania, una de las regiones (junto a España) que había sido responsable en 2015 de la mejora operativa de la compañía. Además, mirando con más detalle las cifras de Telefónica Deutschland se observa que sus cifras defraudan incluso las expectativas más conservadoras. ¿Los motivos? Un aumento de los costes de marketing asociados a la promoción de su marca O2 en Alemania y los costes de integración de E-Plus (adquirida a KPN en 2014). Situación que se repetirá en el 2T16 pero que revertirá en sinergias que, a su vez, deberían redundar en ciertos ahorros de costes en el 2S16.

La nota positiva la ponía una vez más España, cuyos ingresos continúan la tendencia de mejora. En concreto, crecían un +8,6% vs. +6,0% en el 4T15 y +3,2% en el conjunto de 2015. Sin embargo, esta mejora no conseguía trasladarse al OIBDA. De hecho, nos preocupa la caída en todas las regiones del OIBDA en términos reportados, siendo especialmente acusada en Hispanoamérica (-23,2%).

Además, en términos de balance se produce un aumento de deuda superior a 290M€, con lo cual el ratio de endeudamiento se mantiene en niveles realmente elevados, por encima de 4,5x. Escenario que no nos sorprende ya que la clave para mejorar balance y reducir deuda está en el cierre de la venta de O2.

Todo esto nos lleva a ajustar a la baja nuestras estimaciones y a recortar nuestro precio objetivo hasta 10,7€ desde 11,1€ mientras mantenemos la recomendación en Neutral.

## O2 sigue siendo la clave: el desenlace llegará el 19 de mayo, justo antes del Brexit...

Conseguir la autorización de la Comisión Europea a la venta de O2 es fundamental tanto para la reducción de la deuda, que se incrementaba durante el 1T en más de 290M€, como para cumplir con los objetivos de la compañía. Especialmente para abonar el dividendo (0,75€ en efectivo, rentabilidad por dividendo en torno a 7,5%) íntegramente en efectivo. El desenlace parece complicarse por momentos y la propia compañía afirma que no se puede descartar un rechazo. Especialmente si se tiene en cuenta que el Brexit está contaminando de manera importante el debate sobre la operación: en un contexto en el que las autoridades de la competencia británicas se han mostrado claramente en contra de la misma, una aprobación de la Comisión Europea podría interpretarse como una excesiva injerencia en los asuntos internos de Reino Unido por parte de las autoridades europeas. Esto, a su vez, daría alas a los partidarios del Brexit y, por tanto, se observaría como un desenlace poco deseable en términos políticos.

Ahora bien, el escenario central de la compañía sigue siendo el de la aprobación por dos razones fundamentalmente: (i) consideran las concesiones ofrecidas por Hutchison más que suficientes para anular los recelos de la Comisión. Recordemos que Hutchison ha ofrecido congelar tarifas a clientes durante cinco años, realizar inversiones a 5 años por valor de 5.000MGBP para mejorar la cobertura y la velocidad de datos e incluso la apertura de redes a otros competidores en términos previamente acordados. (ii) Consideran que las objeciones iniciales mostradas por la Comisión no difieren en exceso de las mostradas en otras operaciones finalmente autorizadas.

## ¿Existe un Plan B si la operación no sale adelante?

Así lo afirma la compañía, entre las opciones que observan: salida a bolsa de Telxius (por unos 2.300M€), desinversión de activos no estratégicos (¿salida a bolsa de la filial mexicana?) y posibles escenarios alternativos con O2 (con los que probablemente recaudaría un importe inferior a los 14.000M€ ahora barajados). Entre ellos, sacar a bolsa O2, vender parcialmente el activo a otro operador o incluso analizar la conveniencia de permanecer en Reino Unido.

## ¿Qué sucedería si finalmente el Plan B se convierte en un Plan F (rustrado)?

Tal y como venimos anticipando, recortáramos nuestro precio objetivo hasta situarlo en el entorno de los 9€ y nuestra recomendación pasaría a Vender desde Neutral. Al final, un fracaso en la venta de O2 o la falta de alternativas válidas pondría en peligro asuntos tan importantes como la sostenibilidad del dividendo, la reducción de la deuda y el mantenimiento del *rating* en su nivel actual (Baa2/BBB/BBB+). De hecho, en el momento de publicar esta nota existen diferentes noticias que apuntan un bloqueo inminente de la CE a la operación. De ser así, actualizaremos de inmediato nuestra valoración y escenario base para la compañía (Vender y precio objetivo 9€).

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2011r	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI'14-'19
<b>Ingresos</b>	62.837	62.356	50.547	43.458	47.219	45.325	45.377	46.681	48.927	51.443	3%
<i>Margen Bruto</i>	70,9%	71,0%	72,8%	73,0%	72,7%	73,4%	74,4%	74,4%	74,4%	74,4%	
<b>OIBDA</b>	20.210	21.231	17.477	13.781	11.414	13.946	14.743	14.817	15.811	16.990	4%
<i>Margen EBITDA</i>	32,2%	34,0%	34,6%	31,7%	24,2%	30,8%	32,5%	31,7%	32,3%	33,0%	
<b>EBIT</b>	10.064	10.798	8.861	6.350	2.897	5.827	6.596	6.623	7.549	8.630	5%
<i>Margen EBIT</i>	16,0%	17,3%	17,5%	14,6%	6,1%	12,9%	14,5%	14,2%	15,4%	16,8%	
<b>BAI</b>	6.488	5.864	5.728	3.073	311	3.499	4.481	4.523	5.461	6.557	13%
<b>BNA</b>	5.403	3.928	4.593	3.001	2.745	3.158	3.356	3.387	4.090	4.910	9%
<i>Tasa de variación interanual</i>		-27,3%	16,9%	-34,7%	-8,5%	15,0%	6,3%	0,9%	20,7%	20,1%	

\*: 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

	2011r	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Activo No Corriente</b>	108.800	104.177	89.597	99.448	91.398	92.624	94.165	95.976	98.194	100.843
<b>Activo Circulante</b>	20.823	25.596	29.265	22.900	31.576	22.078	17.327	17.892	18.699	19.591
<b>Total Activo</b>	129.623	129.773	118.862	122.348	122.974	114.702	111.493	113.868	116.893	120.434
<b>FFPP</b>	21.636	20.461	21.185	21.135	17.891	17.317	18.324	19.340	20.567	22.040
<b>Minoritarios</b>	5.747	7.200	6.297	9.186	9.665	6.589	6.973	7.359	7.826	8.386
<b>Pasivo no corriente</b>	14.003	13.993	11.064	11.630	13.432	11.509	11.187	11.426	11.729	12.085
<b>Deuda financiera</b>	66.311	66.853	60.699	59.782	60.070	57.872	53.182	52.960	52.648	52.310
<b>Pasivo Corriente</b>	21.926	21.266	19.617	20.615	21.916	21.414	21.827	22.784	24.122	25.613
<b>Total Pasivo</b>	129.623	129.773	118.862	122.348	122.974	114.702	111.493	113.868	116.893	120.434

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 Pilar Aranda Belén San José Eva del Barrio

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	VR
+BNA	2.745	3.158	3.356	3.387	4.090	4.910	120.566
+Amortizaciones	8.517	8.118	8.147	8.194	8.263	8.360	
+Gastos Financieros *(1-t)	2.065	1.938	1.767	1.750	1.728	1.705	
- Inversiones en activos fijos	8.672	8.299	8.537	8.739	9.088	9.478	
- Inversiones en circulante	655	455	-43	-132	-227	-255	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>4.000</b>	<b>4.460</b>	<b>4.776</b>	<b>4.723</b>	<b>5.220</b>	<b>5.751</b>	
WACC	5,9%						
g	1,0%						
EV	111.624 M€						
- Deuda Neta	51.520 M€						
- Minoritarios	6.589 M€						
EqV	53.514 M€						
Nº acciones	4.975 M						
<b>Estimación DCF</b>	<b>10,8 €/acción</b>						

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 10,7€/acc empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de 10,8€ a través del primero y de 10,6€ con el segundo. Por tanto, si equiponderamos ambos enfoques llegamos a nuestra valoración final de 10,7€/acc.

Las hipótesis empleadas en el método de descuento de flujo de caja libre operativo se resumen en las tablas adjuntas. Esta valoración implica un potencial de revalorización de alrededor del 14% desde los niveles actuales de cotización, aunque sujeta a un elevado grado de incertidumbre debido a la operación de O2 y su situación de deuda.

## Valoración por Suma de Partes

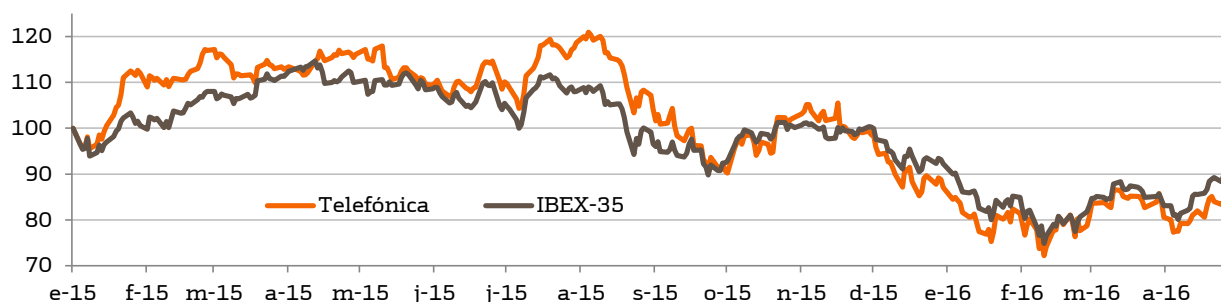
	EV	EV/EBITDA equivalente
España	31.399	11,0 x
Alemania	23.839	10,5 x
Brasil	26.196	6,0 x
Hispanoamérica*	34.598	6,5 x
Otros	-5.205	6,0 x
<b>Total</b>	<b>110.825</b>	
- Deuda Neta	51.520	
- Minoritarios	6.589	
EqV	52.716	
Nº acciones	4.975	
<b>Estimación SoTP</b>	<b>10,6 €/acción</b>	

\* Latam ex - Brasil

## Matriz de Sensibilidad de la Valoración por Flujos de Caja

		Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
		0,3%	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	1,8%
WACC	5,2%	11,2	12,2	13,4	14,7	16,2	17,9	19,9
	5,4%	10,2	11,2	12,3	13,5	14,8	16,3	18,1
	5,6%	9,4	10,3	11,2	12,3	13,5	14,9	16,5
	5,7%	8,9	9,8	10,7	11,7	12,9	14,2	15,6
	5,9%	8,2	9,0	9,8	10,8	11,8	13,0	14,3
	6,1%	7,5	8,2	9,0	9,8	10,8	11,9	13,0
	6,4%	6,5	7,2	7,9	8,6	9,5	10,4	11,4
	6,6%	5,9	6,5	7,2	7,9	8,7	9,5	10,4
6,8%	5,4	5,9	6,5	7,2	7,9	8,7	9,5	

## 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 Pilar Aranda Belén San José Eva del Barrio

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.