Sector: Telecos

La deuda cae y la actividad mejora: reafirmamos recomendación de Comprar

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 43.805 M€

Último: 8,44 €/acc. N° Acciones(M.): 5.192 M acc. Min / Max (52 sem): 7,45€ / 10,55€

Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Principales cifras*	1T17	1T18	Var. a/a	Estimación
Ingresos	13.132	12.190	-7,2%	12.186
OIBDA	4.021	3.864	-3,9%	3.859
Margen OIBDA	30,6%	31,7%		
EBIT	1.570	1.638	4,3%	
Margen EBIT	12,0%	13,4%		
BNA	779	837	7,4%	858
% incremento BNA		7,4%		

^{*} Cifras en millones de euros

^{*}TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

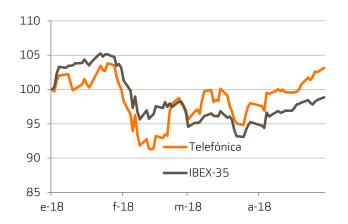
Ratios	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	18,8 x	13,5 x	10,9 x	8,9 x	8,9 x
Rent. dividendo*	6,2%	4,7%	4,7%	5,8%	5,8%
BPA (€/acc)	0,47	0,60	0,78	0,95	0,95
DPA (€/acc)**	0,55	0,40	0,40	0,49	0,49
DN/FFPP	1,9x	1,8x	1,7x	1,4x	1,2x
DN/OIBDA	3,6x	3,0x	2,9x	2,5x	2,3x
ROE	8%	12%	14%	16%	14%

^{*2016/17} con cotización de cierre de año. 2018/19/20 con última cotización

Desglose de ingresos por geografía



Evolución Telefónica vs. Ibex



TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 10,78 € Recomendación: Comprar

Telefónica inicia el ejercicio recortando su endeudamiento y acelerando su crecimiento en geografías tan relevantes como España o Latam. La actividad en Reino Unido nos sorprende positivamente. Asunto clave de cara a la posible OPV de O2. Especialmente tras el éxito de la Compañía en la primera fase de la subasta de espectro en el país. Con estas cifras, insistimos en que los objetivos anuales son fácilmente alcanzables. Al igual que mantener una rentabilidad por dividendo atractiva. A niveles actuales de cotización, se sitúa en torno al 5%. Por todo ello, mantenemos recomendación de Comprar y ajustamos el precio objetivo ligeramente al alza (hasta 10,78€ desde 10,64€ anterior) consecuencia de la caída de la TIR del activo libre de riesgo.

La actividad mejora en términos orgánicos, excluyendo el efecto divisa...

El arranque de año resulta positivo en España donde los ingresos y el OIBDA crecen en el entorno del +1%. En Latam destaca Hispam Sur (Argentina, Chile, Perú y Uruguay) con un avance de +7,6% en ingresos y Brasil con un repunte de +1,6%. En OIBDA este comportamiento es incluso mejor: +10,8% y +4,5% respectivamente. Reino Unido se comporta mejor de lo que estimábamos (+2,9% en ingresos y +6,1% en OIBDA) lo que nos parece clave de cara a la posible OPV de O2.

... y la deuda cae

Valoramos muy positivamente la caída de la deuda, puesto que éste sigue siendo el principal problema de la teleco. De hecho, es la primera vez en cuatro años en que la Compañía consigue desapalancarse en el 1T. A cierre de trimestre la deuda neta queda en 43.975M€, lo que implica una caída interanual de -9,8% (-0,6% desde cierre de 2017). Con ello, el ratio de deuda financiera neta sobre OIBDA queda en 2,67x (vs. 3,0x a cierre de 2017).

Esta tendencia continuará a futuro gracias a: (i) la generación de flujos de caja orgánico. Derivado en gran medida por la caída del coste de financiación, que seguirá contenido una vez que el riesgo a un recorte de *rating* se ha mitigado. (ii) Las cada vez más probables desinversiones. En Latam y en O2, no sólo a la vista de la mejora de actividad Reino Unido, sino también por el éxito obtenido por Telefónica en la fase inicial de la subasta de espectro en el país. Fue la operadora que más frecuencias se adjudicó con lo que la mejora de su situación competitiva en el país es significativa. Pensamos que Telefónica podría obtener alrededor de 3.000M€/4.000M€ por una participación de alrededor del 40% en la filial (múltiplo EV/OIBDA de 4,5x/6x). Operación que creemos que se realizaría mediante una OPV instrumentada probablemente en varias etapas.

Con todo ello, mantenemos que los objetivos anuales son fácilmente alcanzables (+1% en ingresos y +0,4 p.p. de margen OIBDA en términos orgánicos) y que la remuneración al accionista seguirá siendo atractiva. Actualmente, la rentabilidad por dividendo se sitúa alrededor del 5% e irá aumentando hacia el 6%.

Reafirmamos nuestra recomendación de Comprar con precio objetivo de 10,78€ (potencial +27,7%)

El pasado 5 de marzo mejoramos nuestra recomendación de Neutral a Comprar con precio objetivo de 10,64€. Desde entonces Telefónica acumula una revalorización de +6,8%. Los argumentos tras esta decisión se ven respaldados con estos resultados: mejora de actividad, caída de endeudamiento, menor temor a un recorte de *rating* y una atractiva rentabilidad por dividendo. **Por ello, reafirmamos nuestra recomendación de Comprar. Ajustamos ligeramente el precio objetivo al alza, hasta 10,78€** (desde 10,64€, potencial +27,7%) como consecuencia de la caída de la TIR del activo libre de riesgo.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Ana de Castro Pilar Aranda Ramón Carrasco Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

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.

http://broker.bankinter.com/ http://www.bankinter.com/ Avenida de Bruselas, 14 28108 Alcobendas (Madrid)

Análisis

Cifras en millones de €

Resumen Cta de Pérd	idas y Gar	nancias									
	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'17-'22
Ingresos	50.547	50.377	54.916	52.036	52.008	52.886	54.184	55.690	57.848	59.843	3%
Margen Bruto	72,8%	69,9%	69,9%	70,7%	71,1%	70,7%	72,0%	72,7%	72,7%	72,7%	
OIBDA	17.477	15.515	13.229	15.118	16.187	16.642	17.857	17.837	17.977	18.039	2%
Margen EBITDA	34,6%	30,8%	24,1%	29,1%	31,1%	31,5%	33,0%	32,0%	31,1%	30,1%	
EBIT	8.861	6.967	3.525	5.469	6.791	7.635	8.791	8.697	8.741	8.690	5%
Margen EBIT	17,5%	13,8%	6,4%	10,5%	13,1%	14,4%	16,2%	15,6%	15,1%	14,5%	
BAI	5.728	3.635	906	3.245	4.597	5.849	7.148	7.191	7.371	7.452	10%
BNA	4.593	3.001	616	2.369	3.132	4.025	4.919	4.949	5.072	5.128	10%
Tasa de variación interanual		-34,7%	-79,5%	284,6%	32,2%	28,5%	22,2%	0,6%	2,5%	1,1%	

^{*:} TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de	Situación									
	2013r	2014r	2015r	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2021e
Act No Corriente	89.597	99.448	101.614	103.667	95.135	95.477	96.045	96.775	97.749	98.824
Act Circulante	29.265	22.900	18.715	19.974	19.931	19.460	19.738	20.348	21.233	22.063
Total Activo	118.862	122.348	120.329	123.641	115.066	114.937	115.783	117.122	118.981	120.887
FFPP	21.185	21.135	15.771	18.157	16.920	18.868	21.249	23.644	26.099	28.581
Minoritarios	6.297	9.186	9.665	10.228	9.698	9.122	10.273	11.430	12.617	13.817
Pasivo no corriente	11.064	11.630	13.392	14.193	13.050	11.873	11.960	12.099	12.291	12.488
Deuda financiera	60.699	59.782	60.087	60.361	55.746	54.897	51.656	48.755	45.995	43.294
Pasivo Corriente	19.617	20.615	21.414	20.702	19.652	20.177	20.646	21.194	21.979	22.708
Total Pasivo	118.862	122.348	120.329	123.641	115.066	114.937	115.783	117.122	118.981	120.887

valoración descuento casn riow Libre Operativo (valor Compania)						
	2018e	2019e :	2020e	2021e	2021e	VR
+BNA	4.025	4.919	4.949	5.072	5.128	113.358
+Amortizaciones	9.007	9.066	9.140	9.236	9.349	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.694	1.579	1.468	1.358	1.564	
- Inversiones en activos fijos	9.506	9.710	9.946	10.285	10.498	
- Inversiones en circulante	-947	-199	-197	-240	-222	
= CFL Operativo	6.166	6.054	5.807	5.621	5.764	

Estimación DCF	9.79	€/acciór
N° acciones	5.192	M
EqV	50.819	M€
- Minoritarios	9.698	M€
- Deuda Neta	48.400	M€
EV	108.917	M€
g	1,0%	
WACC	6,1%	

Valoración por Suma de Partes

	EV	EV/EBITDA equivalente
España	50.908	10,0 x
Reino Unido	10.952	6,5 x
Alemania	11.232	6,0 x
Brasil	25.851	6,0 x
Hispanoamérica*	20.004	5,5 x
Otros	314	6,5 x
Total	119.261	
- Deuda Neta	48.400	
- Minoritarios	9.698	
EqV	61.163	
N° acciones	5.192	
Estimación SoTP	11,78 €/	/acción
* Latam ex - Brasil		

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 10,78€/acc empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de de manera equiponderada. partes, Establecemos una valoración de 9,79€ a través del primero y de 11,78€ 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 +27,7%.

Equipo Análisis de Bankinter:

Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Ana de Castro Pilar Aranda

Ramón Carrasco Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

http://broker.bankinter.com/ http://www.bankinter.com/ Avenida de Bruselas, 14 28108 Alcobendas (Madrid)

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