

Sector: Telecom

Además de Latam y O2, los resultados muestran más debilidad

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 49.700 M€
 Último: 9,99 €/acc.
 N° 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	45.823	45.972	2%
Margen Bruto	73,0%	72,7%	73,4%	74,4%	
OIBDA	13.781	11.414	14.332	15.210	3%
Margen OIBDA	31,7%	24,2%	31,3%	33,1%	
EBIT	6.350	2.897	6.210	7.052	4%
Margen EBIT	14,6%	6,1%	13,6%	15,3%	
BNA	3.001	2.745	3.057	3.334	4%
% incremento BNA		-9%	11%	9%	

* Cifras en millones de euros

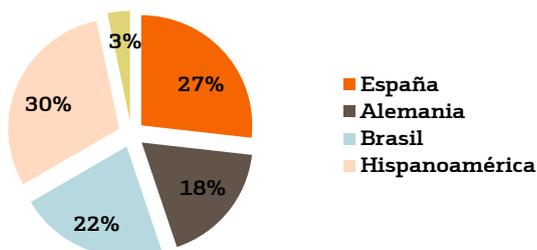
*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Detalle cifras	4T15r	Var. %	2015r	Var. %
Ingresos	11.881	0%	47.219	8,70%
España	3.220	6,0%	12.402	3,2%
Alemania	2.059	2,0%	7.888	42,9%
Brasil	2.587	-9,2%	11.060	-1,5%
Hispanoamérica	3.622	0,1%	14.387	9,4%
Otros	393	10,3%	1.482	-3,0%
OIBDA	401	-88,1%	11.414	-17,2%
España	-1.631	n.a.	2.336	-58,8%
Alemania	586	n.a.	1.858	153,7%
Brasil	983	5,8%	3.573	0,9%
Hispanoamérica	1.124	1,2%	4.356	7,1%
Otros	-662	n.d.	-710	n.d.
EBIT	-1.760	n.d.	2.897	-54,4%
BNA	-1.832	n.d.	2.745	-8,5%

Ratios	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e
PER*	18,0 x	18,6 x	16,3 x	14,9 x	14,9 x
Rent. dividendo*	6,6%	7,3%	7,5%	4,7%	4,7%
BPA (€/acc)	0,64	0,55	0,61	0,67	0,67
DPA (€/acc)	0,75	0,75	0,75	0,47	0,47
DN/FFPP	1,7x	2,0x	2,2x	1,9x	1,8x
DN/OIBDA	3,7x	4,8x	3,6x	3,1x	3,1x
ROE	10%	10%	13%	13%	13%

*2014 y2015 con cotización de cierre de año. 2016/17/18 con última cotización

Distribución geográfica de ingresos tras salida de R. Unido



Según estimaciones Bankinter

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 11,1 €
 Recomendación: Neutral

Tras presentar unos resultados más flojos de lo estimado y con la venta de O2 aún en el aire, recortamos nuestro precio objetivo desde 11,8€ hasta 11,1€ (potencial +11%) mientras mantenemos nuestra recomendación en Neutral. Además, insistimos en el riesgo de que finalmente la venta de la filial británica se frustré, en cuyo caso recortaríamos el precio objetivo hasta el entorno de los 9€ y nuestra recomendación pasaría a Vender.

Resumen y opinión:

Recortamos el precio objetivo de la Compañía, hasta 11,1€ desde 11,8€, tras la publicación de unos resultados de 2015 más débiles de lo anticipado, que además mostraban un importante repunte en el endeudamiento de la Compañía. Este aspecto hace si cabe más imprescindible el cierre de la venta de la filial británica de Telefónica, O2, a Hutchison Whampoa. Sólo de este modo la Compañía podrá reducir su deuda y despejar las dudas sobre su capacidad para cumplir con su objetivo de pago de dividendo (0,75€ en efectivo en 2016, rentabilidad por dividendo 7,5%). Insistimos en que si finalmente la venta no sale adelante, recortaríamos nuestro precio objetivo hasta el entorno de los 9€ y fijaríamos nuestra recomendación en Vender.

La venta de O2 sigue en el aire... La resolución de la Comisión Europea se retrasa hasta el 19 de mayo

Como venimos defendiendo, nuestra principal hipótesis en este asunto no es ni un rechazo de plano por parte de las autoridades de la competencia a la operación, ni una aprobación total. Defendemos que el desenlace llegará con un escenario híbrido en el que la Comisión Europea autorizará la compra pero con unas condiciones realmente duras que incluirán importantes desinversiones y que podrían llevar a Hutchison o bien a renegociar el precio de compra pactado (unos 14.000M€) o a desistir de la compra de ciertos activos. Este escenario es difícil de valorar a priori pero los movimientos llevados a cabo por diferentes compañías (por ejemplo, Cellnex) para posicionarse de cara a posibles compras de activos derivados de esta operación, respaldan nuestra teoría. Este escenario es el que consideramos en nuestra valoración. Todo esto pese a que desde Telefónica muestran su confianza en que la operación de O2 culminará sin problemas. En la conferencia con analistas posterior a la presentación de resultados afirmaban que la concentración de espectro derivado de la operación no sería tan alto como para perjudicar la competencia y aludían a las propuestas de Hutchison a la Comisión Europea (congelación de tarifas y mayores inversiones) como muestra de su compromiso con la operación.

¿Cuáles serían las consecuencias de un fracaso en la operación? Además, de no reducir endeudamiento y poner en duda el pago de los dividendos comprometidos, una consecuencia realmente preocupante sería la rebaja de *rating* de la Compañía (actualmente Baa2/BBB/BBB+) que implicaría un aumento de su coste de financiación. En este punto, Telefónica insiste en que ha presentado planes alternativos a las agencias de calificación para, en caso de no cerrar la venta de O2, evitar este escenario. ¿Salida a bolsa de Telxius? Con esta operación estimamos que la Compañía obtendría en torno a 2.300M€, lejos de los 14.000M€ que obtendría por O2... aunque por el momento no han trascendido detalles oficiales de la operación lo que podría implicar una revisión al alza del importe que estimamos.

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&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.

Resultados 2015: más flojos de lo inicialmente estimado:

Aunque los ingresos aumentaban por encima de lo estimado (47.219M€, +8,7% en términos reportados, por encima de los 46.968M€ esperados) el OIBDA resultaba claramente decepcionante (11.414M€, -17,2%, por debajo de los 14.272M€ esperados) al igual que el BNA (2.745M€, -8,5% vs. 3.424M€ estimados). Es cierto que la cuenta de resultados se vio impactada en 2015 por diferentes extraordinarios, como la provisión por gastos de reestructuración (-3.122M€). Esto explica la importante caída del OIBDA en España. Eso sí, a partir de 2017 verá un impacto positivo de 370M€ en ahorro anual), pero nos preocupa la debilidad en Brasil y el repunte del endeudamiento. En términos de endeudamiento, la deuda financiera neta sobre OIBDA asciende a 54.500M€ (+4.179M€) lo que supone un ratio de apalancamiento (deuda financiera neta sobre OIBDA) de 4,8x, muy superior al del ejercicio anterior (3,7x). Pese a que la Compañía insiste en que con la venta de O2 este ratio caería a niveles en torno a 2,4x, este punto nos sigue preocupando especialmente ya que, como comentábamos, esta operación está lejos de cerrarse. Este punto amenaza además la política de dividendo, pese a que la compañía reitera que pagará 0,75€ por acción en efectivo en 2016 (rentabilidad por dividendo 7,5%) podría tener que recuperar el esquema de dos pagos: uno en efectivo y otro vía *scrip dividend* que sumaran en conjunto los 0,75€ por acción.

En cuanto al resto de objetivos para el conjunto de 2016, pocas sorpresas. Quedaban en línea con lo esperado por el consenso: crecimiento de ingresos superior al +4% interanual, que el margen OIBDA se establezca frente a 2015, que el CapEx/Ventas excluyendo espectro quede entorno al 17%. Y todo ellos una vez más subordinados a la venta de O2...

En conclusión, nuestro recorte en el precio objetivo y recomendación Neutral se fundamenta en: (i) la falta de avances en la operación de O2, (ii) unos resultados 2015/4T15 que presentan sombras tanto en la cuenta de resultados como en el balance y (iii) el riesgo de mayor debilitamiento futuro de las cifras derivado de la alta exposición a Latam.

Ante esto, el principal catalizador que nos llevaría a una posible revisión al alza nuestra valoración sería que la venta de O2 se confirme o que se presenten alternativas suficientemente sólidas en caso de no fructificar. Por ejemplo, una posible OPV de O2 o su venta a otro competidor, escenarios que Telefónica parece estar ya valorando; que la Compañía ofrezca más detalles que nos hagan modificar nuestra estimación sobre el importe de la OPV de Telxius (¿salida a bolsa de un mayor porcentaje, se estima un 30%, de este negocio?); que se confirmen otros movimientos corporativos (¿salida a bolsa de la filial mexicana?).

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2011r	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI ¹⁴⁻¹⁹
Ingresos	62.837	62.356	50.547	43.458	47.219	45.823	45.972	47.216	49.026	51.391	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%	
OIBDA	20.210	21.231	17.477	13.781	11.414	14.332	15.210	15.238	15.889	16.949	4%
<i>Margen EBITDA</i>	32,2%	34,0%	34,6%	31,7%	24,2%	31,3%	33,1%	32,3%	32,4%	33,0%	
EBIT	10.064	10.798	8.861	6.350	2.897	6.210	7.052	7.025	7.605	8.570	5%
<i>Margen EBIT</i>	16,0%	17,3%	17,5%	14,6%	6,1%	13,6%	15,3%	14,9%	15,5%	16,7%	
BAI	6.488	5.864	5.728	3.073	311	3.365	4.453	4.440	5.030	6.006	12%
BNA	5.403	3.928	4.593	3.001	2.745	3.057	3.334	3.325	3.767	4.498	7%
<i>Tasa de variación interanual</i>		-27,3%	16,9%	-34,7%	-8,5%	11,4%	9,1%	-0,3%	13,3%	19,4%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2011r	2012r	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Activo No Corriente	108.800	104.177	89.597	99.448	91.398	92.695	94.317	96.193	98.405	101.026
Activo Circulante	20.823	25.596	29.265	22.900	31.576	22.045	17.502	18.049	18.728	19.576
Total Activo	129.623	129.773	118.862	122.348	122.974	114.740	111.820	114.242	117.133	120.602
FFPP	21.636	20.461	21.185	21.135	17.891	17.217	18.217	19.215	20.345	21.694
Minoritarios	5.747	7.200	6.297	9.186	9.665	6.551	6.932	7.311	7.741	8.255
Pasivo no corriente	14.003	13.993	11.064	11.630	13.432	11.513	11.220	11.463	11.753	12.101
Deuda financiera	66.311	66.853	60.699	59.782	60.070	57.872	53.414	53.280	53.134	52.955
Pasivo Corriente	21.926	21.266	19.617	20.615	21.916	21.587	22.037	22.973	24.159	25.597
Total Pasivo	129.623	129.773	118.862	122.348	122.974	114.740	111.820	114.242	117.133	120.602

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)

	2015e	2016e	2018e	2019e	2020e	VR
+BNA	2.745	3.057	3.334	3.325	3.767	4.498
+Amortizaciones	8.517	8.122	8.158	8.212	8.284	8.380
+Gastos Financieros *(1-t)	2.065	2.349	2.152	2.135	2.118	2.097
- Inversiones en activos fijos	8.672	8.373	8.629	8.822	9.103	9.470
- Inversiones en circulante	655	406	-54	-126	-183	-239
= CFL Operativo	4.000	4.749	5.069	4.975	5.248	5.744
WACC	5,9%					
g	1,0%					
EV	112.270 M€					
- Deuda Neta	51.494 M€					
- Minoritarios	6.551 M€					
EqV	54.224 M€					
Nº acciones	4.975 M					
Estimación DCF	10,9 €/acción					

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 11,1€/acc empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de 10,9€ a través del primero y de 11,2€ con el segundo. Por tanto, si equiponderamos ambos enfoques llegamos a nuestra valoración final de 11,1€/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 11% desde los niveles actuales de cotización.

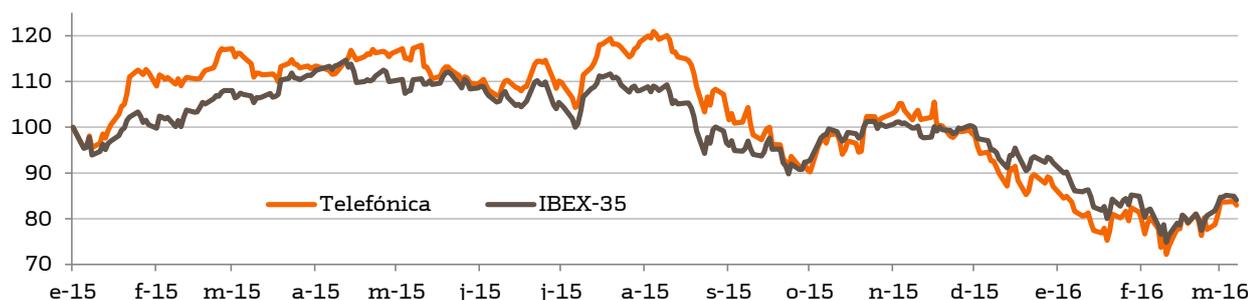
Valoración por Suma de Partes

	EV	EV/EBITDA
España	32.268	11,0 x
Alemania	24.499	10,5 x
Brasil	26.921	6,0 x
Hispanoamérica	35.556	6,5 x
Otros	-5.350	6,0 x
Total	113.894	
- Deuda Neta	51.494	
- Minoritarios	6.551	
EqV	55.849	
Nº acciones	4.975	
Estimación SoTP	11,2 €/acción	

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%	11,3	12,4	13,5	14,9	16,4	18,0	20,0
	5,4%	10,4	11,4	12,4	13,6	15,0	16,5	18,2
	5,6%	9,5	10,4	11,4	12,5	13,7	15,0	16,6
	5,7%	9,1	9,9	10,9	11,9	13,0	14,3	15,8
	5,9%	8,3	9,1	10,0	10,9	11,9	13,1	14,4
	6,1%	7,6	8,3	9,1	10,0	10,9	12,0	13,2
	6,4%	6,7	7,3	8,0	8,8	9,6	10,5	11,6
	6,6%	6,1	6,7	7,3	8,0	8,8	9,6	10,6
6,8%	5,5	6,1	6,7	7,3	8,0	8,8	9,7	

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.