Sector: Telecos

La actividad mejora, la deuda cae y la rentabilidad por dividendo es atractiva: subimos a Comprar

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 10,64 €
Recomendación: Comprar

La actividad confirma su mejora en áreas tan relevantes como Brasil, donde se acelera, y el resto de Latam, donde frena su deterioro. El OIBDA crece a buen ritmo y la deuda cae. La desinversión en O2 parece ahora más probable y ayudará a reforzar las mejoras ya emprendidas. Con ello, el balance gana solidez y permite anticipar la sostenibilidad de una atractiva política de remuneración al accionista. La rentabilidad por dividendo queda alrededor del 5,0%. Todo ello, nos lleva a subir recomendación a Comprar (desde Neutral) y a afinar al alza el precio objetivo hasta 10,64€ (potencial +35%). Se trata de una recomendación oportunista por la mejora de las variables comentadas. No hay que olvidar la fuerte corrección sufrida por la acción recientemente. Nuestra recomendación podría convertirse en un Comprar con perspectiva a largo plazo si las cifras continúan mejorando y el timing de mercado acompaña.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	40.991 M€
Último:	7,90 €/acc.
Nº Acciones(M.):	5.192 M acc.
Min / Max (52 sem):	7,45€ / 10,63€
Cód. Reuters / Bloomberg:	TEF.MC / TEF SM

Ratios	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e
PER*	18,8 x	13,5 x	10,2 x	8,3 x	8,3 x
Rent. dividendo*	6,2%	5,1%	5,1%	6,2%	6,2%
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%

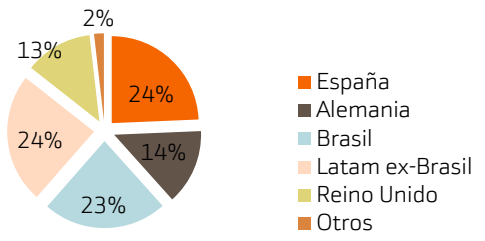
**2016/17 con cotización de cierre de año. 2018/19/20 con última cotización*

Principales cifras*	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI
Ingresos	52.008	52.886	54.184	55.690	*2%*
Margen Bruto	*71,1%*	*70,7%*	*72,0%*	*72,7%*	
OIBDA	16.187	16.642	17.857	17.837	*3%*
Margen OIBDA	*31,1%*	*31,5%*	*33,0%*	*32,0%*	
EBIT	6.791	7.635	8.791	8.697	*9%*
Margen EBIT	*13,1%*	*14,4%*	*16,2%*	*15,6%*	
BNA	3.132	4.025	4.919	4.949	*16%*
% incremento BNA		*29%*	*22%*	*1%*	

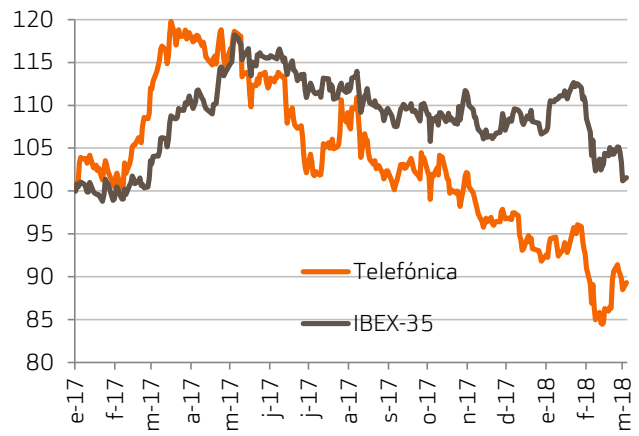
** Cifras en millones de euros*

**TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento*

Desglose de ingresos por geografía



Evolución Telefónica vs. Ibex



Latam confirma su mejora, el desapalancamiento sigue su curso y la remuneración al accionista resulta atractiva:

La Compañía cierra el ejercicio confirmando la **mejora de actividad en *Latam***. Área realmente importante al representar casi la mitad del total de ingresos de la operadora. Así, Brasil consigue crecer +8,4% mientras el resto de *Latam* cierra el año plano (-0,2%). Todo ello pese a la depreciación de las divisas de la región, especialmente el bolívar venezolano y el peso argentino. Sin embargo, la actividad comercial ha conseguido amortiguar dicho comportamiento. De hecho, el OIBDA logra crecer con fuerza (+7,1%) y se expande en todas las geografías salvo en Reino Unido (-4,1%), donde la depreciación de la libra castiga las cuentas.

Con esto, los **objetivos para el ejercicio** nos parecen alcanzables: ingresos creciendo alrededor de +1,0%, margen OIBDA +0,5% y, el Capex sobre Ventas, excluyendo espectro, quedará alrededor del 15%.

La **deuda financiera neta retrocede** hasta 48.400M€ (-9,8%) en parte gracias al crecimiento orgánico y en parte por la materialización de la venta del 40% de Telxius (por 1.275M€). Con ello, el ratio deuda financiera neta sobre OIBDA queda en 3,0x (desde 3,6x en 2017). Además, la gestión del endeudamiento ha llevado a alargar la vida de la deuda hasta los 8,1 años (vs. 6,35 en 2017), a reducir el coste medio de la misma hasta 3,3% (desde 3,9% previo) y a aumentar el porcentaje de deuda a tipo fijo hasta el 71% (desde el 50,8% a cierre de 2017). En nuestra opinión, **el desapalancamiento seguirá su curso a lo largo de 2018** gracias a la mejora de la actividad y a la posible venta de activos. El factor clave en este punto es la desinversión de O2. Escenario que parece cada vez más factible. Especialmente tras el desbloqueo de la subasta de frecuencias en Reino Unido. Con ello, la operación podría producirse antes de verano. 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 ello, la Compañía conseguirá dos objetivos:

- Fortalecer su balance y mantener una **política de remuneración al accionista atractiva y sostenible**. Para 2018 se producirán dos pagos de 0,20€ (en diciembre 2018 y junio 2019) que situarán la rentabilidad por dividendo en torno al 5%. **Nivel nada despreciable teniendo en cuenta el actual nivel de tipos.** Además, en próximos ejercicios se irá acercando hacia el 6% según nuestras estimaciones.
- **Alejar el temor a un recorte de *rating*** (actualmente Baa3/BBB/BBB) y, con ello, evitar un repunte del coste de financiación. Asunto de gran relevancia para favorecer la generación de flujos de caja libre.

Estos factores se unen a la **fuerte (en nuestra opinión excesiva) corrección del valor**, que cotiza cerca de mínimos de las últimas 52 semanas. Situación que ha provocado un *gap* importante respecto al IBEX-35 (ver gráfico de la izquierda). **Con esta evolución, se abre una oportunidad de Compra oportunista que podría derivar en una recomendación a largo plazo si las cifras continúan mejorando y el *timing* de mercado acompaña.**

Por todo ello, fijamos recomendación de Comprar (vs. Neutral anterior) y elevamos el precio objetivo hasta 10,64€ (desde 10,35€), lo que implica un potencial de revalorización del 35%.

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)

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

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.

Cifras en millones de €

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	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 Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2021e	VR
+BNA	4.025	4.919	4.949	5.072	5.128	111.810
+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	

WACC	6,2%	
g	1,0%	
EV	107.443	M€
- Deuda Neta	48.400	M€
- Minoritarios	9.698	M€
EqV	49.345	M€
Nº acciones	5.192	M
Estimación DCF	9,50	€/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **10,64€/acc empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes, de manera equiponderada. Establecemos una valoración de 9,50€ 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 +35%.

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	
Nº acciones	5.192	
Estimación SoTP	11,78	€/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 Ana de Castro Pilar Aranda
Ramón Carrasco Elena Fernández-Trapiella Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avenida de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

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.