

Sector: Telecom

La deuda sigue cayendo y las desinversiones acelerarán el proceso. Reiteramos la recomendación de Comprar.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 40.342 M€
Último: 7,77 €/acc.
Nº Acciones(M.): 5.192 M acc.
Min / Max (52 sem): 6,59€ / 8,476€
Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF.SM

| Principales cifras* | 2017 | 2018 | Var. a/a | Estimación |
|---------------------|--------|--------|----------|------------|
| Ingresos | 52.008 | 48.693 | -6,4% | 48.834 |
| OIBDA | 16.187 | 15.571 | -3,8% | 15.663 |
| Margen OIBDA | 31,1% | 32,0% | | |
| EBIT | 6.791 | 6.522 | -4,0% | 7.032 |
| Margen EBIT | 13,1% | 13,4% | | |
| BNA | 3.132 | 3.331 | 6,4% | 3.660 |
| % incremento BNA | | 6,4% | | |

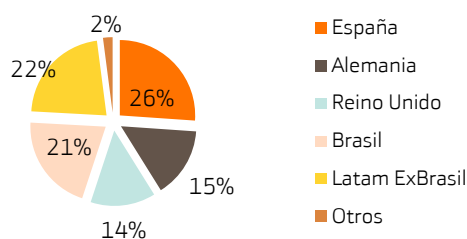
*Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

| Ratios | 2018r | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PER* | 12,9 x | 11,2 x | 11,2 x | 10,9 x | 10,1 x |
| Rent. dividendo* | 5,5% | 5,1% | 5,4% | 5,5% | 6,0% |
| BPA (€/acc) | 0,57 | 0,70 | 0,70 | 0,72 | 0,77 |
| DPA (€/acc) | 0,40 | 0,40 | 0,42 | 0,43 | 0,46 |
| DN/FFPP | 1,7x | 1,6x | 1,4x | 1,3x | 1,2x |
| DN/OIBDA | 3,0x | 3,0x | 2,8x | 2,7x | 2,5x |
| ROE | 12% | 12% | 12% | 11% | 11% |

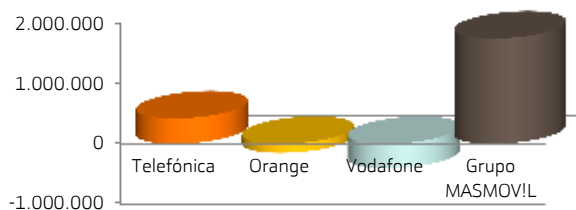
*2017 con cotización de cierre de año. 2018/19/20/21 con última cotización

Desglose de ingresos por geografía

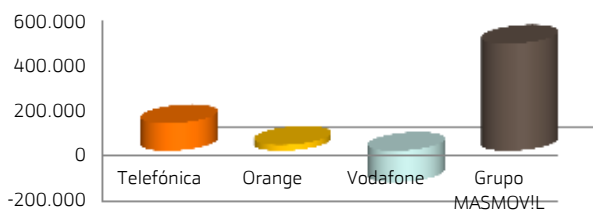


Captación líneas móviles y de banda ancha fija

Ganancia anual líneas móviles



Ganancia anual líneas banda ancha fija



TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 9,58 €
Recomendación: Comprar

La actividad muestra buenas tendencias. Los ingresos consiguen crecer en España y Reino Unido sigue fuerte. Las perspectivas para Brasil mejoran y la apuesta por la distribución de contenidos funciona. El balance sigue reforzándose. La deuda neta cae por séptimo trimestre consecutivo. El proceso se acelerará gracias a la venta de activos. Destaca la salida de Centroamérica, que se ejecuta a buenos precios y facilitará una reducción de apalancamiento adicional cercana a 1.400M€. Todo ello alejará el ratio de deuda financiera neta sobre OIBDA del umbral de 3,0x para situarlo paulatinamente cerca de 2,4x. Además, favorece el mantenimiento de una elevada rentabilidad por dividendo. Superior al 5,0%. Existen importantes retos sectoriales pero los incorporamos a nuestro modelo y la valoración sigue siendo atractiva. Mantenemos precio objetivo en 9,58€ (+23% potencial) y recomendación en Comprar.

Resultados por debajo de estimaciones pero muestran buenas tendencias:

Resultados que quedan por debajo de lo estimado pero superan el objetivo de crecimiento de ingresos (crecen +2,4% vs. +2,0% objetivo) y muestran importantes fortalezas. Resulta positiva la evolución de la actividad en España, su mayor mercado. Los ingresos consiguen avanzar +0,4% pese a la creciente competencia y la presión en precios. Sin embargo, la depreciación de las divisas en Latam (especialmente el real brasileño y el peso argentino) sigue pesando sobre sus cifras en la región. En Brasil los ingresos caen -15,8% en términos reportados, en Hispam Sur -18,8% y en Hispam Norte -5,9%, Mejores noticias ofrece de nuevo Reino Unido donde la teleco vuelve a mostrar su fortaleza con un aumento de ingresos de +3,8% en términos reportados. Buenas noticias de cara a una posible desinversión en el país una vez que el desenlace del Brexit tenga una mayor claridad. Por el lado de los márgenes, el apalancamiento operativo de la operadora se refleja en el avance del margen OIBDA hasta 32,0% (+0,3% orgánico y +0,9% reportado). Con ello, el beneficio avanza +6,4% hasta superar los 3.330M€.

La oferta de contenidos propios y ajenos clave en esta evolución...

Según datos de la CNMC, durante 2018 Telefónica consiguió captar 422.352 clientes de líneas móviles en España vs. la pérdida de -408.385 clientes por parte de Vodafone, que en 2018 decidió no adquirir los derechos del fútbol, y -152.250 Orange. En líneas de banda ancha la evolución es similar: +122.682 Telefónica, -139.490 Vodafone y +26.359 Orange. Por tanto, la oferta de contenidos está consiguiendo captar clientes orientados a ofertas de mayor valor añadido y márgenes. Todo ello sin descuidar el segmento de bajo coste. En este sentido, el lanzamiento de O2 supone una clara competencia para Simyo y Amena (Orange) y Lowi (Vodafone) pero sobre todo para MásMóvil, que es la teleco con mayor crecimiento en líneas tanto fijas como móviles.

... de hecho, permite cumplir los objetivos anuales:

Los ingresos crecen +2,4% en términos orgánicos vs. +2,0% fijado como objetivo, el margen OIBDA se acelera +0,3% vs. objetivo de crecimiento alrededor de +0,5% y el Capex sobre ventas ex espectro alcanza 15,1% vs. objetivo de crecimiento alrededor de 15%.

Para 2019 la Compañía fija las siguientes guías: crecimiento de ingresos en torno al +2%, crecimiento de OIBDA alrededor del +2% y CapEx sobre Ventas excluyendo espectro alrededor del 15%.

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Ana de Castro Pilar Aranda Juan Tuesta Aránzazu Cortina

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.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

<https://www.bankinter.com/broker/analisis>

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

Avenida de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

Conclusiones y valoración

Y la mejor noticia: la deuda cae por séptimo trimestre consecutivo...

La deuda financiera neta cae en el conjunto del año -5,5% hasta situarse en 41.785M€. Este punto es clave puesto que el endeudamiento sigue siendo el principal problema de la Compañía y, por tanto, el aspecto más escrutado por el mercado. En este sentido, la capacidad de reforzar el balance de la teleco de manera orgánica y paulatina queda fuera de duda después de siete trimestres consecutivos de desapalancamiento. Este proceso es el argumento principal que sustenta nuestra recomendación de Compra del valor. Nuestras previsiones apuntan a que el ratio de deuda financiera neta sobre OIBDA se alejará paulatinamente del umbral de 3,0x hasta situarse en 2,4x en 2023. A este proceso contribuirá la venta de activos iniciada por la Compañía. Destaca la salida de Centroamérica que permitirá una reducción adicional de deuda de alrededor de 1.400M€.

... y facilita el mantenimiento de un dividendo atractivo y sostenible

En concreto, la teleco ha anunciado el pago de un dividendo por acción de 0,40€ en 2019 (0,20€ en diciembre de 2019 y 0,20€ en junio de 2020), lo que implica una rentabilidad por dividendo de 5,1% con la cotización actual. Nivel atractivo en el contexto actual de rentabilidades de la renta fija.

En conclusión: existen importantes riesgos en el horizonte pero las fortalezas los mantendrán, de momento, contenidos

El sector teleco se enfrenta a importantes retos: (i) la entrada en funcionamiento del 5G conllevará importantes inversiones; (ii) la fragmentación del mercado europeo conlleva una competencia feroz vía precios y la consolidación sectorial parece aún lejana, pese a una actitud ligeramente más positiva de las autoridades; (iii) sin olvidar la existencia de operadores con políticas de precio realmente agresivas (Iliad). Sin embargo, nuestras perspectivas para España son optimistas a nivel de actividad. Pensamos que el mix de servicios de Telefónica le permitirá seguir atrayendo clientes de otras operadoras. Todo ello acompañado por una mejora de la situación macro en Brasil que favorecerá, además de una mejora a nivel de negocio, un fortalecimiento del real. De hecho, este proceso ya se inició en el 4T'18.

Como siempre optamos por la prudencia. Reflejamos todos estos riesgos en nuestro modelo manteniendo una prima de riesgo elevada, unas inversiones exigentes y unas previsiones de crecimiento contenidas. Con ello, nuestra valoración apenas varía respecto al trimestre anterior: establecemos un precio objetivo de 9,58€, que implica un potencial de +23% desde los niveles actuales de cotización. Con ello, mantenemos recomendación sin cambios en Comprar.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

| | 2014r | 2015r | 2016r | 2017r | 2018r | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | TAMI'18-23 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| Ingresos | 50.377 | 54.916 | 52.036 | 52.008 | 48.693 | 48.498 | 48.864 | 49.572 | 50.368 | 51.255 | 1% |
| Margen Bruto | 69,9% | 69,9% | 70,7% | 71,1% | 71,2% | 71,1% | 71,4% | 71,6% | 71,8% | 71,8% | |
| OIBDA | 15.515 | 13.229 | 15.118 | 16.187 | 15.571 | 15.668 | 15.810 | 16.016 | 16.422 | 16.658 | 1% |
| Margen EBITDA | 30,8% | 24,1% | 29,1% | 31,1% | 32,0% | 32,3% | 32,4% | 32,3% | 32,6% | 32,5% | |
| EBIT | 6.967 | 3.525 | 5.469 | 6.791 | 6.522 | 7.044 | 7.082 | 7.177 | 7.464 | 7.579 | 3% |
| Margen EBIT | 13,8% | 6,4% | 10,5% | 13,1% | 13,4% | 14,5% | 14,5% | 14,5% | 14,8% | 14,8% | |
| BAI | 3.635 | 906 | 3.245 | 4.597 | 5.571 | 5.522 | 5.529 | 5.685 | 6.126 | 6.310 | 3% |
| BNA | 3.001 | 616 | 2.369 | 3.132 | 3.331 | 3.610 | 3.614 | 3.717 | 4.005 | 4.125 | 4% |
| Tasa de variación interanual | | -79,5% | 284,6% | 32,2% | 6,4% | 8,4% | 0,1% | 2,8% | 7,7% | 3,0% | |

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

| | 2014r | 2015r | 2016r | 2017r | 2018r | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Activo No Corriente | 99.448 | 101.614 | 103.667 | 95.135 | 90.707 | 91.609 | 92.568 | 93.635 | 94.716 | 95.826 |
| Activo Circulante | 22.900 | 18.715 | 19.974 | 19.931 | 23.340 | 20.682 | 20.824 | 21.113 | 21.407 | 21.782 |
| Total Activo | 122.348 | 120.329 | 123.641 | 115.066 | 114.047 | 112.291 | 113.392 | 114.748 | 116.123 | 117.608 |
| FFPP | 21.135 | 15.771 | 18.157 | 16.920 | 17.947 | 19.480 | 20.926 | 22.413 | 24.015 | 25.665 |
| Minoritarios | 9.186 | 9.665 | 10.228 | 9.698 | 9.033 | 9.729 | 10.451 | 11.193 | 11.993 | 12.817 |
| Pasivo no corriente | 11.630 | 13.392 | 14.193 | 13.050 | 10.194 | 11.458 | 11.570 | 11.708 | 11.849 | 12.000 |
| Deuda financiera | 59.782 | 60.087 | 60.361 | 55.746 | 54.702 | 52.430 | 51.017 | 49.642 | 48.071 | 46.481 |
| Pasivo Corriente | 20.615 | 21.414 | 20.702 | 19.652 | 22.171 | 19.194 | 19.428 | 19.792 | 20.196 | 20.644 |
| Total Pasivo | 122.348 | 120.329 | 123.641 | 115.066 | 114.047 | 112.291 | 113.392 | 114.748 | 116.123 | 117.608 |

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

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina Juan Tuesta

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.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

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

Avenida de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

| | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | VR |
|--------------------------------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|
| +BNA | 3.610 | 3.614 | 3.717 | 4.005 | 4.125 | 104.360 |
| +Amortizaciones | 8.624 | 8.728 | 8.840 | 8.958 | 9.079 | |
| +Gastos Financieros *(1-t) | 1.332 | 1.354 | 1.309 | 1.200 | 1.624 | |
| - Inversiones en activos fijos | 9.602 | 9.763 | 9.981 | 10.114 | 10.262 | |
| - Inversiones en circulante | 20 | -40 | -59 | -66 | -63 | |
| = CFL | 3.944 | 3.972 | 3.944 | 4.116 | 4.629 | |
| WACC | 5,5% | | | | | |
| g | 1,0% | | | | | |
| EV | 98.863 M€ | | | | | |
| - Deuda Neta | 46.801 M€ | | | | | |
| - Minoritarios | 9.033 M€ | | | | | |
| EqV | 43.029 M€ | | | | | |
| Nº acciones | 5.192 M | | | | | |
| Estimación DCF | 8,3 €/acción | | | | | |

Método de valoración:

Fijamos un precio objetivo de **9,58€/acc** empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de **8,3€** a través del primero y de **10,9€** con el segundo. Por tanto, si equiponderamos ambos enfoques llegamos a nuestra valoración final de **9,58€/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 +23%.

Valoración por Suma de Partes

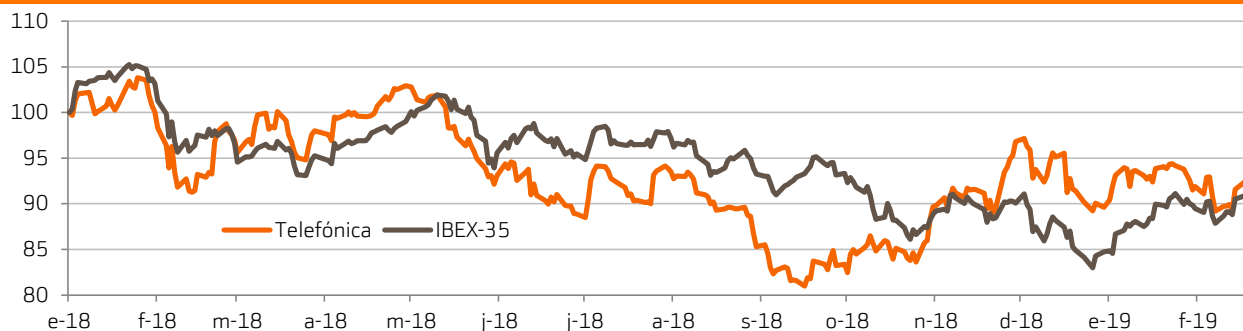
| | EV | EV/EBITDA equivalente |
|------------------------|----------------------|-----------------------|
| España | 48.677 | 10,0 x |
| Reino Unido | 12.389 | 6,5 x |
| Alemania | 11.246 | 6,0 x |
| Brasil | 26.435 | 6,0 x |
| Hispanoamérica* | 11.610 | 5,0 x |
| Otros | 1.900 | 6,5 x |
| Total | 112.257 | |
| - Deuda Neta | 46.801 | |
| - Minoritarios | 9.033 | |
| EqV | 56.423 | |
| Nº acciones | 5.192 | |
| Estimación SoTP | 10,9 €/acción | |

* Latam ex - Brasil

Matriz de Sensibilidad de la Valoración por Flujos de Caja

| | | Crecimiento Sostenible Esperado (g) | | | | | | |
|------|------|-------------------------------------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|
| | | 0,25% | 0,50% | 0,75% | 1,0% | 1,25% | 1,50% | 1,75% |
| WACC | 4,2% | 11,2 | 12,5 | 14,0 | 15,8 | 17,8 | 20,2 | 23,1 |
| | 4,5% | 9,8 | 11,0 | 12,3 | 13,8 | 15,6 | 17,6 | 20,0 |
| | 4,7% | 8,7 | 9,7 | 10,9 | 12,2 | 13,7 | 15,4 | 17,4 |
| | 5,0% | 7,6 | 8,6 | 9,6 | 10,7 | 12,0 | 13,5 | 15,2 |
| | 5,5% | 5,9 | 6,6 | 7,4 | 8,3 | 9,3 | 10,4 | 11,7 |
| | 5,7% | 5,1 | 5,7 | 6,5 | 7,3 | 8,2 | 9,2 | 10,3 |
| | 6,0% | 4,4 | 5,0 | 5,6 | 6,4 | 7,1 | 8,0 | 9,0 |
| | 6,2% | 3,7 | 4,3 | 4,9 | 5,5 | 6,2 | 7,0 | 7,9 |
| | 6,5% | 3,1 | 3,6 | 4,2 | 4,8 | 5,4 | 6,1 | 6,9 |

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina Juan Tuesta

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.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

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

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

Avenida de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)