

Sector: Telecom

Latam y la caída de la deuda favorecen la mejora de objetivos

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 49.320 M€
 Último: 9,79 €/acc.
 Nº Acciones(M.): 5.038 M acc.
 Min / Max (52 sem): 7,61€ / 10,63€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Ratios	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e
PER*	82,7 x	18,8 x	15,1 x	14,7 x	13,1 x
Rent. dividendo*	7,3%	5,6%	4,1%	4,4%	5,0%
BPA (€/acc)	0,12	0,47	0,65	0,66	0,75
DPA (€/acc)**	0,75	0,55	0,40	0,43	0,49
DN/FFPP	2,1x	1,9x	1,8x	1,8x	1,6x
DN/OIBDA	4,1x	3,6x	3,3x	3,2x	3,0x
ROE	2%	8%	11%	11%	12%

*2015/16 con cotización de cierre de año. 2017/18/19 con última cotización

** 2016 considerando pago en efectivo del total del dividendo previsto.

Principales cifras*	1S16	1S17	Estimación**	Var.
Ingresos	25.236	26.091	26.054	3,4%
OIBDA	7.756	8.179	8.151	5,5%
Margen OIBDA	30,7%	31,3%	31,3%	
EBIT	3.083	3.370		9,3%
Margen EBIT	12,2%	12,9%		
BNA	1.241	1.600	1.577	28,9%

* Cifras en millones de euros

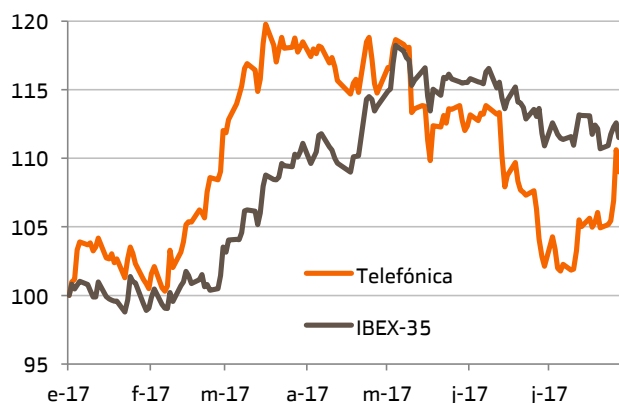
** Estimaciones del consenso de Bloomberg

Principales cifras*	2016r	2017e	2018e	2019e	TAMI
Ingresos	52.036	52.818	54.082	55.475	1%
Margen Bruto	70,7%	71,7%	71,7%	72,7%	
OIBDA	15.118	16.218	16.304	16.781	3%
Margen OIBDA	29,1%	30,7%	30,1%	30,2%	
EBIT	5.469	6.419	6.531	7.011	6%
Margen EBIT	10,5%	12,2%	12,1%	12,6%	
BNA	2.369	3.259	3.347	3.763	12%
% incremento BNA		38%	3%	12%	

* Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Evolución Telefónica vs. Ibex



TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 10,39 €
 Recomendación: Neutral

La buena evolución en Latam y la caída ligera de la deuda permiten que los resultados del 1S17 batan las estimaciones del consenso. Además, de favorecer una mejora de objetivo para los ingresos del ejercicio. La principal incertidumbre es la confirmación de una actividad muy débil en España mientras que Reino Unido y Alemania son las áreas más flojas en términos de ingresos. Tras estas cifras, mantenemos nuestra recomendación en Neutral y ajustamos ligeramente nuestro Precio Objetivo hasta 10,39€ (desde 10,35€ anterior). El principal factor que podría llevarnos a mejorar recomendación en los próximos trimestres sigue siendo la venta/salida a bolsa de O2 a un precio atractivo.

Buena evolución en Latam, la deuda cae ligeramente y mejora objetivos. ¿La principal pega? España sigue débil.

Las cifras del 1S17 batan ligeramente las estimaciones del consenso. Sin embargo, vuelven a mostrar una actividad débil en España. Los ingresos caen en el semestre -2,3% (en el 1T17 retrocedieron -2,6% y en el 2T17 -2,0%). Alemania y Reino Unido confirman un semestre más unos ingresos muy flojos, -4,1% y -7,4% respectivamente, mientras que las buenas noticias llegan por el lado de Latam. Algo nada despreciable porque esta área representa casi la mitad de los ingresos de la operadora. Brasil experimenta un aumento de +21,8% e Hispanoamérica crece +6,7%. Aunque este comportamiento está claramente beneficiado por la apreciación de las divisas de la región. A nivel de OIBDA se reitera la misma evolución en España, que es incluso más decepcionante (-5,0%). Pese a ello, el buen tono de nuevo en Latam compensa este retroceso y el margen OIBDA avanza +0,6% (hasta 31,3%).

Por el lado de la deuda financiera neta, queda en 48.487M€, que si bien supone una caída del -7,1% a/a, supone un reducción muy ligera respecto al 1T17. En concreto, -0,57%. De este modo, el ratio de deuda financiera neta sobre OIBDA queda en 2,86x vs. 2,91x en el primer trimestre.

En cuanto a los **objetivos para el ejercicio**, la Compañía revisa al alza el de los ingresos. Ahora afirma que crecerán por encima del +1,5% (vs. estable anteriormente), a pesar del impacto de la regulación que estima en alrededor de 1,2%. En cuanto al margen OIBDA reitera que crecerá hasta un 1%, el Capex sobre Ventas excluyendo espectro quedará alrededor del 16% y confirma el dividendo (0,40€, rentabilidad por dividendo de 4,1%).

En definitiva, las cifras batan estimaciones y la deuda cambia de tendencia respecto al 1T17, cuando aumentó +0,35%, aunque sea de manera muy tímida (-0,57%). Sin olvidar la mejora de *guidance* para los ingresos. Sin embargo, se confirma la floja actividad en España.

Tras estas cifras, mantenemos nuestra recomendación en Neutral y ajustamos ligeramente nuestro Precio Objetivo hasta 10,39€ (desde 10,35€ anterior).

El potencial desde los niveles actuales es reducido, +6,0%.

Ahora bien, **el anuncio de una desinversión en O2 a un precio atractivo podría llevarnos a mejorar recomendación.**

Asignamos una probabilidad superior al 50% a este desenlace. Especialmente una vez que parece que la subasta de nuevas frecuencias en Reino Unido se celebrará en el mes de octubre/noviembre de este año. Esta operación aceleraría el proceso de despalancamiento en el que se encuentra inmersa la Compañía y permitiría reducir sus costes financieros. Sin esta operación, la deuda irá cayendo pero de manera mucho más gradual.

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Eva del Barrio Belén San José Ana de Castro

Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Ana Achau (Asesoramiento)

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/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

Cifras en millones de €

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'16-'21
Ingresos	62.356	50.547	50.377	54.916	52.036	52.818	54.082	55.475	57.318	60.116	3%
Margen Bruto	71,0%	72,8%	69,9%	69,9%	70,7%	71,7%	71,7%	72,7%	72,7%	72,7%	
OIBDA	21.231	17.477	15.515	13.229	15.118	16.218	16.304	16.781	17.145	18.339	4%
Margen EBITDA	34,0%	34,6%	30,8%	24,1%	29,1%	30,7%	30,1%	30,2%	29,9%	30,5%	
EBIT	10.798	8.861	6.967	3.525	5.469	6.419	6.531	7.011	7.353	8.492	9%
Margen EBIT	17,3%	17,5%	13,8%	6,4%	10,5%	12,2%	12,1%	12,6%	12,8%	14,1%	
BAI	5.864	5.728	3.635	906	3.245	4.379	4.498	5.057	5.475	6.695	16%
BNA	3.928	4.593	3.001	616	2.369	3.259	3.347	3.763	4.075	4.983	16%
Tasa de variación interanual		16,9%	-34,7%	-79,5%	284,6%	37,6%	2,7%	12,4%	8,3%	22,3%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Act No Corriente	104.177	89.597	99.448	101.614	103.667	103.140	102.838	102.840	103.107	103.757
Act Circulante	25.596	29.265	22.900	18.715	19.974	19.601	20.123	20.587	21.304	22.280
Total Activo	129.773	118.862	122.348	120.329	123.641	122.741	122.962	123.426	124.411	126.037
FFPP	20.461	21.185	21.135	15.771	18.157	19.401	20.572	21.890	23.316	25.060
Minoritarios	7.200	6.297	9.186	9.665	10.228	10.732	9.410	10.012	10.665	11.462
Pasivo no corriente	13.993	11.064	11.630	13.392	14.193	12.541	12.564	12.611	12.712	12.878
Deuda financiera	66.853	60.699	59.782	60.087	60.361	59.886	59.787	57.788	55.933	53.844
Pasivo Corriente	21.266	19.617	20.615	21.414	20.702	20.180	20.628	21.125	21.786	22.793
Total Pasivo	129.773	118.862	122.348	120.329	123.641	122.741	122.962	123.426	124.411	126.037

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
+BNA	3.259	3.347	3.763	4.075	4.983	121.665
+Amortizaciones	9.799	9.773	9.770	9.792	9.847	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.705	1.695	1.625	1.557	1.480	
- Inversiones en activos fijos	9.436	9.633	9.850	10.138	10.574	
- Inversiones en circulante	-680	-141	-201	-207	-315	
= CFL Operativo	6.007	5.323	5.509	5.493	6.050	
WACC	6,0%					
g	1,0%					
EV	114.706 M€					
- Deuda Neta	53.010 M€					
- Minoritarios	10.732 M€					
EqV	50.964 M€					
Nº acciones	5.038 M					
Estimación DCF	10,12 €/acción					

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **10,39€/acc** empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de **10,12€** a través del primero y de **10,66€** 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 +6%.

Valoración por Suma de Partes

	EV	EV/EBITDA equivalente
España	47.920	10,0 x
Reino Unido	11.917	6,5 x
Alemania	13.472	7,0 x
Brasil	23.905	6,0 x
Hispanoamérica*	20.515	5,5 x
Otros	-300	6,5 x
Total	117.429	
- Deuda Neta	53.010	
- Minoritarios	10.732	
EqV	53.687	
Nº acciones	5.038	
Estimación SoTP	10,66 €/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 Belén San José Ana de Castro

Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Ana Achau (Asesoramiento)

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/>

Paseo de la Castellana, 29
28046 Madrid