

Sector: Telecom

Los retos son importantes pero la mejora de actividad y la caída de la deuda los compensan

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 38.686 M€
Último: 7,34 €/acc.
Nº Acciones(M.): 5.192 M acc.
Min / Max (52 sem): 6,59€ / 8,96€
Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF.SM

Principales cifras*	3T17	3T18	Var. a/a	Estimación
Ingresos	12.754	11.699	-8,3%	11.589
OIBDA	4.095	4.038	-1,4%	3.746
Margen OIBDA	32,1%	34,5%		
EBIT	1.773	1.926	8,6%	1.545
Margen EBIT	13,9%	16,5%		
BNA	839	1139	35,8%	722,5
% incremento BNA		35,8%		

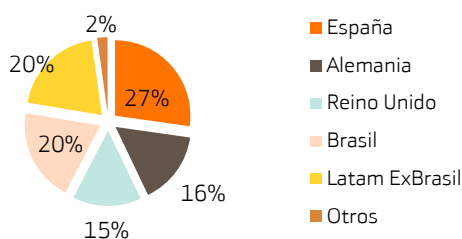
*Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Ratios	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e
PER*	13,5 x	10,8 x	11,2 x	10,7 x	9,7 x
Rent. dividendo*	4,9%	5,4%	5,3%	5,5%	6,1%
BPA (€/acc)	0,60	0,68	0,66	0,69	0,76
DPA (€/acc)**	0,40	0,40	0,39	0,41	0,45
DN/FFPP	1,8x	1,8x	1,6x	1,4x	1,3x
DN/OIBDA	3,0x	3,1x	3,0x	2,8x	2,6x
ROE	12%	13%	12%	11%	12%

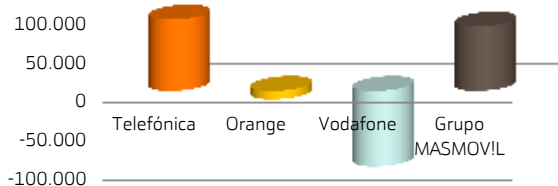
*2017 con cotización de cierre de año. 2018/19/20/21 con última cotización

Desglose de ingresos por geografía

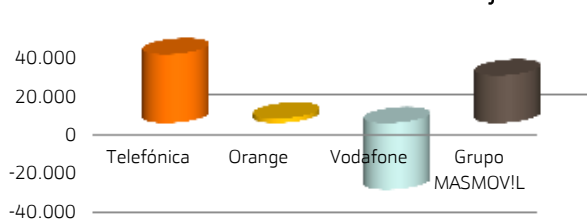


Captación líneas móviles y de banda ancha fija

Ganancia mensual líneas móviles



Ganancia mensual líneas banda ancha fija



* Datos según último informe de la CNMC con saldos de agosto

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Pilar Aranda Aránzazu Cortina

Elena Fernández-Traipella 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.

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 9,51 €
Recomendación: Comprar

Los resultados sorprenden y permiten mejorar el guidance de ingresos a futuro. La deuda cae por sexto trimestre consecutivo, lo que evidencia la capacidad de la operadora para desapalancarse orgánicamente. El giro estratégico implementado hace unos meses funciona y aumenta la captación de clientes en España mientras que en Brasil las perspectivas a futuro mejoran. Todo ello acompañado por una rentabilidad por dividendo que roza el 5,5% tras una corrección bursátil excesiva. En nuestra opinión, estos factores amortiguan las importantes incertidumbres a las que se enfrenta el sector teleco. Retos que incorporamos en nuestro modelo y derivan en una reducción de nuestro precio objetivo hasta 9,5€ (desde 10,78€ anterior). Esta valoración supone un potencial de +29,5% desde niveles actuales y, por ello, mantenemos nuestra recomendación en Comprar.

Los resultados batan estimaciones y permiten una mejora de guidance:

Los ingresos se mantienen planos en España (+0,1% en términos orgánicos y reportados) mientras que siguen creciendo con fuerza en Reino Unido (+7,4% reportado, +7,9% orgánico). Esta buena evolución resultará clave de cara a una posible desinversión en O2, aunque la incertidumbre en torno a la solución final del Brexit obstaculiza una eventual operación. En Latam el tipo de cambio sigue pesando. Especialmente la depreciación del real brasileño y el peso argentino. En conjunto, el forex reduce -8,1% los ingresos y -9,5% el OIBDA. Por geografías, en Brasil los ingresos caen -20,1% en términos orgánicos vs. -1,0% en términos reportados, en Hispam Sur caen -32,3% en términos reportados pero crecen +11,2% orgánicamente y en Hispam Norte crecen ligeramente (+0,3% orgánico, +0,4% reportado). Por el lado de los márgenes, el apalancamiento operativo de la operadora se refleja en el avance del margen OIBDA hasta 34,5% (+2,4% orgánico y +0,4% reportado).

Todo ello viene acompañado por una mejora de guidance: la Compañía estima ahora un crecimiento de ingresos de en torno a +2% (vs. alrededor de +1,0% anterior) pese al impacto negativo de la regulación (aproximadamente 0,9%). Finalmente, reitera un objetivo de crecimiento del margen OIBDA de alrededor de +0,5% y un CapEx sobre ventas excluyendo espectro en torno al 15%

El giro estratégico emprendido hace unos meses permitirá cumplir este objetivo

La apuesta por la distribución de contenidos propios y ajenos (acuerdos con Netflix o Amazon) o la adquisición del 100% de los derechos de fútbol en España está dando sus frutos. El último informe de la CNMC muestra que en agosto (mes de inicio de las competiciones de fútbol y las ofertas de los operadores) la Compañía consiguió captar 90.000 clientes de líneas móviles en España vs. la pérdida de 97.000 clientes por parte de Vodafone, que ha decidido no adquirir los derechos del fútbol, y -11.000 Orange. En líneas de banda ancha la evolución es similar: +35.800 Telefónica, -34.600 Vodafone y +2.400 Orange. Este tipo de clientes, interesados en la oferta de contenidos, probablemente evolucionarán hacia la contratación de paquetes combinados con mayores precios, y márgenes, lo que elevaría el ARPU (ingresos medios por cliente) de Telefónica. Sin olvidar, a su vez, la ofensiva lanzada por la teleco en el segmento de bajo coste con su enseña O2. Esta marca supone una competencia clara y directa para Simyo y Amena (Orange) y a Lowi (Vodafone) pero sobre todo para MásMóvil.

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

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

Avenida de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)

Conclusiones y valoración

Primero por el tipo de servicios que ofrece y, segundo, porque la oferta de O2 es más intensiva en datos (20GB vs. 3GB habitualmente). Si el consumo mensual de datos es más elevado las consecuencias serán especialmente negativas para MásMóvil. Una parte de su tráfico de datos se canaliza por la red de Orange y, por tanto, si se ve obligado a mejorar su oferta, deberá pagar más a Orange, penalizando sus márgenes.

Y la deuda cae por sexto trimestre consecutivo...

La deuda financiera neta se sitúa en 42.636M€, -2,2% desde el cierre del 2T18 y de -3,6% desde cierre de 2017. Situación que demuestra que Telefónica puede reconducir su principal problema de manera orgánica y gradual y anula el temor a un recorte de *rating* que conlleve un repunte del coste financiero. Nuestras previsiones contemplan una caída del ratio de deuda financiera neta sobre OIBDA desde niveles alrededor de 3,1x a cierre de este ejercicio hacia 2,6x en 2021.

... lo que refuerza el balance y la sostenibilidad de la rentabilidad por dividendo

A niveles actuales de cotización se sitúa alrededor de 5,4% e irá aumentando gradualmente hacia situarse alrededor de 6%. Niveles muy atractivos si comparamos con las rentabilidades de la renta fija.

¿Y qué sucede con los riesgos abiertos para el sector teleco?

Los incorporamos en nuestro modelo. Si bien mejoramos las perspectivas para España (gracias a la oferta de contenidos y el aumento de captación) y Brasil (un entorno macro más favorable ayudará a la dinámica comercial), elevamos las inversiones que Telefónica deberá acometer en el futuro. Tras estos ajustes, nuestro precio objetivo cae hasta 9,5€ desde 10,78€ anterior. Este nivel implica un potencial de +29,5% y justifica que mantengamos nuestra recomendación en Comprar.

En conclusión, el sector teleco se enfrenta a importantes retos. En concreto, a unas elevadas necesidades de inversión para adaptarse al nuevo estándar del 5G. Incorporamos este punto en nuestro modelo aumentando el capex de Telefónica en próximos ejercicios. Pese a ello, la mejora del entorno en España y Brasil respaldará una mejora operativa mientras que la caída del endeudamiento fortalece el balance y refuerza la sostenibilidad del dividendo a futuro. Tras una corrección bursátil que consideramos excesiva, la rentabilidad por dividendo se sitúa a niveles realmente atractivos (5,4%). Por todo ello, reafirmamos nuestra recomendación de Compra con precio objetivo 9,5€.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'17-22
Ingresos	50.547	50.377	54.916	52.036	52.008	49.239	48.834	49.933	51.752	53.721	1%
Margen Bruto	72,8%	69,9%	69,9%	70,7%	71,1%	70,7%	71,0%	71,3%	71,5%	71,7%	
OIBDA	17.477	15.515	13.229	15.118	16.187	15.986	15.727	16.152	16.688	17.259	1%
Margen EBITDA	34,6%	30,8%	24,1%	29,1%	31,1%	32,5%	32,2%	32,3%	32,2%	32,1%	
EBIT	8.861	6.967	3.525	5.469	6.791	7.006	6.756	7.143	7.583	8.036	3%
Margen EBIT	17,5%	13,8%	6,4%	10,5%	13,1%	14,2%	13,8%	14,3%	14,7%	15,0%	
BAI	5.728	3.635	906	3.245	4.597	5.187	5.032	5.267	5.795	6.338	7%
BNA	4.593	3.001	616	2.369	3.132	3.521	3.416	3.575	3.934	4.303	7%
Tasa de variación interanual		-34,7%	-79,5%	284,6%	32,2%	12,4%	-3,0%	4,7%	10,0%	9,4%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2013r	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Activo No Corriente	89.597	99.448	101.614	103.667	95.135	94.933	94.754	95.511	96.475	97.652
Activo Circulante	29.265	22.900	18.715	19.974	19.931	18.032	17.893	18.271	18.938	19.661
Total Activo	118.862	122.348	120.329	123.641	115.066	112.964	112.648	113.782	115.413	117.313
FFPP	21.185	21.135	15.771	18.157	16.920	18.364	19.765	21.232	22.845	24.610
Minoritarios	6.297	9.186	9.665	10.228	9.698	8.878	9.556	10.265	11.045	11.898
Pasivo no corriente	11.064	11.630	13.392	14.193	13.050	11.669	11.637	11.754	11.922	12.119
Deuda financiera	60.699	59.782	60.087	60.361	55.746	55.186	52.970	51.410	49.816	48.183
Pasivo Corriente	19.617	20.615	21.414	20.702	19.652	18.866	18.719	19.122	19.784	20.504
Total Pasivo	118.862	122.348	120.329	123.641	115.066	112.964	112.648	113.782	115.413	117.313

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro 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.

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

Avenida de Bruselas, 14

28108 Alcobendas (Madrid)

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
+BNA	3.521	3.416	3.575	3.934	4.303	104.312
+Amortizaciones	8.979	8.972	9.009	9.105	9.223	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.572	1.502	1.613	1.548	1.481	
- Inversiones en activos fijos	8.933	8.870	9.841	10.145	10.474	
- Inversiones en circulante	-547	32	-133	-209	-226	
= CFL	5.686	4.988	4.489	4.650	4.758	
WACC	5,6%					
g	1,0%					
EV	100.437 M€					
- Deuda Neta	48.400 M€					
- Minoritarios	9.698 M€					
EqV	42.339 M€					
Nº acciones	5.192 M					
Estimación DCF	8,2 €/acción					

Valoración por Suma de Partes

	EV	EV/EBITDA equivalente
España	50.434	10,0 x
Reino Unido	11.595	6,5 x
Alemania	10.775	6,0 x
Brasil	26.555	6,0 x
Hispanoamérica*	13.176	5,0 x
Otros	1.960	6,5 x
Total	114.495	
- Deuda Neta	48.400	
- Minoritarios	9.698	
EqV	56.397	
Nº acciones	5.192	
Estimación SoTP	10,9 €/acción	

* Latam ex - Brasil

Método de valoración:

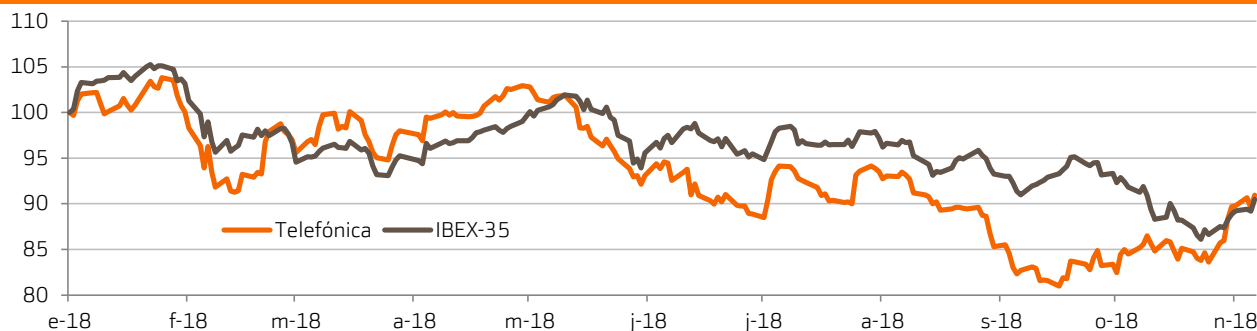
Fijamos un precio objetivo de **9,5€/acc** empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de **8,2€** a través del primero y de **10,9€** con el segundo. Por tanto, si equiponderamos ambos enfoques llegamos a nuestra valoración final de **9,5€/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 +29,5%.

Matriz de Sensibilidad de la Valoración por Flujos de Caja

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,0%	1,25%	1,50%	1,75%
4,4%	11,1	12,3	13,7	15,3	17,1	19,3	21,9
4,6%	9,8	10,9	12,1	13,5	15,0	16,9	19,0
4,9%	8,7	9,6	10,7	11,9	13,2	14,8	16,6
5,1%	7,7	8,5	9,4	10,5	11,7	13,0	14,6
5,6%	5,9	6,6	7,3	8,2	9,1	10,1	11,3
5,9%	5,2	5,8	6,4	7,2	8,0	8,9	9,9
6,1%	4,5	5,0	5,6	6,3	7,0	7,8	8,7
6,4%	3,8	4,3	4,9	5,5	6,1	6,9	7,7
6,6%	3,3	3,7	4,2	4,7	5,3	6,0	6,7

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro 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.

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

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

Avenida de Bruselas, 14
28108 Alcobendas (Madrid)