

Sector: Telecom

Resultados débiles aunque con mejora del mix de ingresos. Mantenemos la prudencia ante posibles compras en el mercado brasileño.

Datos Básicos (mercado)

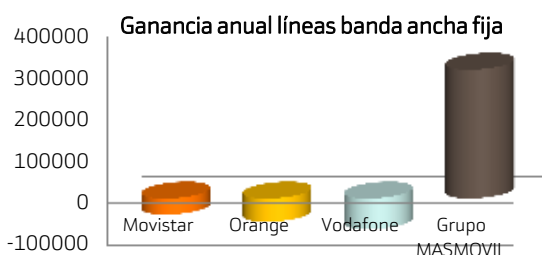
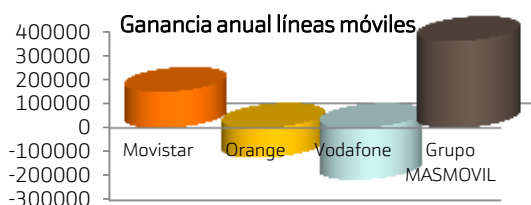
| | |
|---------------------------|-----------------|
| Capitalización (M €): | 35.254 M€ |
| Último: | 6,79 €/acc. |
| Nº Acciones(M.): | 5.192 M acc. |
| Min / Max (52 sem): | 5,86€ / 8,06€ |
| Cód. Reuters / Bloomberg: | TEF.MC / TEF SM |

| Principales cifras* | 3T18 | 3T19 | Var. a/a | Est. |
|---------------------|--------|--------|----------|------|
| Ingresos | 11.699 | 11.902 | 1,7% | |
| OIBDA | 4.038 | 2.748 | -31,9% | |
| Margen OIBDA | 34,5% | 23,1% | | |
| EBIT | 1.926 | 169 | -91,2% | |
| Margen EBIT | 16,5% | 1,4% | | |
| BNA | 1.139 | -443 | n.a. | |

| Ratios | 2018r | 2019e | 2020e | 2021e |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| PER* | 12,9 x | 17,4 x | 11,2 x | 10,8 x |
| Rent. dividendo* | 5,5% | 5,9% | 6,3% | 6,0% |
| BPA (€/acc) | 0,57 | 0,39 | 0,61 | 0,63 |
| DPA (€/acc) | 0,40 | 0,40 | 0,42 | 0,41 |
| DN/FFPP | 1,7x | 1,8x | 1,7x | 1,5x |
| DN/OIBDA | 3,0x | 3,5x | 3,0x | 2,9x |
| ROE | 12,3% | 7,5% | 11,1% | 10,9% |

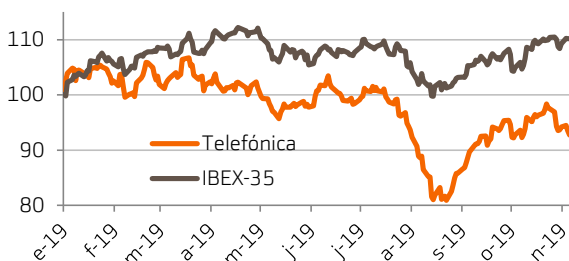
*2018 con cotización de cierre de año. 2019/20/21 con última cotización

Captación líneas móviles y de banda ancha fija



Datos CNMC

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Todos nuestros informes disponibles en:
<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

TELEFONICA

| | |
|------------------|-----------------------------------|
| Precio Objetivo: | 7,36 € |
| Recomendación: | Neutral |
| Analista: | Esther Gutiérrez de la Torre, CFA |

Los extraordinarios penalizan las cifras del 3T19 y la Compañía publica pérdidas. La parte positiva es la mejora en ingresos en España y Brasil, las dos geografías principales para la teleco, y la caída de la deuda. Pero nos preocupa la posible adquisición de activos a la brasileña OI. Tanto por sus efectos sobre la deuda como por la forma en que se financiaría la operación. En este escenario, mantenemos en Neutral con precio objetivo 7,36€ (vs. 7,45€ anterior). Potencial +8,5%.

Penalizada por extraordinarios pero con mejor mix de ingresos y caída de la deuda.

La Compañía anuncia pérdidas por -443M€ en el trimestre provocadas principalmente por los gastos del plan de bajas incentivadas en España (-1.402M€). En términos subyacentes, excluyendo estos efectos, el BNA alcanzaría 806M€, también por debajo de los 1.059M€ estimados por el consenso y sufriendo una caída a/a de -29%.

Lo más positivo por el lado de la cuenta de resultados viene del lado de los ingresos que avanzan +1,0% en España y +2,6% en Brasil, sus principales geografías. Es una evolución notable. Especialmente en el caso de España donde la competencia es muy elevada y los clientes se mueven con fuerza hacia el segmento de medio/bajo coste.

Pese a las pérdidas, Telefónica **reitera sus objetivos anuales** (crecimiento ingresos y EBITDA +2% aprox.) y mantiene el dividendo inalterado (anualmente paga 0,40€ en dos tramos, rentabilidad por dividendo aprox. 5,8%).

Por el lado del balance, las noticias son más positivas. La deuda sigue reduciéndose, -8,1% a/a hasta 38.293M€. Incluyendo los eventos posteriores al cierre cae aún más, hasta aproximadamente 37.600M€. Con ello, el ratio deuda neta OIBDA se sitúa en torno a 2,5x desde 2,6x a cierre de 2018.

Sin embargo, **nos preocupa el interés de la Compañía en una posible adquisición de algunos activos de OI** (la cuarta operadora del mercado brasileño).

El negocio de OI podría ser interesante para Telefónica. No sólo porque el paso de cuatro a tres operadores se traduciría en una caída de competencia en el mercado brasileño, sino también porque OI opera en zonas donde Telefónica tiene menor presencia. En este contexto la operación podría facilitar cierta mejora de márgenes y ganancia de cuota. Además, Vivo (filial de Telefónica) lograría acceso a frecuencias de OI que permitirían reducir futuras necesidades de inversión. Pero nos preocupa el efecto que esta operación pudiera tener en la deuda, así como la forma de financiarla (¿ampliación de capital?). Por ello, el nivel de sinergias debería ser muy elevado y el precio de la operación muy atractivo para compensar el efecto que provocaría sobre el balance de la teleco. Por ello, este anuncio nos hace elevar la prudencia sobre el valor.

De momento, y a la espera de noticias, **mantenemos recomendación en Neutral con Precio Objetivo 7,36€** (vs. 7,45€ anterior). Potencial +8,5%.

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

| | 2015r | 2016r | 2017r | 2018r | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | TAMI'18-'24 |
|------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Ingresos | 54.916 | 52.036 | 52.008 | 48.693 | 48.498 | 48.864 | 49.572 | 50.368 | 51.255 | 51.767 | 1% |
| Margen Bruto | 69,9% | 70,7% | 71,1% | 71,2% | 71,1% | 71,4% | 71,6% | 71,8% | 71,8% | 71,8% | |
| OIBDA | 13.229 | 15.118 | 16.187 | 15.571 | 13.964 | 15.810 | 16.016 | 16.422 | 16.658 | 16.406 | 1% |
| Margen EBITDA | 24,1% | 29,1% | 31,1% | 32,0% | 28,8% | 32,4% | 32,3% | 32,6% | 32,5% | 31,7% | |
| EBIT | 3.525 | 5.469 | 6.791 | 6.522 | 4.944 | 6.721 | 6.848 | 7.164 | 7.304 | 6.954 | 1% |
| Margen EBIT | 6,4% | 10,5% | 13,1% | 13,4% | 10,2% | 13,8% | 13,8% | 14,2% | 14,3% | 13,4% | |
| BAI | 906 | 3.245 | 4.597 | 5.571 | 3.099 | 4.826 | 5.012 | 5.495 | 5.713 | 5.137 | -1% |
| BNA | 616 | 2.369 | 3.132 | 3.331 | 2.022 | 3.148 | 3.269 | 3.584 | 3.727 | 3.351 | 0% |
| Tasa de variación interanual | | 284,6% | 32,2% | 6,4% | -39,3% | 55,7% | 3,8% | 9,6% | 4,0% | -10,1% | |

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

| | 2015r | 2016r | 2017r | 2018r | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Act No Corriente | 101.614 | 103.667 | 95.135 | 90.707 | 91.212 | 91.811 | 92.549 | 93.330 | 94.165 | 102.247 |
| Act Circulante | 18.715 | 19.974 | 19.931 | 23.340 | 20.983 | 20.824 | 21.113 | 21.407 | 21.782 | 23.641 |
| Total Activo | 120.329 | 123.641 | 115.066 | 114.047 | 112.195 | 112.636 | 113.662 | 114.738 | 115.947 | 125.888 |
| FFPP | 15.771 | 18.157 | 16.920 | 17.947 | 17.892 | 18.837 | 19.981 | 21.415 | 22.905 | 24.246 |
| Minoritarios | 9.665 | 10.228 | 9.698 | 9.033 | 8.935 | 9.407 | 9.979 | 10.695 | 11.439 | 12.108 |
| Pasivo no corriente | 13.392 | 14.193 | 13.050 | 10.194 | 11.448 | 11.493 | 11.598 | 11.707 | 11.831 | 12.845 |
| Deuda financiera | 60.087 | 60.361 | 55.746 | 54.702 | 54.728 | 53.483 | 52.331 | 50.747 | 49.154 | 54.260 |
| Pasivo Corriente | 21.414 | 20.702 | 19.652 | 22.171 | 19.193 | 19.416 | 19.775 | 20.174 | 20.618 | 22.429 |
| Total Pasivo | 120.329 | 123.641 | 115.066 | 114.047 | 112.195 | 112.636 | 113.662 | 114.738 | 115.947 | 125.888 |

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

| | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | VR |
|---------------------------------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|
| +BNA | 2.022 | 3.148 | 3.269 | 3.584 | 3.727 | 3.351 | 95.842 |
| +Amortizaciones | 9.020 | 9.088 | 9.169 | 9.259 | 9.354 | 9.452 | |
| +Gastos Financieros *(1-t) | 1.560 | 1.596 | 1.554 | 1.435 | 1.946 | 2.172 | |
| - Inversiones en activos fijos | 9.602 | 9.763 | 9.981 | 10.114 | 10.262 | 10.349 | |
| - Inversiones en circulante | 20 | -40 | -59 | -66 | -63 | -36 | |
| = CFL Operativo | 2.980 | 4.109 | 4.070 | 4.230 | 4.828 | 4.662 | |
| WACC | 5,9% | | | | | | |
| g | 1,0% | | | | | | |
| EV | 88.088 M€ | | | | | | |
| - Deuda Neta | 46.801 M€ | | | | | | |
| - Minoritarios | 9.033 M€ | | | | | | |
| EqV | 32.254 M€ | | | | | | |
| Nº acciones | 5.192 M | | | | | | |
| Estimación DCF | 6,21 €/acción | | | | | | |

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **7,36€/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 **6,21€** a través del primero y de **8,52€** 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 +8,5%.

Valoración por Suma de Partes

| | EV | EV/EBITDA equivalente |
|------------------------|----------------------|-----------------------|
| España | 43.384 | 10,0 x |
| Reino Unido | 11.042 | 6,5 x |
| Alemania | 10.023 | 6,0 x |
| Brasil | 23.560 | 6,0 x |
| Hispanoamérica* | 10.347 | 5,0 x |
| Otros | 1.693 | 6,5 x |
| Total | 100.050 | |
| - Deuda Neta | 46.801 | |
| - Minoritarios | 9.033 | |
| EqV | 44.216 | |
| Nº acciones | 5.192 | |
| Estimación SoTP | 8,52 €/acción | |

* Latam ex - Brasil

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Rafael Alonso - Bancos
Pilar Aranda - Petróleo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Luis Piñas - Consumo
Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Bueno - Eléctricas

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable