

Sector: Telecom

TELEFÓNICA

La actividad mejora pero los no recurrentes no cesan. Neutral. Precio Objetivo 7,0€.

Precio Objetivo: 7,0 €
 Recomendación: Neutral
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre, CFA

Datos Básicos (mercado)

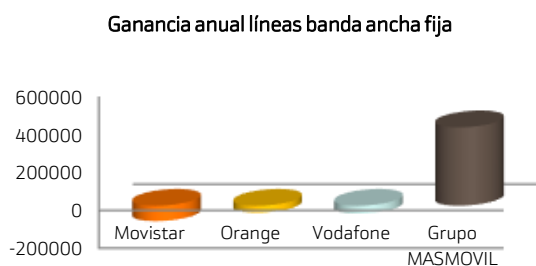
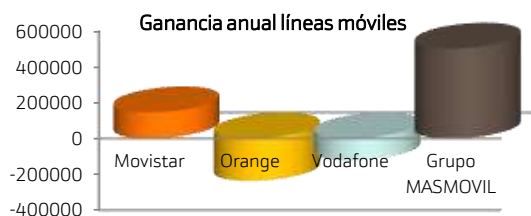
Capitalización (M €):	31.723 M€
Último:	6,11 €/acc.
Nº Acciones (M.):	5.192 M acc.
Min / Max (52 sem):	5,86€ / 7,9€
Cód. Reuters / Bloomberg:	TEF.MC / TEF SM

Principales cifras*	2018	2019	Var. a/a	Est.
Ingresos	48.693	48.422	-0,6%	48.429
OIBDA	15.571	15.119	-2,9%	15.565
Margen OIBDA	32,0%	31,2%		
EBIT	6.522	4.537	-30,4%	5.575
Margen EBIT	13,4%	9,4%		
BNA	3.331	1.142	-65,7%	2.751

Ratios	2019	2020e	2021e	2021e
PER*	36,6 x	14,8 x	14,6 x	13,8 x
Rent. dividendo*	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%
BPA (€/acc)	0,17	0,41	0,42	0,44
DPA (€/acc)	0,40	0,40	0,40	0,40
DN/FFPP	2,0x	2,0x	2,0x	2,0x
DN/OIBDA	3,3x	3,5x	3,4x	3,4x
ROE	4,5%	8,3%	8,3%	8,7%

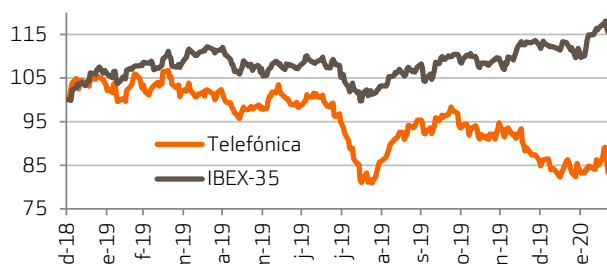
*2019 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización

Captación líneas móviles y de banda ancha fija



Datos CNMC

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Los extraordinarios pesan de nuevo en el 4T y anulan la mejora en el mix de ingresos y la caída del endeudamiento. España y Brasil ofrecen señales alentadoras. Ante ello, mantenemos recomendación en Neutral, pese a que nuestro precio objetivo cae hasta 7,0€ (desde 7,4€). Potencial +15%. El principal riesgo para nuestra valoración es que los no recurrentes pasen a ser recurrentes y veamos nuevos impactos en próximos trimestres. En ese escenario bajaríamos recomendación a Vender. El gran catalizador puede ser la entrada de algún socio que acelere la implementación del nuevo Plan Estratégico. En ese contexto, subiríamos a Comprar.

Los extraordinarios contrarrestan la mejora operativa

El 4T muestra cifras débiles y menores a lo estimado. Los extraordinarios vuelven a escena y penalizan la parte baja de la cuenta de pérdidas y ganancias. La parte positiva es la evolución de los ingresos, que orgánicamente crecen +3,2%. Por tanto, superan el objetivo del año que perseguía un avance de alrededor de +2,0%. El OIBDA también cumple al incrementarse +1,9% (en línea con el objetivo de +2,0%). Además, el desglose por países muestra una evolución positiva en España y Brasil, las principales geografías de la teleco. Consiguen registrar crecimientos en ingresos (+0,5% y +1,9% respectivamente en términos orgánicos) y también en OIBDA (+0,1% y +3,7%).

Tras estas cifras, ajustamos nuestras previsiones a futuro a la baja. Los crecimientos que experimentará la teleco serán muy moderados. La propia Compañía lanzaba un *guidance* prudente para este año: ingresos y OIBDA estables.

¿Es entonces momento de salir del valor? Aún no. La mejora operativa nos parece relevante. Al igual que dos aspectos adicionales:

(i) El desapalancamiento. La deuda neta cae hasta 37.744M€ (-8,1% a/a y -1,4% desde septiembre). Incluyendo eventos posteriores al cierre, la deuda quedaría en 37.000M€.

(ii) La rentabilidad por dividendo (6,4% a precios actuales). La Compañía pagará 0,40€ este año (0,20€ en diciembre 2020 y 0,20€ en junio 2021).

Por ello, pese a que nuestro precio objetivo cae hasta 7,0€ (desde 7,4€), mantenemos recomendación en Neutral. ¿Por qué no subimos a Comprar? Necesitamos que la mejora en el *mix* de ingresos se consolide y que los costes de restructuración no se perpetúen en próximos trimestres. Pensamos que el Plan Estratégico anunciado el pasado noviembre va en la buena dirección. Pero necesitamos ver avances en el mismo. Los objetivos 2019/2022 anticipan que los ingresos crecerán (sin cuantificar cuánto) y que Telefónica Tech (ciberseguridad, IoT/Big Data y Cloud) generará 2.000M€ en ingresos adicionales.

Si estos hitos no se consolidan, nuestra recomendación caerá hasta Vender. Por el contrario, si las especulaciones sobre la entrada de un fondo de capital riesgo al accionariado se confirman, muy probablemente mejoraríamos recomendación a Comprar. Este tipo de fondos se caracterizan por ejercer una presión importante enfocada a reconducir ineficiencias. En el caso de Telefónica el foco seguramente sería reducir la deuda de manera más agresiva y centrarse sólo en aquellos negocios más eficientes acelerando ventas en algunas regiones como Hispanoamérica (Latam ex Brasil).

Todos nuestros informes disponibles en:

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

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

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI'19-'24
Ingresos	54.916	52.036	52.008	48.693	48.422	48.864	49.572	50.368	51.255	51.767	1%
Margen Bruto	69,9%	70,7%	71,1%	71,2%	71,8%	71,4%	71,6%	71,8%	71,8%	71,8%	
OIBDA	13.229	15.118	16.187	15.571	15.119	15.150	15.237	15.380	15.805	16.172	1%
Margen EBITDA	24,1%	29,1%	31,1%	32,0%	31,2%	31,0%	30,7%	30,5%	30,8%	31,2%	
EBIT	3.525	5.469	6.791	6.522	4.537	5.457	5.497	5.584	5.943	6.252	7%
Margen EBIT	6,4%	10,5%	13,1%	13,4%	9,4%	11,2%	11,1%	11,1%	11,6%	12,1%	
BAI	906	3.245	4.597	5.571	2.718	3.410	3.446	3.639	4.014	4.086	8%
BNA	616	2.369	3.132	3.331	1.142	2.149	2.172	2.294	2.530	2.576	18%
Tasa de variación interanual		284,6%	32,2%	6,4%	-65,7%	88,2%	1,1%	5,6%	10,3%	1,8%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2015r	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Act No Corriente	101.614	103.667	95.135	90.707	94.549	94.872	95.273	95.758	96.334	103.111
Act Circulante	18.715	19.974	19.931	23.340	24.328	20.591	20.899	21.238	21.577	22.607
Total Activo	120.329	123.641	115.066	114.047	118.877	115.463	116.172	116.995	117.911	125.718
FFPP	15.771	18.157	16.920	17.947	17.118	17.190	17.286	17.503	17.956	18.454
Minoritarios	9.665	10.228	9.698	9.033	8.332	8.794	8.843	8.954	9.185	9.440
Pasivo no corriente	13.392	14.193	13.050	10.194	11.394	11.722	11.794	11.877	11.970	12.763
Deuda financiera	60.087	60.361	55.746	54.702	59.590	58.598	58.794	58.873	58.640	63.979
Pasivo Corriente	21.414	20.702	19.652	22.171	22.443	19.159	19.456	19.789	20.160	21.081
Total Pasivo	120.329	123.641	115.066	114.047	118.877	115.463	116.172	116.995	117.911	125.718

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
+BNA	2.149	2.172	2.294	2.530	2.576	103.645
+Amortizaciones	9.693	9.740	9.796	9.862	9.920	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.717	1.719	1.644	2.304	2.540	
- Inversiones en activos fijos	10.083	10.207	10.347	10.503	10.343	
- Inversiones en circulante	162	-58	-65	-61	-35	
= CFL Operativo	3.315	3.483	3.452	4.254	4.728	
WACC		5,6%				
g		1,0%				
EV		95.111 M€				
- Deuda Neta		50.425 M€				
- Minoritarios		8.332 M€				
EqV		36.354 M€				
Nº acciones		5.192 M				
Estimación DCF		7,00 €/acción				

Método de valoración:

Fijamos nuestro precio objetivo a través de un descuento de flujos de caja libre. Empleamos a este efecto las hipótesis detalladas en las tablas adjuntas. Con ello, nuestro precio objetivo queda en 7,0€ y nuestra recomendación en Neutral.

Matriz Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
4,36%	9,88	11,09	12,47	14,06	15,90	18,06	20,63
4,61%	8,62	9,69	10,89	12,25	13,82	15,65	17,79
4,86%	7,51	8,44	9,50	10,68	12,04	13,59	15,40
5,11%	6,50	7,34	8,26	9,31	10,48	11,82	13,36
5,61%	4,78	5,45	6,18	7,00	7,91	8,94	10,09
5,86%	4,03	4,63	5,30	6,03	6,84	7,74	8,75
6,11%	3,35	3,89	4,49	5,15	5,87	6,68	7,57
6,36%	2,72	3,22	3,76	4,35	5,00	5,72	6,52
6,61%	2,14	2,60	3,09	3,63	4,21	4,86	5,57

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 - Alimentación/Distribución

Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo

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