

Sector: Telecom

**Los resultados marcan un punto de inflexión y la deuda irá cayendo**

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 49.370 M€  
 Último: 9,80 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 5.038 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 7,45€ / 10,34€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Principales cifras*	2016r	2017e	2018e	2019e	TAMI
Ingresos	52.036	52.518	54.006	55.796	1%
Margen Bruto	70,7%	71,7%	71,7%	72,7%	
OIBDA	15.118	15.991	16.247	17.027	2%
Margen OIBDA	29,1%	30,4%	30,1%	30,5%	
EBIT	5.469	6.194	6.479	7.259	6%
Margen EBIT	10,5%	11,8%	12,0%	13,0%	
BNA	2.369	3.085	3.301	3.943	12%
% incremento BNA		30%	7%	19%	

\* Cifras en millones de euros

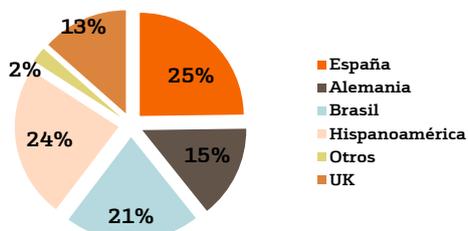
\*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Ratios	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e
PER*	82,7 x	18,8 x	16,0 x	15,0 x	12,5 x
Rent. dividendo*	7,3%	5,6%	4,1%	4,3%	5,2%
BPA (€/acc)	0,12	0,47	0,61	0,66	0,78
DPA (€/acc)**	0,75	0,55	0,40	0,43	0,51
DN/FFPP	2,1x	1,9x	1,8x	1,8x	1,6x
DN/OIBDA	4,1x	3,6x	3,3x	3,3x	3,0x
ROE	2%	8%	10%	11%	12%

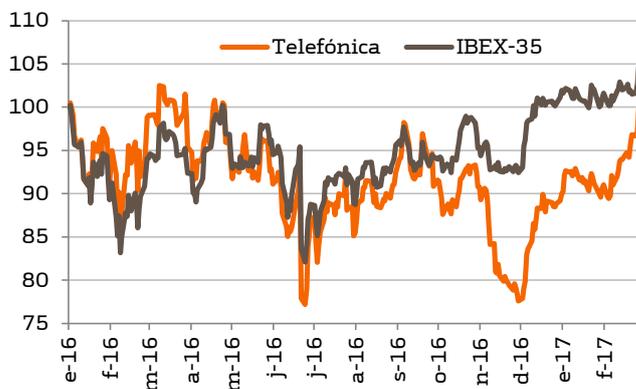
\*2015 y 2016 con cotización de cierre de año. 2017/18/19 con última cotización

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

Distribución de ingresos 2016



Evolución Telefónica vs. Ibex



## TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 10,3 €  
 Recomendación: Comprar

*Mantenemos nuestra recomendación de Comprar y elevamos precio objetivo hasta 10,3€ desde 9,6€ (potencial +5%). Además, no descartamos mejorar nuestra valoración si se produce la tan esperada desinversión en O2. Si bien nuestro modelo contempla un desapalancamiento orgánico gradual, esta operación aceleraría el proceso. Nuestra mejora se fundamenta en: (i) los resultados de 2016 confirman el cambio de tendencia en geografías tan relevantes como Brasil. Evolución que prevemos continuará en los próximos meses. (ii) La reducción del coste de financiación y de las inversiones libera flujos de caja libre. (iii) La rentabilidad por dividendo también acompaña. Se sitúa en 4,1% y ofrece un "colchón" frente a una posible, aunque no prevista, caída de importe similar en la cotización del valor.*

**Los resultados marcan un punto de inflexión para la operadora: España y Brasil seguirán dando apoyo**

Las cifras de 2016 confirman que la actividad en España atraviesa un buen momento. Los ingresos crecen +2,5%. Todo ello acompañado por un relevante cambio de tendencia en Brasil. Los ingresos en 2016 permanecen planos (+0,3%) después de caer -1,5% en 2015. La buena evolución del real ha sido determinante para ello. En nuestra opinión, ambas tendencias continuarán a lo largo de este ejercicio: (i) en España un escenario de menor competencia vía recorte de tarifas y promociones ayudará a que el mercado sea más racional mientras (ii) en Brasil la economía seguirá su mejora gradual ayudada por el proceso de recorte de tipos del banco central (actualmente Tasa Selic en 12,25% vs. 13% a inicios de 2016). Algo nada despreciable porque ambas áreas representan el 46% de los ingresos totales de la teleco.

**La deuda caerá orgánicamente y una posible desinversión de O2 aceleraría el proceso**

Nuestro modelo contempla una caída gradual de la deuda en próximos ejercicios. Las claves para este desapalancamiento orgánico son: (i) el recorte del dividendo anunciado hace unos meses, (ii) una caída del coste de financiación (hasta el 3,94% en 2016 vs. 4,96% en 2015); (iii) una reducción del ratio capex sobre ventas, excluyendo espectro, hasta 16% desde 17% objetivo en 2015. Los tres factores contribuirán a una mayor generación de flujos de caja libre. Por otro lado, si se concreta la esperada desinversión en O2, la reducción de deuda se aceleraría, lo que nos llevaría probablemente a mejorar nuestro precio objetivo. En este sentido, nuestras cifras ya recogen la venta del 40% de Telxius a KKR por 1.275M€.

**La rentabilidad por dividendo ofrece un "colchón" ante caídas inesperadas en el valor**

Aunque no prevemos riesgos inminentes, una rentabilidad por dividendo del 4,1% contrarrestaría una caída similar en la cotización del valor.

Todos estos factores nos llevan a mantener nuestra recomendación de Comprar y a elevar nuestro precio objetivo hasta 10,3€ desde 9,6€. Esta valoración implica un potencial de +5,0%. Además, como comentamos, no descartamos mejorar nuestro precio objetivo si se confirmara la desinversión de O2.

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)

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

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

Paseo de la Castellana, 29  
 28046 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](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.

Cifras en millones de €

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'16-21
<b>Ingresos</b>	62.356	50.547	50.377	54.916	52.036	52.518	54.006	55.796	58.047	60.474	3%
<i>Margen Bruto</i>	71,0%	72,8%	69,9%	69,9%	70,7%	71,7%	71,7%	72,7%	72,7%	72,7%	
<b>OIBDA</b>	21.231	17.477	15.515	13.229	15.118	15.991	16.247	17.027	17.704	18.613	4%
<i>Margen EBITDA</i>	34,0%	34,6%	30,8%	24,1%	29,1%	30,4%	30,1%	30,5%	30,5%	30,8%	
<b>EBIT</b>	10.798	8.861	6.967	3.525	5.469	6.194	6.479	7.259	7.906	8.753	10%
<i>Margen EBIT</i>	17,3%	17,5%	13,8%	6,4%	10,5%	11,8%	12,0%	13,0%	13,6%	14,5%	
<b>BAI</b>	5.864	5.728	3.635	906	3.245	4.146	4.436	5.298	6.026	6.956	16%
<b>BNA</b>	<b>3.928</b>	<b>4.593</b>	<b>3.001</b>	<b>616</b>	<b>2.369</b>	<b>3.085</b>	<b>3.301</b>	<b>3.943</b>	<b>4.485</b>	<b>5.177</b>	17%
<i>Tasa de variación interanual</i>		16,9%	-34,7%	-79,5%	284,6%	30,2%	7,0%	19,4%	13,7%	15,4%	

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

## Resumen Balance de Situación

	2012r	2013r	2014r	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>Act No Corriente</b>	104.177	89.597	99.448	101.614	103.667	103.095	102.787	102.841	103.216	103.908
<b>Act Circulante</b>	25.596	29.265	22.900	18.715	19.974	19.514	20.101	20.679	21.514	22.383
<b>Total Activo</b>	<b>129.773</b>	<b>118.862</b>	<b>122.348</b>	<b>120.329</b>	<b>123.641</b>	<b>122.609</b>	<b>122.888</b>	<b>123.520</b>	<b>124.731</b>	<b>126.292</b>
<b>FFPP</b>	20.461	21.185	21.135	15.771	18.157	19.227	20.382	21.763	23.332	25.144
<b>Minoritarios</b>	7.200	6.297	9.186	9.665	10.228	10.653	9.323	9.954	10.672	11.501
<b>Pasivo no corriente</b>	13.993	11.064	11.630	13.392	14.193	12.528	12.556	12.621	12.745	12.904
<b>Deuda financiera</b>	66.853	60.699	59.782	60.087	60.361	60.129	60.026	57.943	55.935	53.820
<b>Pasivo Corriente</b>	21.266	19.617	20.615	21.414	20.702	20.073	20.600	21.239	22.047	22.922
<b>Total Pasivo</b>	<b>129.773</b>	<b>118.862</b>	<b>122.348</b>	<b>120.329</b>	<b>123.641</b>	<b>122.609</b>	<b>122.888</b>	<b>123.520</b>	<b>124.731</b>	<b>126.292</b>

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
<b>+BNA</b>	3.085	3.301	3.943	4.485	5.177	122.938
<b>+Amortizaciones</b>	9.797	9.768	9.767	9.797	9.860	
<b>+Gastos Financieros *(1-t)</b>	1.714	1.703	1.630	1.556	1.478	
<b>- Inversiones en activos fijos</b>	9.389	9.621	9.900	10.251	10.630	
<b>- Inversiones en circulante</b>	-646	-166	-245	-253	-273	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>5.852</b>	<b>5.317</b>	<b>5.685</b>	<b>5.840</b>	<b>6.159</b>	
WACC	6,1%					
g	1,0%					
EV	115.822 M€					
- Deuda Neta	53.267 M€					
- Minoritarios	10.653 M€					
EqV	51.902 M€					
Nº acciones	5.038 M					
<b>Estimación DCF</b>	<b>10,3 €/acción</b>					

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **10,3€/acc** empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativo y el de suma de partes. Establecemos una valoración de **10,3€** a través de ambos enfoques.

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 +5%. Además, no descartamos mejorar nuestro precio objetivo si se confirma la esperada desinversión en O2. Esta operación ayudaría a corregir, más rápido de lo anticipado por nuestro modelo, la elevada deuda de la teleco.

## Valoración por Suma de Partes

	EV	EV/EBITDA equivalente
España	47.249	10,0 x
Reino Unido	11.750	6,5 x
Alemania	13.283	7,0 x
Brasil	23.570	6,0 x
Hispanoamérica*	20.227	5,5 x
Otros	-296	6,5 x
<b>Total</b>	<b>115.783</b>	
- Deuda Neta	53.267	
- Minoritarios	10.653	
EqV	51.864	
Nº acciones	5.038	
<b>Estimación SoTP</b>	<b>10,3 €/acción</b>	

\* 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](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