



ICADE BUSINESS SCHOOL

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO TELFÓNICA

Autor: Luis Enrique Bermejo Alonso

Director: Fernando Hernández Sobrino

Madrid
Junio de 2017

Luis Enrique
Bermejo
Alonso

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO TELEFÓNICA



Palabras clave

- ANÁLISIS CONTABLE
- ANÁLISIS ECONÓMICO
- ANÁLISIS FINANCIERO
- ANÁLISIS PATRIMONIAL
- EVOLUCIÓN DE LA EMPRESA

Resumen

En este trabajo se realizará un *análisis económico y financiero* de la empresa Telefónica S.A., a partir de los datos obtenidos de Thomson Reuters de los ejercicios 2012-2016.

Se han elaborado el Balance y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias funcional, a través de las cuales se facilitará el análisis de la empresa que se realizará posteriormente. El *análisis patrimonial* nos mostrará de qué modo está distribuida la empresa, para más adelante continuar por el *análisis financiero* que nos ayudará a entender el grado de endeudamiento y las posibilidades que tiene la empresa de afrontar los pagos. Llevaremos a cabo un *análisis económico* para comprender la rentabilidad de la empresa y la creación de valor que ha generado para sus accionistas.

Una vez estudiado la composición y la *evolución de la empresa*, se estudiarán las distintas posibilidades que Telefónica tiene para el desarrollo de su actividad en los próximos años.

Al tratarse de un trabajo académico se ha querido destacar en primer lugar los planteamientos teóricos para a continuación aplicarlos a la empresa en los 5 periodos de estudio.

Key words

- ACCOUNTING ANALYSIS
- ECONOMIC ANALYSIS
- FINANCIAL ANALYSIS
- EQUITY ANALYSIS
- COMPANY DEVELOPMENT

Abstract

In this paper, there will be realized an economic and financial analysis of the company Telefonica, S.A, from the information obtained from Thomson Reuters of the exercises 2012-2016.

There have been elaborated the Balance sheet and the functional Income Statements, across which there will be facilitated the analysis of the company that will be realized later. The *patrimonial analysis* will show us of what way the company is distributed, hereinafter to continue for the *financial analysis* that will help us to understand the degree of debt and the possibilities that the company has of confronting the payments. We will carry out an *economic analysis* to understand the profitability of the company and the creation of value that has generated for its shareholders.

Once the composition and *evolution of the company* has been studied, we will study the different possibilities that Telefónica has for the development of its activity in the coming years will be studied.

On having treated itself about an academic work we have wanted to emphasize first the theoretical expositions later to apply them to the company in 5 periods of study.

ÍNDICE

1. Presentación trabajo.....	1
2. Descripción empresa.....	2
2.1 Historia de Telefónica.....	2
2.2 Estructura de Telefónica.....	3
2.2.1 Marcas comerciales.....	3
2.2.2 Equipo directivo.....	3
2.2.3 Empleados.....	4
2.2.4 Accionistas.....	4
2.2.5 Participaciones de Telefónica.....	5
3. Análisis de la composición del balance	6
3.1 Método de porcentajes horizontales	6
3.1.1 Análisis del activo	6
3.1.2 Análisis del pasivo.....	8
3.2 Método de porcentajes verticales	9
3.2.1 Análisis del activo	9
3.2.2 Análisis del pasivo.....	11
4. Análisis de la composición de la cuenta de pérdidas y ganancias	14
4.1 Análisis del grupo	14
4.2 Análisis por países	15
5. Situación actual del mercado y empresa.....	19
5.1 Telefónica España.....	19
5.2 Telefónica Brasil (Vivo)	23
5.3 Telefónica Alemania	24
5.4 Telefónica UK.....	25
5.5 Telefónica Hispano América	25
5.6 Telefónica grupo.....	27
5.7 Riesgos del negocio	28
5.8 Evolución de las calificaciones de rating.....	28
6. Estimaciones mercado y empresa.....	30
6.1 España	30
6.2 Brasil.....	31
6.3 Alemania	31
6.4 Global	31
6.5 Estimaciones.....	31
7. Valoración Telefónica	33

7.1 Ratios.....	33
7.1.1 Ratios de endeudamiento	33
7.1.2 Ratios de liquidez.....	33
7.1.3 Rotaciones y periodos medios.....	34
7.1.4 Márgenes.....	34
7.1.5 Coste medio personal.....	35
7.1.6 Ventas por empleado	35
7.1.7 Ratios de rentabilidad.....	35
7.1.8 Rentabilidad para el accionista.....	36
7.2 Múltiplos	37
7.2.1 PER	37
7.2.2 P/BV.....	38
7.2.3 EV/EBITDA	38
7.2.4 Dividend Yield.....	39
7.2.5 Deuda neta/ EBITDA	39
7.2.6 Deuda neta/ Equity.....	39
7.3 Flujos de caja	39
7.3.1 Flujos de caja operativo.....	40
7.3.2 Flujos de caja para el accionista	40
7.4 Precio objetivo de la acción.....	41
7.5 Análisis de sensibilidad.....	42
7.6 Análisis de escenarios.....	42
7.6.1 Venezuela	42
7.6.2 México	44
7.6.3 5G en UK.....	45
7.6.4 Alemania.....	45
7.6.5 Brasil.....	46
8. Análisis competencia	47
9. Evolución de la cotización	49
9.1 Evolución de sector	49
9.2 Motivos de los cambios en la cotización de Telefónica	49
10. Conclusiones.....	51
11. Referencias.....	53
11.1 Ilustraciones	53
11.2 Gráficos	54
11.3 Tablas	55

11.4 Anexos	57
12. Bibliografía	58
12.1 Libros	58
12.2 Informes	58
12.3 Artículos Periódico	59
12.4 Páginas Web	61
12.5 Programas	61
13. Anexos	62

1. PRESENTACIÓN TRABAJO

En este Trabajo Final de Master se busca llevar a cabo un análisis exhaustivo sobre la empresa objeto de estudio, Telefónica S.A., escogida por ser una de las empresas líderes en el mercado español y sudamericano de las telecomunicaciones.

Los bajos tipos de interés que se están viviendo en los últimos años provocan que muchos inversores recurran a la renta variable. Por este motivo, estos inversores se preguntan en que empresas invertir y en cuáles no, siendo Telefónica una de las opciones, entre otros motivos por la promesa de un dividendo sostenido en el tiempo hecha por sus dos últimos presidentes.

El proyecto está enfocado a analizar la valoración de la empresa para, de este modo, conocer si es una buena elección. Por lo que el objetivo principal de este trabajo es analizar la valoración actual de la compañía, para de este modo tener una imagen fiel de esta. Una vez hecho el estudio se podrá emitir un juicio de valor sobre la situación que acompaña a la empresa durante los periodos de estudio y sus proyecciones futuras.

Para llevar a cabo este proyecto resulta primordial realizar un análisis de los Estados Financieros de la compañía, utilizando distintas herramientas para comprobar, entre otros parámetros, los niveles de liquidez y de endeudamiento. Las cuentas anuales que se analizarán en el proyecto serán el *"Balance"*, la *"Cuenta de Pérdidas y Ganancias"* y la *"Memoria"*. Para realizar este análisis se obtendrán las cuentas anuales de los últimos años y las distintas ratios del programa "Thomson Reuters Eikon", dado que esta información nos da la certeza de tener la calidad que necesitamos para realizar dicho estudio. Los ejercicios de estudio a considerar a la hora de realizar este proyecto son los últimos 5 años, incluido el 2016. Aunque Telefónica no haya publicado sus cuentas anuales de 2016, Thomson Reuters nos facilita esta información.

Este proyecto constará en primer lugar de una breve presentación de la compañía, en la que se citarán algunos datos de interés relacionados con su historia y evolución a lo largo de los años. Del mismo modo, se explicará una descripción de los negocios y la diversificación de los mismos sobre las diferentes localidades en las que actúa. Una vez en este punto, comenzaremos a analizar económicamente y financieramente a la compañía, para lo que explicaremos de forma teórica los procedimientos que se utilizarán y se llevarán a cabo en la práctica.

Para el perfecto entendimiento de la compañía, se elaborarán una serie de ratios e indicadores contables, los cuales nos proporcionarán una visión general de la compañía, para de este modo ser capaces de entender los puntos fuertes y débiles de la organización desde un punto de vista externo. Por otro lado, y una vez realizado el previo análisis, se hará un seguimiento de las noticias relacionadas con la empresa. De este modo, se podrá estudiar la correlación entre los distintos hechos relevantes y la evolución de la cotización de la acción. Entre las distintas noticias de actualidad, se encuentran los discursos del presidente ejecutivo de la compañía, José María Álvarez-Pallete, acerca de la valoración o los dividendos a repartir.

De esta manera, y con toda la información recogida, seremos capaces de emitir un juicio de valor sobre la compañía.

Cabe destacar, que el proyecto también dedicará una parte al análisis sectorial de las telecomunicaciones con la finalidad de comprobar si la situación actual de Telefónica es un hecho puntual o si se encuentra dentro de la normalidad en este sector. Para ello, se analizarán la situación de grandes empresas de telecomunicaciones a nivel nacional e internacional.

Concluiremos el trabajo de análisis, aportando una serie de conclusiones y recomendaciones acerca de Telefónica y respecto al sector empresarial.

2. DESCRIPCIÓN EMPRESA

Telefónica, S.A., es una de las principales empresas españolas, siendo el líder del sector de las telecomunicaciones en nuestro país. La compañía cotiza en el Mercado de la Bolsa de Valores española, IBEX 35, y es auditada por la compañía Ernst and Young.

2.1 Historia de Telefónica

Desde que inició su actividad en 1924, siempre ha presentado resultados positivos y un crecimiento continuo en toda su trayectoria empresarial, siendo la responsable de la extensión y de la modernización del servicio telefónico en España. Es bajo el gobierno dictatorial de Primo de Rivera cuando se funda la empresa, cuando el mismo Primo de Rivera con la intención de unificar la red de telefonía española, convocó un concurso internacional para adjudicar el diseño del servicio. Este plan fue llevado a cabo por la compañía estadounidense "ITT"¹, fundada dos años antes y de la cual su presidente era Sosthenes Behn. Es así como se funda el 19 de abril de 1924 en Madrid la compañía, con la denominación social "CTNE"².

Una vez creado la empresa y con la evolución de la misma en los siguientes años, llegamos a 1945, fecha clave en el transcurso de la historia de Telefónica. Tras los más de 20 años de historia de la empresa, y bajo las circunstancias económicas de la época, es el 8 de mayo de 1945 cuando se formaliza el contrato de venta al Estado español del 80% las participaciones de la empresa norteamericana ITT. Comenzó en este punto la nueva etapa de Telefónica, puesto que ITT mantenía una participación minoritaria y a partir de ahora, hasta muchos años después, Telefónica será una empresa nacionalizada, puesto que el Gobierno español tenía en su poder el bloque mayoritario de las participaciones de Telefónica.

Telefónica llegó a convertirse en la empresa líder de España, no solo en ámbitos de telecomunicaciones, sino que fue la empresa por referencia durante décadas. A lo largo de los siguientes años, existen grandes hitos de la compañía como el inicio de la cotización en las bolsas de Nueva York, o la expansión a multitud de países sudamericanos, pero lo que resulta fundamental de mencionar es la privatización de la empresa. Esta privatización ocurrió en tres fases, en primer lugar, en 1995 con una privatización parcial, años más tarde, en 1997 con la casi por completo de la compañía y 1999 con la privatización total de la pequeña parte restante.

La primera privatización ocurrió a principios de 1995, y contaba con el 11% del capital de Telefónica, una pequeña parte del total que controlaba el Estado, pero que permitió al Estado generar una fuerte recaudación para Hacienda, y de este modo, reducir el déficit público y cumplir con las exigencias del Tratado de Maastricht. Mientras que, por el otro lado, a Telefónica, le permitió contar con un importante número de accionistas del sector financiero, como eran BBV, La Caixa y Argentaria.

El Estado aprueba la venta de casi la totalidad de sus acciones de Telefónica el 24 de octubre de 1997, lo que supone el 23,78% del capital accionario de la compañía. Como en la primera privatización, el accionariado de Telefónica pasa a estar controlado por las entidades financieras.

Es finalmente en 1999 cuando la empresa, tal y como indica en su página web, se privatiza por completo. En esta ocasión, y por el contrario a las dos anteriores que se habían realizado a través de distintas OPV³, se vende las últimas participaciones de la empresa, que suponen el 0,28%, a través de Block Trade.

Desde su total privatización hasta la actualidad, Telefónica ha continuado su proceso de expansión a nivel global, adquiriendo de este modo multitud de compañías y activos en diferentes países. Ejemplo de ello son las adquisiciones de los activos de BellSouth en America Latina, activos de O2 en UK,

¹ International Telegraph and Telephone CO

² Compañía Telefónica Nacional de España

³ Oferta Pública de Venta

Alemania e Irlanda y las adquisiciones de las empresas Cesky Telecom, Telemig, Hansenet, Jahaj o Tuenti entre otros. Gracias a esta política expansiva, Telefónica tiene presencia en la mayoría de los continentes, tal y como se puede comprobar en la **“Ilustración 1: Presencia de Telefónica a nivel global”**.

DÓNDE ESTAMOS



Ilustración 1: Presencia de Telefónica a nivel global. Fuente: Página web Telefónica

2.2 Estructura de Telefónica

2.2.1 Marcas comerciales

La compañía se representa globalmente frente a los empleados, accionistas, proveedores o instituciones, bajo la marca institucional Telefónica. Siendo de lo más curioso que entre los distintos países en los que opera, es más típico conocer a la compañía a través de sus marcas comerciales como es Movistar (en todos los países de habla hispana), O2 (en Alemania y Reino Unido) y Vivo (Brasil). Todas las marcas comerciales de la compañía tienen el respaldo de Telefónica como marca corporativa en lo relevante a las comunicaciones con todos sus clientes.

Además de todas estas marcas comerciales, bajo las que opera Telefónica, cuenta con Fundación Telefónica, siendo a través de la misma, como contribuye al desarrollo económico, cultural y social en todos aquellos países donde actúa. La primera embajadora de la Fundación es Teresa Perales, atleta española paraolímpica, debido a que sus valores de superación, valentía y emprendimiento encajan a la perfección con los valores que la Fundación quiere promover.

Además, la compañía cuenta con “Telefónica Open Future”, el cual se trata de un programa orientado a la innovación hacia desarrollo de proyectos viables, diseñado para emprendedores, startups, inversores y organizaciones públicas y privadas.

2.2.2 Equipo directivo

Cuando en 2016, Telefónica anunciaba en un comunicado remitido a la CNMV⁴ que Cesar Alierta abandonaba la presidencia, se produjo una gran incertidumbre en lo relativo a su sucesor.

⁴ Comisión Nacional del Mercado de Valores

El sustituto en el cargo fue José María Álvarez-Pallete, aprobado por unanimidad en la reunión celebrada del Consejo de Administración de Telefónica el 08/04/2016. Hasta la fecha, José María Álvarez-Pallete, había sido el número dos de Cesar Alierta, siendo el mismo expresidente quien le propuso para ocupar el nuevo cargo, debido a que consideraba que Álvarez-Pallete sería quien mejor guiase a la compañía en este nuevo entorno digital.

El Consejo de Administración de Telefónica, el cual es el órgano de supervisión y control de la actividad de la compañía, está formado por 18 consejeros. Este tamaño del Consejo se ajusta perfectamente a la dimensión global de la empresa. Reflejamos en **“Tabla 1: Consejo de Administración”** todos los miembros del consejo.

Nombre	Apellidos	Puesto	Empresa
José María	Álvarez-Pallete	Presidente ejecutivo	Telefónica
Isidro	Fainé Casas	Vicepresidente	Gas Natural Fenosa
José María	Abril Pérez	Vicepresidente	BBVA
Julio	Linares López	Vicepresidente	CEOE
Cesar	Alierta Izuel	Consejero	Expresidente Telefónica
Eva	Castillo Sanz	Consejera	Telefónica
Juan Ignacio	Cirac Sasturain	Consejero	Instituto Max-Planck
José Javier	Echenique Landiribar	Consejero	BBVA
Peter	Erskine	Consejero	Telefónica
Sabina	Fluxa Thienemann	Consejera	Grupo Iberostar
Luiz Fernando	Furlán	Consejero	Amazonas Sustainability Foundation
Gonzalo	Hinojosa Fernandez De Angulo	Consejero	Independiente
Pablo	Isla Álvarez De Tejera	Consejero	Inditex
Peter	Löscher	Consejero	OMV
Antonio	Massanell Lavilla	Consejero	Caixabank
Ignacio	Moreno Martinez	Consejero	Metrovacesa
Francisco Javier	De Paz Mancho	Consejero	Prealsa
Wang	Xiaochu	Consejero	Unicom Group
Ramiro	Sánchez De Lerín Garcia-Ovies	Secretario	Telefónica
M ^a Luz	Medrano Aranguren	Vicesecretaria	Telefónica
Francisco Javier	De Paz Mancho	Coordinador	Prealsa

Tabla 1: Consejo de Administración Fuente: Página web Telefónica

2.2.3 Empleados

La compañía aspira a crear uno de los mejores equipos de trabajo, y es por ese motivo por el que imparten de forma continua cursos de formación entre sus empleados.

La plantilla está formada por 129.890 empleados de 98 nacionalidades distintas. Entre los empleados, la compañía cuenta con un 37,7% de mujeres y un 62,3% de varones, siendo un 19,9% de los mismos menores de 30 años.

2.2.4 Accionistas

Se trata de una empresa totalmente privada, la cual posee 1.500.000 de accionistas directos y un total de 5.037.804.990 acciones. Telefónica cotiza en el mercado continuo de las bolsas españolas y en las bolsas de Londres, Nueva York, Lima y Buenos Aires.

Reflejándose los principales accionistas de la compañía en la **“Tabla 2: Participaciones significativas”**.

Accionista	Porcentaje	Derechos de voto
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	6,00%	302,21M
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	4,98%	250,79M
Fundación Bancaria Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona (la Caixa)	4,95%	249,50M
The Vanguard Group, Inc.	1,74%	87,54M
Norges Bank Investment Management (NBIM)	1,35%	68,17M
Mellon Capital Management Corporation	1,10%	55,61M

Tabla 2: Participaciones significativas Fuente: Thomson Reuters

2.2.5 Participaciones de Telefónica

Además de lo mencionado con anterioridad, Telefónica es propietaria de diversos activos financieros, entre ellos la renta variable en diversas empresas.

Se recogen en la **“Tabla 3: Participaciones significativas”** en las empresas donde Telefónica es accionista:

Empresa	Participaciones
Prisa	13,1%
Mediaset Premium	11,1%
Indra	2,9%
China Unicom	1%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	0,7%

Tabla 3: Participaciones significativas Fuente: Página web Telefónica

3. ANÁLISIS DE LA COMPOSICIÓN DEL BALANCE

Para comprender la situación patrimonial resulta necesario realizar algunos métodos para el análisis, como es el caso del método de porcentajes horizontales, el método de porcentajes verticales y por último para una visualización más rápida y entendible, la representación gráfica.

Queda plasmado en el **“Anexo 1: Balance”** el balance de situación de la compañía en los últimos 5 años, a través del cual realizaremos el siguiente estudio.

3.1 Método de porcentajes horizontales

Consiste en determinar la variación de las distintas partidas, en relación con los ejercicios anteriores, o lo que es lo mismo, se trata de establecer la evolución de las partidas en el tiempo y observar su tendencia.

Es recomendable realizar la comparación en valores absolutos y en valores relativos, para de este modo evitar errores de apreciación.

3.1.1 Análisis del activo

Analizaremos los cambios más significantes dentro de la estructura del activo.

	2.012	Variación	2.013	Variación	2.014	Variación	2.015	Variación	2.016
ACTIVO CORRIENTE	25.596	3.669	29.265	(6.365)	22.900	(4.185)	18.715	1.259	19.974
Efectivos y equivalentes de efectivo	9.847	130	9.977	(3.448)	6.529	(3.914)	2.615	1.121	3.736
Activos financieros corrientes	1.872	245	2.117	815	2.932	121	3.053	(99)	2.954
Deudores y otras cuentas a cobrar	11.530	(1.366)	10.164	1.143	11.307	(861)	10.446	361	10.807
Clientes	12.106	(1.579)	10.527	1.174	11.701	(373)	11.328	323	11.651
Provisiones para clientes dudoso cobro	(3.196)	598	(2.598)	(159)	(2.757)	(30)	(2.787)	(8)	(2.795)
Otras cuentas por cobrar	2.620	(385)	2.235	128	2.363	(458)	1.905	46	1.951
Existencias	1.188	(203)	985	(51)	934	522	1.456	(401)	1.055
Administraciones públicas deudoras	1.009	131	1.140	(61)	1.079	42	1.121	280	1.401
Activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta	150	4.732	4.882	(4.763)	119	(95)	24	(3)	21
ACTIVO NO CORRIENTE	104.177	(14.580)	89.597	9.851	99.448	2.166	101.614	2.053	103.667
Inmovilizado material	35.021	(3.981)	31.040	2.116	33.156	754	33.910	2.483	36.393
Terrenos	13.099	(1.466)	11.633	(140)	11.493	22	11.515	415	11.930
Maquinaria/Equipamiento	101.862	(11.139)	90.723	1.154	91.877	(705)	91.172	8.773	99.945
Construcciones	3.776	(521)	3.255	(100)	3.155	(173)	2.982	368	3.350
Otros	7.398	(911)	6.487	0	6.487	329	6.816	472	7.288
Acumulación amortizada	(91.114)	10.056	(81.058)	1.202	(79.856)	1.281	(78.575)	(7.545)	(86.120)
Fondo de comercio	27.963	(4.529)	23.434	2.003	25.437	1.958	27.395	1.291	28.686
Intangibles	22.078	(3.530)	18.548	3.679	22.227	(1.078)	21.149	(631)	20.518
Intangibles	48.116	(5.381)	42.735	4.252	46.987	545	47.532	2.635	50.167
Amortización acumulada	(26.038)	1.851	(24.187)	(573)	(24.760)	(1.623)	(26.383)	(3.266)	(29.649)
Inversiones puestas en equivalencia	2.668	(44)	2.624	(1.060)	1.564	(702)	862	(115)	747
Activos financieros no corrientes	9.139	(1.564)	7.575	2.622	10.197	(574)	9.623	(529)	9.094
Notas a cobrar	2.940	536	3.476	(339)	3.137	(254)	2.883	(775)	2.108
Efectivo restringido	1.986	(554)	1.432	129	1.561	(136)	1.425	513	1.938
Otros activos a largo plazo	4.213	(1.546)	2.667	2.832	5.499	(184)	5.315	(267)	5.048
Activos por impuestos diferidos	7.308	(932)	6.376	491	6.867	1.808	8.675	(446)	8.229
TOTAL ACTIVO (Millones de €)	129.773	(38.911)	118.862	3.486	122.348	(3.019)	120.329	3.312	123.641

Tabla 4: Balance-Activos. Métodos porcentaje horizontales en unidades monetarias. Fuente: Thompson Reuters; Elaboración propia

Una vez comenzado a estudiar la evolución de las partidas en los últimos años, lo primero que llama la atención son los cambios en los años 2012/13. Como comprobamos en la **“Tabla 4: Balance-Activos. Métodos porcentaje horizontales en unidades monetarias”**, Telefónica tuvo una disminución en multitud de partidas interesantes para el estudio, como son las partidas de maquinaria, terrenos, activos intangibles y activos financieros a largo plazo. Además, si a todo esto, le añadimos que en este año aumentó la partida de activos no corrientes mantenidos para la venta, podremos comprobar la necesidad y esfuerzo mantenido por la empresa para conseguir efectivo.

Por lo que, si todo lo anterior es verdad, observando la partida de efectivo, deberíamos comprobar dicho aumento en la partida, hecho que no ocurre así, por lo que nos tendremos que plantear a donde

fue a parar dicho efectivo obtenido con la venta de todo el activo mencionado. Se trata de un momento temprano para dar una respuesta acertada, pero posiblemente la obtendremos cuando más adelante analicemos el pasivo de la compañía.

Al año siguiente, en 2014, comprobamos como Telefónica aumenta de nuevo su maquinaria, intangibles e incluso aumenta las inversiones financieras. La partida de activo mantenido para la venta se reduce, por lo que se puede entender que se vendieron los activos.

Por lo que se entiende que la reducción en el efectivo de Telefónica ese año, junto a la venta de los activos mantenidos, estuvieron destinados a financiar la compra de los activos anteriormente mencionados.

En el balance de la empresa de 2015, ocurre en hecho bastante similar al del año 2013, pero en menor cantidad. Comprobamos como la empresa reduce su partida de intangibles y sus inversiones financieras, por lo que la respuesta lógica sería que aumentase su efectivo, hecho que no ocurre así, sino que se reduce. Debemos entender que un tercio de la reducción del efectivo se destina a la compra de existencias, debido a que este año aumenta un 55,85%. Por lo que, de nuevo, se puede intuir que el efectivo generado por la empresa en estas transacciones pudiese estar destinado a la reducción de deuda.

Por último, en el año 2016, el hecho considerable a estudiar es el aumento en gran cantidad de la partida de maquinaria, puesto que aumentó 8.773 millones de euros.

En términos generales, la parte de los activos del balance de Telefónica tiene bastante lógica y no encontramos ningún hecho significativo que llame en exceso la atención. Comprobamos que todos los años, la compañía ha llevado una política de reducción de sus inversiones financieras, hecho que puede estar debido a los bajos tipos de interés en los que la sociedad se está moviendo en la actualidad.

Estudiamos la relación que mantienen el efectivo y las partidas más volátiles a lo largo de los últimos años en el lado de los activos del balance de Telefónica en el **“Gráfico 1: Efectivo vs Bienes enajenables”**. De este modo, llegamos a la conclusión que a lo largo de los diferentes años, la empresa ha tenido una elevada necesidad de liquidez, como es el caso del año 2013, o incluso del 2015. Entendemos que esta necesidad de efectivo está ligada al endeudamiento de la compañía, hecho que comprobaremos en el estudio del lado de los pasivos de Telefónica

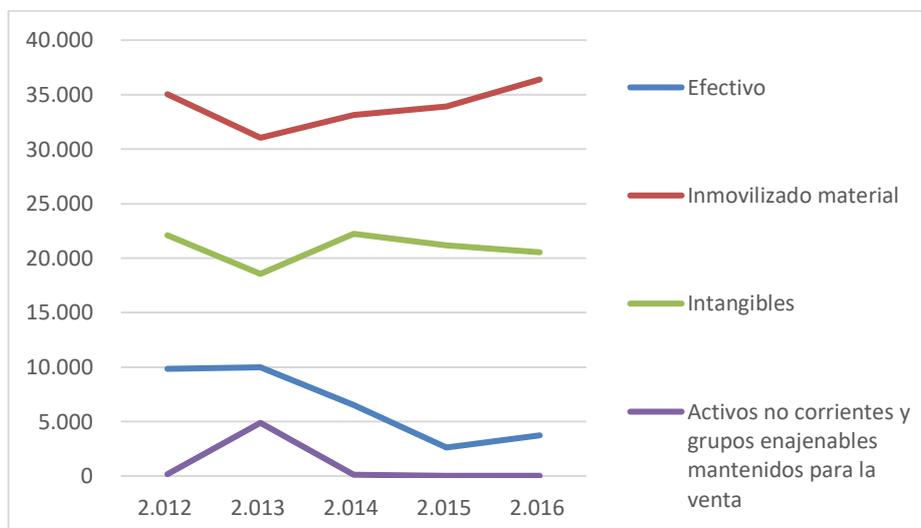


Gráfico 1: Efectivo vs Bienes enajenables. Fuente: Elaboración propia

Este incremento de inmovilizado material se corresponde según el informe anual de la compañía a las instalaciones técnicas y maquinaria, **“Ilustración 2: Inmovilizado material”**.

Ejercicio 2016

Millones de euros	Saldo al		Trasposos		Diferencias de conversión y corrección monetaria	Bajas de sociedades	Saldo al	
	31/12/2015	Altas	Amortización	Bajas				y otros
Terrenos y construcciones	4.851	59	(386)	(36)	198	173	(1)	4.858
Instalaciones técnicas y maquinaria	24.682	1.325	(5.034)	(22)	4.464	1.369	(14)	26.770
Mobiliario, utillaje y otros	1.412	190	(531)	(19)	344	30	-	1.426
Inmovilizado material en curso	2.965	5.674	-	(12)	(5.365)	89	(12)	3.339
Total inmovilizado material	33.910	7.248	(5.951)	(89)	(359)	1.661	(27)	36.393

Ilustración 2: Inmovilizado material. Fuente: Cuentas anuales Telefónica

3.1.2 Análisis del pasivo

Al igual que hicimos con el activo de la empresa, analizaremos los cambios más significantes dentro de la estructura del pasivo.

	2.012	Variación	2.013	Variación	2.014	Variación	2.015	Variación	2.016
PATRIMONIO NETO	27.661	- 179	27.482	2.839	30.321	- 4.885	25.436	2.949	28.385
Accionistas de la sociedad dominante	20.461	724	21.185	(50)	21.135	(5.364)	15.771	2.386	18.157
Total acciones	4.551	0	4.551	106	4.657	318	4.975	63	5.038
Pago adicional en capital	460	0	460	0	460	2.767	3.227	0	3.227
Reservas	20.553	2.948	23.501	139	23.640	(4.181)	19.459	(1.381)	18.078
Acciones del Tesoro	(788)	244	(544)	(1.042)	(1.586)	(70)	(1.656)	176	(1.480)
Ganancia no realizada	36	58	94	(39)	55	(108)	(53)	62	9
Otros ajustes	(4.351)	(2.526)	(6.877)	786	(6.091)	(4.090)	(10.181)	3.466	(6.715)
Intereses minoritarios	7.200	(903)	6.297	2.889	9.186	479	9.665	563	10.228
PASIVO CORRIENTE	31.511	- 2.367	29.144	565	29.709	4.675	34.384	1.067	35.451
Proveedores	9.230	(508)	8.722	772	9.494	(20)	9.474	(934)	8.540
Gastos acumulados	1.632	(124)	1.508	334	1.842	(47)	1.795	(19)	1.776
Notas a pagar	0	1.490	1.490	(716)	774	(336)	438	457	895
Deuda a corto plazo	10.245	(1.997)	8.248	344	8.592	4.378	12.970	1.779	14.749
Total otras obligaciones	10.404	(1.228)	9.176	(169)	9.007	700	9.707	(216)	9.491
Dividendos	183	45	228	3	231	(2)	229	28	257
Avances a clientes	1.612	(133)	1.479	178	1.657	33	1.690	68	1.758
Administraciones públicas acreedoras	2.522	(319)	2.203	(177)	2.026	215	2.241	91	2.332
Otras cuentas a pagar	5.345	(1.509)	3.836	640	4.476	39	4.515	(198)	4.317
Pasivos asociados con activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la ventas	4	918	922	(879)	43	(26)	17	(17)	0
Otras obligaciones	738	(230)	508	66	574	441	1.015	(188)	827
PASIVO NO CORRIENTE	70.601	- 8.365	62.236	82	62.318	- 1.809	60.509	- 704	59.805
Deuda a largo plazo	56.608	(5.436)	51.172	(484)	50.688	(3.571)	47.117	(1.505)	45.612
Total otras obligaciones	9.205	(1.204)	8.001	1.063	9.064	1.778	10.842	956	11.798
Reservas	2.654	(76)	2.578	676	3.254	(171)	3.083	643	3.726
Beneficios de pensiones/subfinanciados	4.410	(688)	3.722	(296)	3.426	1.945	5.371	776	6.147
Acreedores y otras cuentas a pagar a largo plazo	2.141	(440)	1.701	683	2.384	4	2.388	(463)	1.925
Impuestos diferidos	4.788	(1.725)	3.063	(497)	2.566	(16)	2.550	(155)	2.395
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (Millones de €)	129.773	(38.911)	118.862	3.486	122.348	(1.009)	120.329	3.312	123.641

Tabla 5: Balance-Pasivos. Métodos porcentaje horizontales en unidades monetarias. Fuente: Thompson Reuters; Elaboración propia

Con un primer vistazo en la “Tabla 5 Balance-Pasivos. Métodos porcentaje horizontales en unidades monetarias” llama bastante la atención como se produce una reducción en casi la totalidad de las partidas del pasivo en el año 2013 con respecto al anterior y del mismo modo que ocurría con la disminución en el activo, estas reducciones vienen derivadas de las partidas no corrientes de la compañía, es decir en el largo plazo.

Comprobamos que la deuda financiera de la compañía y las obligaciones a pagar, tanto a corto como a largo plazo, se redujo en un total de 7.433 millones y 2.432 millones respectivamente, por lo que ahora es cuando podemos confirmar lo anteriormente mencionado en el apartado del análisis del activo. La venta de sus bienes materiales, intangibles y de activos financieros tenía como objetivo conseguir efectivo, para de este modo poder reducir la deuda que la compañía posee.

Otro hecho importante a considerar en este ejercicio es el aumento de las notas a pagar, o lo que es lo mismo emisión de bonos y pagares por parte de la compañía, ya que en este ejercicio aumentaron

con respecto al anterior. Por su parte la partida de “pasivos asociados con activos no corrientes mantenidos para la venta” tuvo un aumento que a priori no supone un excesivo cambio en el balance, pero estudiándolo porcentualmente, tuvo un incremento de 22.950% con respecto al año anterior, un incremento bastante llamativo.

No encontramos ningún otro cambio llamativo en el balance hasta el año 2015, en el que se reduce el Patrimonio Neto de Telefónica. Un hecho que estuvo causado por una enorme disminución en las reservas de la compañía y en el decremento de la partida de otros ajustes. Este descenso en el Patrimonio Neto de la compañía se vio compensado por el aumento del pasivo de la misma, puesto que la partida de deuda financiera a corto plazo volvió a aumentar considerablemente.

Por último, observamos que Telefónica continúa teniendo la misma deuda que con respecto al año anterior en el 2016, por lo que continúa teniendo un enorme problema.

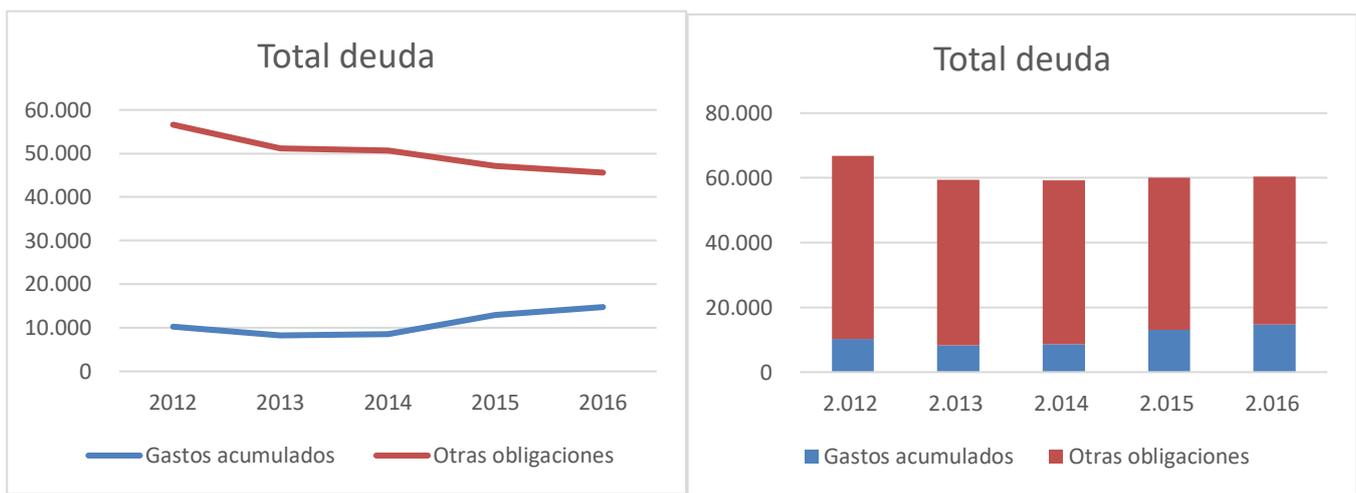


Gráfico 2: Evolución de la deuda financiera. Fuente: Elaboración propia

Comprobamos que Telefónica ha enfocado su estrategia empresarial en los últimos años a disminuir su deuda financiera. Como comprobamos en el “Gráfico 2: Evolución de la deuda financiera”, la deuda a largo plazo ha evolucionado con una tendencia negativa, fruto de dicha estrategia que ha llevado a cabo la empresa en los últimos años.

Es cierto, que la compañía cuenta con elevados niveles de endeudamiento, por lo que resulta bastante adecuado esta política de reducción de su deuda.

3.2 Método de porcentajes verticales

Consiste en mostrar que porcentaje representa cada partida del total de las masas patrimoniales. Por lo que, de esta manera conseguiremos analizar cuando supone cada partida del total de las masas y la evolución de los recursos de la compañía a lo largo de los periodos de estudio.

3.2.1 Análisis del activo

Para llevar a cabo este apartado, mostraremos los datos porcentuales en la siguiente tabla.

	2.012		2.013		2.014		2.015		2.016	
	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%
ACTIVO CORRIENTE	25.596	19,7%	29.265	24,6%	22.900	18,7%	18.715	15,6%	19.974	16,2%
Efectivos y equivalentes de efectivo	9.847	7,6%	9.977	8,4%	6.529	5,3%	2.615	2,2%	3.736	3,0%
Activos financieros corrientes	1.872	1,4%	2.117	1,8%	2.932	2,4%	3.053	2,5%	2.954	2,4%
Deudores y otras cuentas a cobrar	11.530	8,9%	10.164	8,6%	11.307	9,2%	10.446	8,7%	10.807	8,7%
Clientes	12.106	9,3%	10.527	8,9%	11.701	9,6%	11.328	9,4%	11.651	9,4%
Provisiones para clientes dudosos cobro	(3.196)	-2,5%	(2.598)	-2,2%	(2.757)	-2,3%	(2.787)	-2,3%	(2.795)	-2,3%
Otras cuentas por cobrar	2.620	2,0%	2.235	1,9%	2.363	1,9%	1.905	1,6%	1.951	1,6%
Existencias	1.188	0,9%	985	0,8%	934	0,8%	1.456	1,2%	1.055	0,9%
Administraciones públicas deudoras	1.009	0,8%	1.140	1,0%	1.079	0,9%	1.121	0,9%	1.401	1,1%
Activos no corrientes y grupos enajenables	150	0,1%	4.882	4,1%	119	0,1%	24	0,0%	21	0,0%
ACTIVO NO CORRIENTE	104.177	80,3%	89.597	75,4%	99.448	81,3%	101.614	84,4%	103.667	83,8%
Inmovilizado material	35.021	27,0%	31.040	26,1%	33.156	27,1%	33.910	28,2%	36.393	29,4%
Terrenos	13.099	10,1%	11.633	9,8%	11.493	9,4%	11.515	9,6%	11.930	9,6%
Maquinaria/Equipamiento	101.862	78,5%	90.723	76,3%	91.877	75,1%	91.172	75,8%	99.945	80,8%
Construcciones	3.776	2,9%	3.255	2,7%	3.155	2,6%	2.982	2,5%	3.350	2,7%
Otros	7.398	5,7%	6.487	5,5%	6.487	5,3%	6.816	5,7%	7.288	5,9%
Acumulación amortizada	(91.114)	-70,2%	(81.058)	-68,2%	(79.856)	-65,3%	(78.575)	-65,3%	(86.120)	-69,7%
Fondo de comercio	27.963	21,5%	23.434	19,7%	25.437	20,8%	27.395	22,8%	28.686	23,2%
Intangibles	22.078	17,0%	18.548	15,6%	22.227	18,2%	21.149	17,6%	20.518	16,6%
Intangibles	48.116	37,1%	42.735	36,0%	46.987	38,4%	47.532	39,5%	50.167	40,6%
Amortización acumulada	(26.038)	-20,1%	(24.187)	-20,3%	(24.760)	-20,2%	(26.383)	-21,9%	(29.649)	-24,0%
Inversiones puestas en equivalencia	2.668	2,1%	2.624	2,2%	1.564	1,3%	862	0,7%	747	0,6%
Activos financieros no corrientes	9.139	7,0%	7.575	6,4%	10.197	8,3%	9.623	8,0%	9.094	7,4%
Notas a cobrar	2.940	2,3%	3.476	2,9%	3.137	2,6%	2.883	2,4%	2.108	1,7%
Efectivo restringido	1.986	1,5%	1.432	1,2%	1.561	1,3%	1.425	1,2%	1.938	1,6%
Otros activos a largo plazo	4.213	3,2%	2.667	2,2%	5.499	4,5%	5.315	4,4%	5.048	4,1%
Activos por impuestos diferidos	7.308	5,6%	6.376	5,4%	6.867	5,6%	8.675	7,2%	8.229	6,7%
TOTAL ACTIVO (Millones de €)	129.773	100,0%	118.862	100,0%	122.348	100,0%	120.329	100,0%	123.641	100,0%

Tabla 6: Balance-Activos. Método porcentajes verticales. Fuente: Thompson Reuters; Elaboración propia

En primer lugar y para un estudio más sencillo únicamente utilizaremos los porcentajes mostrados en el cuadro anterior, “Tabla 6: Balance-Activos. Métodos porcentajes verticales”.

	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
ACTIVO CORRIENTE	19,7%	24,6%	18,7%	15,6%	16,2%
Efectivos y equivalentes de efectivo	7,6%	8,4%	5,3%	2,2%	3,0%
Activos financieros corrientes	1,4%	1,8%	2,4%	2,5%	2,4%
Deudores y otras cuentas a cobrar	8,9%	8,6%	9,2%	8,7%	8,7%
Clientes	9,3%	8,9%	9,6%	9,4%	9,4%
Provisiones para clientes dudoso cobro	-2,5%	-2,2%	-2,3%	-2,3%	-2,3%
Otras cuentas por cobrar	2,0%	1,9%	1,9%	1,6%	1,6%
Existencias	0,9%	0,8%	0,8%	1,2%	0,9%
Administraciones públicas deudoras	0,8%	1,0%	0,9%	0,9%	1,1%
Activos no corrientes y grupos enajenables	0,1%	4,1%	0,1%	0,0%	0,0%

Tabla 7: Balance-Activos Corrientes. Método porcentajes verticales. Fuente: Thompson Reuters; Elaboración propia

Como comprobamos en la “Tabla 7: Balance-Activos Corrientes. Método porcentajes verticales”, Telefónica ha ido quitando peso de su balance a los activos corrientes para incrementar sus activos a largo plazo. Esta pérdida de peso del activo corriente se debe mayoritariamente a la disminución de una única partida, el efectivo, puesto que todas las demás se mantienen más o menos constantes a lo largo de los años.

ACTIVO NO CORRIENTE	80,3%	75,4%	81,3%	84,4%	83,8%
Inmovilizado material	27,0%	26,1%	27,1%	28,2%	29,4%
Terrenos	10,1%	9,8%	9,4%	9,6%	9,6%
Maquinaria/Equipamiento	78,5%	76,3%	75,1%	75,8%	80,8%
Construcciones	2,9%	2,7%	2,6%	2,5%	2,7%
Otros	5,7%	5,5%	5,3%	5,7%	5,9%
Acumulación amortizada	-70,2%	-68,2%	-65,3%	-65,3%	-69,7%
Fondo de comercio	21,5%	19,7%	20,8%	22,8%	23,2%
Intangibles	17,0%	15,6%	18,2%	17,6%	16,6%
Intangibles	37,1%	36,0%	38,4%	39,5%	40,6%
Amortización acumulada	-20,1%	-20,3%	-20,2%	-21,9%	-24,0%
Inversiones puestas en equivalencia	2,1%	2,2%	1,3%	0,7%	0,6%
Activos financieros no corrientes	7,0%	6,4%	8,3%	8,0%	7,4%
Notas a cobrar	2,3%	2,9%	2,6%	2,4%	1,7%
Efectivo restringido	1,5%	1,2%	1,3%	1,2%	1,6%
Otros activos a largo plazo	3,2%	2,2%	4,5%	4,4%	4,1%
Activos por impuestos diferidos	5,6%	5,4%	5,6%	7,2%	6,7%

Tabla 8: Balance-Activos No Corrientes. Método porcentajes verticales. Fuente: Thompson Reuters; Elaboración propia

Las principales partidas que componen el Activo No Corriente son el inmovilizado material y el fondo de comercio. Como comprobamos en la **“Tabla 8: Balance-Activos No Corrientes. Método porcentajes verticales”** ambas partidas han aumentado a lo largo de los últimos 5 años.

Queda reflejado en el **“Gráfico 3: Evolución partidas principales del activo”**, la evolución de estas partidas mencionadas. Como se comprueba, todas las partidas tienen una evolución creciente, a excepción del efectivo de la compañía.

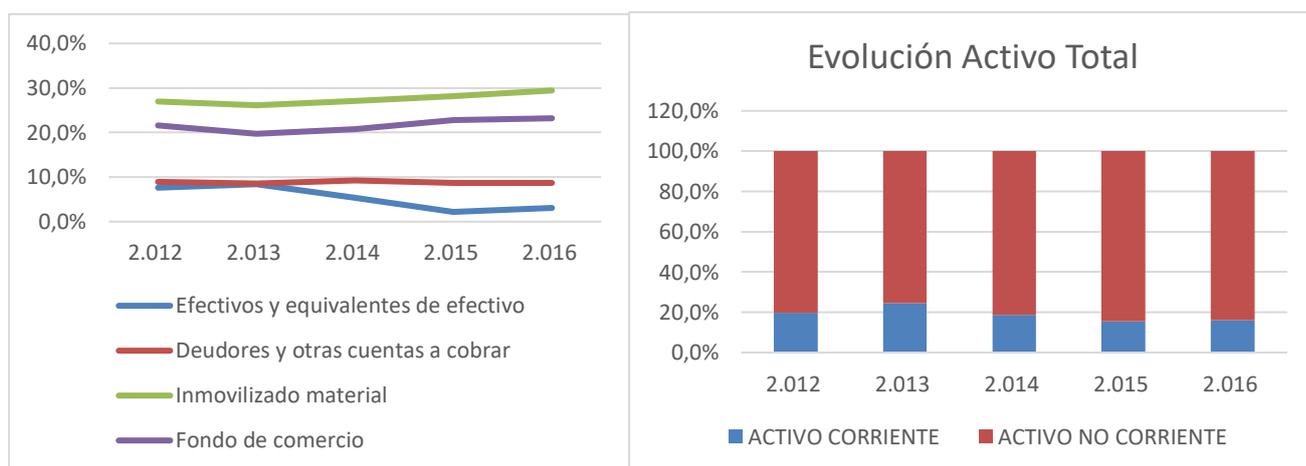


Gráfico 3: Evolución partidas principales del activo. Fuente: Elaboración propia

3.2.2 Análisis del pasivo

De la misma manera que anteriormente hemos realizado el análisis del activo de Telefónica, a continuación, procederemos a realizar el análisis de composición del pasivo y patrimonio neto.

	2.012		2.013		2.014		2.015		2.016	
	€	%	€	%	€	%	€	%	€	%
PATRIMONIO NETO	27.661	21,3%	27.482	23,1%	30.321	24,8%	25.436	21,1%	28.385	23,0%
Accionistas de la sociedad dominante	20.461	15,8%	21.185	17,8%	21.135	17,3%	15.771	13,1%	18.157	14,7%
Total acciones	4.551	3,5%	4.551	3,8%	4.657	3,8%	4.975	4,1%	5.038	4,1%
Pago adicional en capital	460	0,4%	460	0,4%	460	0,4%	3.227	2,7%	3.227	2,6%
Reservas	20.553	15,8%	23.501	19,8%	23.640	19,3%	19.459	16,2%	18.078	14,6%
Acciones del Tesoro	(788)	-0,6%	(544)	-0,5%	(1.586)	-1,3%	(1.656)	-1,4%	(1.480)	-1,2%
Ganancia no realizada	36	0,0%	94	0,1%	55	0,0%	(53)	0,0%	9	0,0%
Otros ajustes	(4.351)	-3,4%	(6.877)	-5,8%	(6.091)	-5,0%	(10.181)	-8,5%	(6.715)	-5,4%
Intereses minoritarios	7.200	5,5%	6.297	5,3%	9.186	7,5%	9.665	8,0%	10.228	8,3%
PASIVO CORRIENTE	31.511	24,3%	29.144	24,5%	29.709	24,3%	34.384	28,6%	35.451	28,7%
Proveedores	9.230	7,1%	8.722	7,3%	9.494	7,8%	9.474	7,9%	8.540	6,9%
Gastos acumulados	1.632	1,3%	1.508	1,3%	1.842	1,5%	1.795	1,5%	1.776	1,4%
Notas a pagar	0	0,0%	1.490	1,3%	774	0,6%	438	0,4%	895	0,7%
Deuda a corto plazo	10.245	7,9%	8.248	6,9%	8.592	7,0%	12.970	10,8%	14.749	11,9%
Total otras obligaciones	10.404	8,0%	9.176	7,7%	9.007	7,4%	9.707	8,1%	9.491	7,7%
Dividendos	183	0,1%	228	0,2%	231	0,2%	229	0,2%	257	0,2%
Avances a clientes	1.612	1,2%	1.479	1,2%	1.657	1,4%	1.690	1,4%	1.758	1,4%
Administraciones públicas acreedoras	2.522	1,9%	2.203	1,9%	2.026	1,7%	2.241	1,9%	2.332	1,9%
Otras cuentas a pagar	5.345	4,1%	3.836	3,2%	4.476	3,7%	4.515	3,8%	4.317	3,5%
Pasivos asociados con activos no corrientes	4	0,0%	922	0,8%	43	0,0%	17	0,0%	0	0,0%
Otras obligaciones	738	0,6%	508	0,4%	574	0,5%	1.015	0,8%	827	0,7%
PASIVO NO CORRIENTE	70.601	54,4%	62.236	52,4%	62.318	50,9%	60.509	50,3%	59.805	48,4%
Deuda a largo plazo	56.608	43,6%	51.172	43,1%	50.688	41,4%	47.117	39,2%	45.612	36,9%
Total otras obligaciones	9.205	7,1%	8.001	6,7%	9.064	7,4%	10.842	9,0%	11.798	9,5%
Reservas	2.654	2,0%	2.578	2,2%	3.254	2,7%	3.083	2,6%	3.726	3,0%
Beneficios de pensiones/subfinanciados	4.410	3,4%	3.722	3,1%	3.426	2,8%	5.371	4,5%	6.147	5,0%
Acreedores y otras cuentas a pagar a largo p	2.141	1,6%	1.701	1,4%	2.384	1,9%	2.388	2,0%	1.925	1,6%
Impuestos diferidos	4.788	3,7%	3.063	2,6%	2.566	2,1%	2.550	2,1%	2.395	1,9%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (Millo)	129.773	100,0%	118.862	100,0%	122.348	100,0%	120.329	100,0%	123.641	100,0%

Tabla 9: Balance-Pasivo. Método porcentajes verticales. Fuente: Thompson Reuters; Elaboración propia

Comenzaremos estudiando el patrimonio neto de la empresa, o lo que es lo mismo los recursos propios. Únicamente utilizaremos los porcentajes de la **“Tabla 9: Balance-Pasivo. Método porcentajes verticales”**, al igual que hicimos con anterioridad.

	2012	2013	2014	2015	2016
PATRIMONIO NETO	21,3%	23,1%	24,8%	21,1%	23,0%
Accionistas de la sociedad dominante	15,8%	17,8%	17,3%	13,1%	14,7%
Total acciones	3,5%	3,8%	3,8%	4,1%	4,1%
Pago adicional en capital	0,4%	0,4%	0,4%	2,7%	2,6%
Reservas	15,8%	19,8%	19,3%	16,2%	14,6%
Acciones del Tesoro	-0,6%	-0,5%	-1,3%	-1,4%	-1,2%
Ganancia no realizada	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros ajustes	-3,4%	-5,8%	-5,0%	-8,5%	-5,4%
Intereses minoritarios	5,5%	5,3%	7,5%	8,0%	8,3%

Tabla 10: Balance-Patrimonio Neto. Método porcentajes verticales. Fuente: Elaboración propia

Cabe resaltar de la **“Tabla 10: Balance-Patrimonio Neto. Método porcentajes verticales”** como Telefónica ha decidido en el último año aumentar su política de financiación a través de recursos propios.

Comprobamos como son los intereses minoritarios de la compañía, la partida que mayor incremento tiene a lo largo de los periodos de estudio.

Observamos también en la **“Tabla 10: Balance-Patrimonio Neto. Método porcentajes verticales”** como la partida de reservas, como a lo largo del periodo de estudio a pérdida fuerza con respecto a la totalidad del balance, este hecho puede ser derivado de un cambio en la política de repartición de beneficios, otorgando de esta manera un mayor reparto de dividendos. Es temprano para afirmarlo con rotundidad, pero lo analizaremos más adelante en profundidad.

	2012	2013	2014	2015	2016
PASIVO CORRIENTE	24,3%	24,5%	24,3%	28,6%	28,7%
Proveedores	7,1%	7,3%	7,8%	7,9%	6,9%
Gastos acumulados	1,3%	1,3%	1,5%	1,5%	1,4%
Notas a pagar	0,0%	1,3%	0,6%	0,4%	0,7%
Deuda a corto plazo	7,9%	6,9%	7,0%	10,8%	11,9%
Total otras obligaciones	8,0%	7,7%	7,4%	8,1%	7,7%
Dividendos	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Avances a clientes	1,2%	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%
Administraciones públicas acreedoras	1,9%	1,9%	1,7%	1,9%	1,9%
Otras cuentas a pagar	4,1%	3,2%	3,7%	3,8%	3,5%
Pasivos asociados con activos no corrientes	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Otras obligaciones	0,6%	0,4%	0,5%	0,8%	0,7%
PASIVO NO CORRIENTE	54,4%	52,4%	50,9%	50,3%	48,4%
Deuda a largo plazo	43,6%	43,1%	41,4%	39,2%	36,9%
Total otras obligaciones	7,1%	6,7%	7,4%	9,0%	9,5%
Reservas	2,0%	2,2%	2,7%	2,6%	3,0%
Beneficios de pensiones/subfinanciados	3,4%	3,1%	2,8%	4,5%	5,0%
Acreedores y otras cuentas a pagar a largo p	1,6%	1,4%	1,9%	2,0%	1,6%
Impuestos diferidos	3,7%	2,6%	2,1%	2,1%	1,9%

Tabla 11: Balance-Pasivo. Método porcentajes verticales. Fuente: Elaboración propia

Comprobamos en la “**Tabla 11: Balance-Pasivo. Método porcentajes verticales**” como las partidas más importantes de todo el pasivo son las correspondientes de la deuda financiera, suponiendo un 36.9% y 11.9%, en el largo y corto plazo respectivamente.

4. ANÁLISIS DE LA COMPOSICIÓN DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

Realizaremos una aproximación a la composición de la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía. Estudiando de este modo en una primera aproximación, la evolución de las distintas partidas que componen el P&L del grupo, en los diferentes años de estudio y el margen que supone cada una, o lo que es lo mismo, cuanto supone cada partida con respecto a los ingresos totales.

Del mismo modo, analizaremos la evolución de todas las divisiones de Telefónica, es decir, la evolución de Telefónica en todos los países en los que actúa.

Queda plasmado en el **“Anexo 2: Profit and Losses”** la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía en los últimos 5 años, a través de la cual realizaremos el siguiente estudio.

4.1 Análisis del grupo

Basándonos en la cuenta de pérdidas y ganancias de Telefónica, calculamos los márgenes de cada partida dentro del estado financiero.

	2012	2013	2014	2015	2016
Revenues constant FX	100%	100%	100%	100%	100%
Personnel Expenses	8,8%	9,9%	11,4%	10,7%	11,5%
Other operating expenses	56,3%	56,7%	57,8%	65,3%	59,5%
Total Operating Expenses	65,2%	66,6%	69,2%	75,9%	70,9%
EBITDA	34,0%	33,4%	30,8%	24,1%	29,1%
Of which depreciation	13,8%	13,4%	12,8%	13,5%	14,1%
Of which non-goodwill amortisation	2,9%	3,4%	4,2%	4,2%	4,5%
Depreciations	16,7%	16,9%	17,0%	17,7%	18,5%
EBIT	17,3%	16,6%	13,8%	6,4%	10,5%
Associates	2,0%	0,5%	1,0%	0,0%	0,0%
Net financial expenses	5,1%	5,0%	5,6%	4,8%	4,3%
PBT	10,2%	11,0%	7,2%	1,6%	6,2%
Taxes	2,3%	2,3%	0,8%	0,3%	1,6%
Net Profit	7,8%	8,7%	6,5%	1,4%	4,6%
Minorities	0,8%	0,7%	0,5%	0,2%	0,1%
Atribuido a accionistas	7,1%	8,0%	6,0%	1,1%	4,6%

Tabla 12: Márgenes P&L. Fuente: Elaboración propia

Estudiamos en la **“Tabla 12: Márgenes P&L”** como en el año 2015 se produce una disminución en el margen del *EBITDA* de Telefónica, debiéndose al aumento producido en los gastos operativos. Podemos establecer que el *EBITDA* de la compañía se sitúa en el 30%.

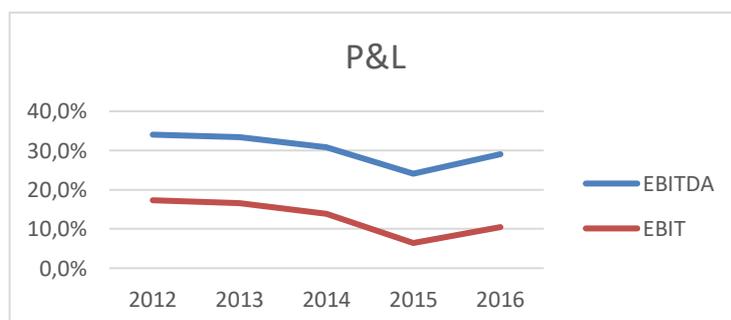


Gráfico 4: EBITDA&EBIT. Fuente: Elaboración propia

Del mismo modo, comprendemos como el margen del *EBIT* se mantiene constante, debiéndose a que todos los años se mantiene una amortización constante, gracias al **“Gráfico 4: EBITDA&EBIT”**.

Continuamos analizando las partidas a través del P&L, comprendiendo que el resto de partidas como el *beneficio antes de impuestos*, mantienen una misma relación todos los años, puesto que los gastos financieros (los intereses de la deuda financiera) rondan el 5% todos los años.

Una vez obtenido el beneficio final de Telefónica, existe una parte que se destina a los accionistas en forma de dividendos. Encontrándose en este momento, un hecho bastante llamativo.

	2012	2013	2014	2015	2016
Net Profit	4.881,00	4.969,00	3.252,00	752,00	2.399,00
Dividendos	2.885,96	1.592,85	2.072,07	2.188,95	2.512,20

Tabla 13: Dividendos Telefónica Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research

Volviendo de forma numérica a mostrar los resultados de la compañía en los últimos años, comprobamos como en los años 2015-2016 (*Tabla 13: Dividendos Telefónica*), no pudo hacer frente al pago de los dividendos con los resultados obtenidos. Por lo que resultó necesario la utilización de efectivo proveniente de un préstamo financiero, para que la empresa cumpliera con los dividendos prometidos y seguir de este modo con la política empresarial de repartición de dividendos llevada a cabo en los últimos años.

4.2 Análisis por países

Desglosando el P&L del grupo Telefónica entre todas sus divisiones, seremos capaces de comprender las decisiones empresariales llevadas a cabo por la dirección de la compañía.

	2012	2013	2014	2015	2016
TEF SPAIN	14.995,64	12.959,00	12.023,00	12.402,00	12.713,00
TEF BRAZIL	13.618,00	12.217,00	11.230,00	11.060,00	11.097,14
TEF HISPANOAMERICA	16.902,00	16.855,00	13.155,00	14.387,00	12.579,00
ARGENTINA	3.697,00	3.681,00	3.062,00	3.915,00	3.000,00
CHILE	2.569,00	2.483,00	2.089,00	2.220,00	2.163,00
PERU	2.400,00	2.454,00	2.504,00	2.766,00	2.499,00
COLOMBIA	1.765,00	1.705,00	1.719,00	1.508,00	1.409,00
MEXICO	1.596,00	1.580,00	1.649,00	1.783,00	1.410,00
VENEZUELA	4.009,00	4.228,00	1.420,00	481,00	432,00
CENTRAL AMERICA				898,00	912,00
ECUADOR	491,00	505,00	508,00	605,00	551,00
URUGUAY	254,00	256,00	232,00	240,00	226,00
Other	121,00	(38,00)	(27,00)	(29,00)	(23,00)
Other Europe and Other	16.840,36	15.030,00	13.969,00	17.067,00	15.647,00
TEF UK	7.042,00	6.692,00	6.919,00	7.837,00	6.861,00
TEF DEUTSCHLAND	5.213,00	4.914,00	5.522,00	7.888,00	7.503,00
IRELAND	629,00	556,00	259,00	-	-
CZECH REPUBLIC	2.010,00	1.818,00			
Other	1.946,36	1.050,00	1.269,00	1.342,00	1.283,00
REVENUES	62.356,00	57.061,00	50.377,00	54.916,00	52.036,14

Tabla 14: Ingresos por países. Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research

Como se citaba con anterioridad, Telefónica está presente en multitud de países, centrándose su actividad en el continente americano y europeo. Aunque los ingresos de la compañía provienen de

todos los países en los que opera, se comprende que en Europa es donde se obtienen mayoritariamente estos ingresos, **“Tabla 15: Ingresos por continentes”**.

Telefónica	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Europa	31.836,00	27.989,00	25.992,00	29.469,00	28.360,00
América	30.520,00	29.072,00	24.385,00	25.447,00	23.676,14
Total	62.356,00	57.061,00	50.377,00	54.916,00	52.036,14

Tabla 15: Ingresos por continentes Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research

Una vez desglosado los ingresos de Telefónica por países **“Tabla 14: Ingresos por países”**, resulta más sencillo entender todos los cambios vividos en los últimos años. Comprobándose de este modo, como las ventas de las filiales de Telefónica en la República Checa (2013) e Irlanda (2014), trajeron consigo importantes disminuciones en los ingresos de la compañía. Utilizando estas ventas de las filiales (2.467 y 850 millones respectivamente) a los grupos PPF y Hutchinson Whampoa, para la reducción de la deuda financiera.

	2012	2013	2014	2015	2016
TEF SPAIN	(8.180,93)	(6.619,00)	(6.352,00)	(10.066,00)	(8.246,00)
TEF BRAZIL	(8.457,00)	(8.277,00)	(7.687,00)	(7.487,00)	(7.383,14)
TEF HISPANOAMERICA	(10.959,00)	(11.324,00)	(9.087,00)	(10.031,00)	(9.102,00)
ARGENTINA	(2.621,00)	(2.704,00)	(2.260,00)	(2.909,00)	(2.203,00)
CHILE	(1.536,00)	(1.665,00)	(1.381,00)	(1.460,00)	(1.459,00)
PERU	(1.491,00)	(1.579,00)	(1.660,00)	(1.823,00)	(1.717,00)
COLOMBIA	(1.158,00)	(1.125,00)	(1.092,00)	(961,00)	(945,00)
MEXICO	(1.164,00)	(1.314,00)	(1.312,00)	(1.302,00)	(1.101,00)
VENEZUELA	(2.369,00)	(2.489,00)	(957,00)	(139,00)	(321,00)
CENTRAL AMERICA	-	-	-	(898,00)	(658,00)
ECUADOR	(315,00)	(323,00)	(320,00)	(411,00)	(374,00)
URUGUAY	(140,00)	(151,00)	(138,00)	(154,00)	(146,00)
Other	(165,00)	28,00	32,00	26,00	(180,00)
Other Europe and Other	(13.528,07)	(11.764,00)	(11.736,00)	(14.103,00)	(12.187,00)
TEF UK	(5.441,00)	(5.055,00)	(5.186,00)	(5.908,00)	(5.152,00)
TEF DEUTSCHLAND	(3.862,00)	(3.606,00)	(4.789,00)	(6.030,00)	(5.709,00)
IRELAND	(499,00)	(446,00)	(208,00)	-	-
CZECH REPUBLIC	(1.178,00)	(1.064,00)	-	-	-
Other	(2.548,07)	(1.593,00)	(1.553,00)	(2.165,00)	(1.326,00)
OPERATING EXPENSES	(40.646,82)	(37.984,00)	(34.862,00)	(41.687,00)	(36.918,14)

Tabla 16: Gastos operativos por países. Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research

Comprobamos que el anteriormente incremento de los gastos operativos en el año 2015 que provocó el descenso en los márgenes del EBITDA de la compañía, se debe mayoritariamente al incremento de los gastos operativos en España y Alemania, **“Tabla 16: Gastos operativos por países”**.

De esta forma, se refleja el EBITDA de todas las filiales de Telefónica en la **“Tabla 17: EBITDA por países”**.

	2012	2013	2014	2015	2016
TEF SPAIN	6.814,71	6.340,00	5.671,00	2.336,00	4.467,00
TEF BRAZIL	5.161,00	3.940,00	3.543,00	3.573,00	3.714,00
TEF HISPANOAMERICA	5.943,00	5.531,00	4.068,00	4.356,00	3.477,00
ARGENTINA	1.076,00	977,00	802,00	1.006,00	797,00
CHILE	1.033,00	818,00	708,00	760,00	704,00
PERU	909,00	875,00	844,00	943,00	782,00
COLOMBIA	607,00	580,00	627,00	547,00	464,00
MEXICO	432,00	266,00	337,00	481,00	309,00
VENEZUELA	1.640,00	1.739,00	463,00	342,00	111,00
CENTRAL AMERICA					254,00
ECUADOR	176,00	182,00	188,00	194,00	177,00
URUGUAY	114,00	105,00	94,00	86,00	80,00
Other	(44,00)	(10,00)	5,00	(3,00)	(203,00)
Other Europe and eliminations	3.312,29	3.266,00	2.233,00	2.964,00	3.460,00
TEF UK	1.601,00	1.637,00	1.733,00	1.929,00	1.709,00
TEF DEUTSCHLAND	1.351,00	1.308,00	733,00	1.858,00	1.794,00
IRELAND	130,00	110,00	51,00	-	-
CZECH REPUBLIC	832,00	754,00			
Other	(601,71)	(543,00)	(284,00)	(823,00)	(43,00)
EBITDA	21.231,00	19.077,00	15.515,00	13.229,00	15.118,00

Tabla 17: EBITDA por países. Gastos operativos por países. Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research

Como hicimos con anterioridad con el grupo, estudiamos cual es el margen de todas las filiales de la compañía, obteniendo como resultado el **“Gráfico 5: Margen EBITDA-países”**. Únicamente apuntar como el grupo Telefónica obtiene un margen alrededor del 30 en todos los ejercicios.

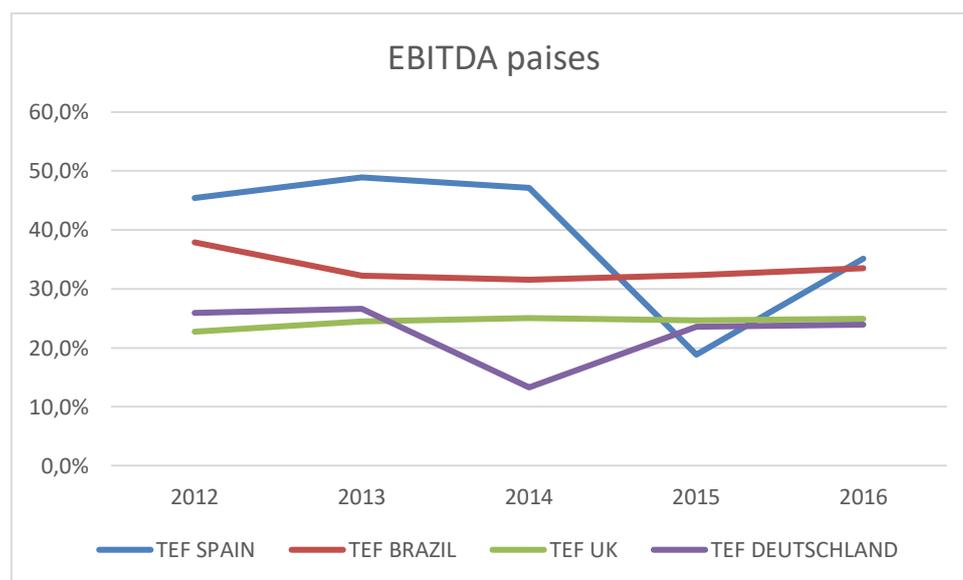


Gráfico 5: Margen EBITDA-países. Fuente: Elaboración propia

Comprobamos en el **“Gráfico 5: Margen EBITDA-países”** como Telefónica España opera con los mayores márgenes de la compañía. Podemos obtener como conclusión que entre los llamados “países desarrollados” en los que Telefónica opera (España, UK y Alemania), se trata del caso español en el que obtiene unos márgenes superiores. Dichos márgenes no solo son superiores con respecto a Alemania y UK, sino que llegaron a ser un 20% superiores, cantidad que se ha reducido paulatinamente, puesto que en la actualidad esta diferencia se ha reducido a un 10%.

La reducción de estos márgenes en el EBITDA de Telefónica España, se deriva del alto grado de competencia vivido por la compañía en España. Esta alta competencia se debe a la aparición de nuevos operadores de telefonía a unos precios reducidos, por lo que Telefónica se ha visto obligada a un continuo proceso de ajuste de reducción en los precios de sus servicios.

Pudiendo mostrar el ejemplo de las tarifas móviles, en el que comprobamos como Telefónica es el operador con precios y márgenes más elevados en España, tanto con su marca comercial Movistar, como con su marca “low cost” Tuenti, **“Tabla 18: Márgenes operadores telefónicos”**.

Todo hace indicar que este proceso de ajuste en los precios de los servicios continuará en los próximos años, para conseguir profundizar sus ingresos totales.

Compañía	Precio	Gigas	Precio por GB
Movistar Vive 45	45,00 €	5	9,00 €
Tuenti	35,00 €	5	7,00 €
Vodafone Red XL	65,00 €	10	6,50 €
R Movil	34,00 €	6	5,66 €
Euskaltel	34,00 €	6	5,66 €
Parlem	39,90 €	8	4,98 €
Orange	25,95 €	6	4,32 €
Jazztel	26,95 €	7	3,85 €
Amena	24,95 €	7	3,60 €
MasMovil	26,90 €	8	3,36 €
Republica Movil	36,90 €	8	3,36 €
FreedomPop	28,99 €	10	3,19 €
Simyo	30,00 €	10	3,00 €
Lowi	24,00 €	8	3,00 €
PepePhone	24,90 €	10	2,49 €
Yoigo	32,00 €	25	1,28 €

Tabla 18: Márgenes Operadores telefónicos Fuente: Eleconomista, Elaboración propia.

5. SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO Y EMPRESA

Para facilitar la comprensión de la situación de Telefónica actualmente, realizaremos un estudio por sus principales filiales de negocio. Como estudiamos con anterioridad estos países son España, Brasil y Alemania.

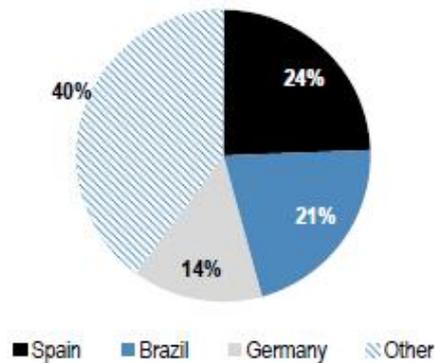


Gráfico 6: Ingresos por localidad. Fuente: Informe Telefónica. A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks. Global Equity Research, J.P. Morgan Cazenove

5.1 Telefónica España

Representa el 45% del EV de Telefónica a pesar de que contribuya menos de un cuarto de sus ingresos y menos de una tercera parte del EBITDA del grupo.

En los últimos años, España siempre ha sido un país con mayoritariamente tres jugadores en la infraestructura de las telecomunicaciones, como son Vodafone y Orange. Además de estos competidores, existe en la actualidad una apuesta a tener en cuenta Masmovil. Una de las características del país, es el alto grado de cambio de suscriptores, puesto que los usuarios cambian mucho entre compañías debido a su bajo nivel de fidelización.

El nuevo competidor mencionado con anterioridad, Masmovil, está llevando a cabo diversas estrategias de negocio, ya que resulta que la adquisición de Yoigo y el nuevo acuerdo de roaming con Orange, afectaran a los ingresos de Telefónica, puesto que podemos llegar a considerar que pueda robarle gran parte de los usuarios a la empresa.

Junto a estos acuerdos comerciales que Masmovil ha llevado a cabo con Orange, se debe sumar a los distintos acuerdos que también ha llevado a cabo con Telefónica. De esta forma, se consolida Masmovil como un importante nuevo competidor.

Este nuevo competidor, como es Masmovil, enfocará su estrategia en áreas donde la densidad de población es menor, puesto que la competitividad en esas áreas es menor. Ve una oportunidad de negocio aquellas ciudades con una población entre 5.000 y 50.000 habitantes, puesto que, según datos del Ministerio de Industria, existen más de 5.000.000 de hogares en estas ciudades sin cubrir.

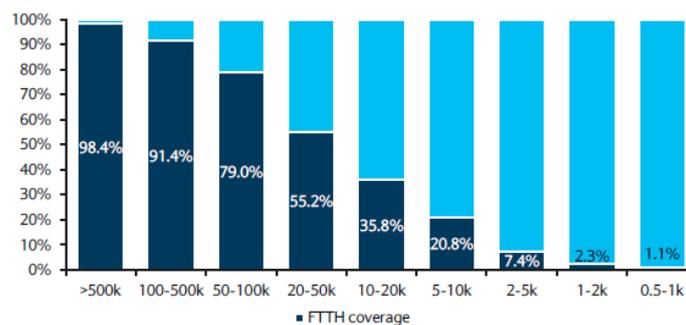


Gráfico 7: Cobertura del hogar por tipo de municipio. Fuente: Informe Telefonica SA, UPDATE: In line FCF 17e growth, with leverage. Barclays Equity Research.

Como se observa en el **“Grafico 7: Cobertura del hogar por tipo de municipio”**, existe un alto porcentaje de hogares sin cubrir en los municipios con menos población.

Masmovil posee un 1% de la cuota de mercado y busca para este nuevo año obtener 2% lo que equivaldría a 290.000 subscriptores, lo que a sus cuotas actuales de 25€ supondría 90 millones de ingresos para la compañía. Es bastante factible que consiga este aumento en los subscriptores de la empresa debido a los acuerdos comerciales y medidas que está llevando a cabo.

Por parte del competidor con mayor cuota de mercado, detrás de Telefónica, como es Vodafone, podemos señalar el acuerdo firmado el pasado mes de marzo con la compañía analizada.

Telefónica firmó los pasados meses un acuerdo con Vodafone para garantizarle el acceso de todo el sistema de fibra óptica para los próximos 5 años, puesto que Telefónica posee el 65% de la red en los hogares. Esto supone que Telefónica recibirá una cantidad mínima, transfiriendo parte del riesgo a Vodafone.

Es en este punto donde se me ocurre la siguiente pregunta *¿Es posible que el negocio de las teleoperadoras esté cambiando y que a partir de ahora tengan infraestructuras comunes?*, puesto que como acabamos de comentar el operador Masmovil realiza la misma operación compartiendo infraestructuras con Telefónica.

Se puede considerar que Telefónica se beneficiará en sus ingresos totales, aunque puede que por ello perder cierta cuota de mercado en las áreas no competitivas. Transferir parte del riesgo a Vodafone parece atractivo, pero también presiona a Vodafone para ganar cuota de mercado.

Esto supone un cambio en el mercado español, porque anteriormente Vodafone tenía acuerdos comerciales con Orange para intentar competir con Telefónica. Siendo a partir de ahora, y por lo relativo con el acuerdo de Telefónica-Vodafone, la compañía roja se convertirá en el mayor cliente de Telefónica.

Llego a considerar, que posiblemente Orange pueda plantearse una situación similar a la de sus competidores, en sus planes de expansión e intenta realizar un acuerdo similar con Telefónica.

A pesar de esta pérdida de clientes por parte de Telefónica, se incrementaron los beneficios en el año 2016. Este hecho deriva del cambio en las tarifas de la compañía, los cuales continuarán dándose a lo largo del 2017. Estos aumentos en los ingresos de la compañía se originan del mismo modo, en la reducción de los costes y la capacidad de generar mayor eficiencia.

Con otras palabras, los ingresos generados crecieron, derivados de los ingresos de TV pero también se continuó con bajos tipos de línea, incrementándose a través de promociones. En lo referente a la reducción de costes Telefónica que se está llevando a cabo, se realiza mediante un proceso de bajas incentivadas entre sus empleados hasta el 2018, según el cual y la compañía, ha supuesto unos ahorros de 2.017 millones en el último ejercicio. Debido a este plan de bajas, el margen EBITDA se colocó en los 41.1%.

La estrategia de la compañía en España es dirigirse a la penetración de servicios de mayor calidad, es decir, fibra óptica, y la de aumentar los paquetes ofertas de Movistar Fusión, en los que cuenta con fijo, móvil, internet y TV de pago.

Esta última, la fusión de sus productos, es una de las herramientas clave que ha usado Telefónica para establecer sus ingresos ha sido la fusión de sus productos. Se realizó este lanzamiento para recuperar cuota de mercado, una cuota de mercado que se había perdido por el atractivo de descuentos en los precios de otros competidores. A raíz de este lanzamiento de Telefónica, su competidor Vodafone introdujo un producto similar llamado “Vodafone One”.

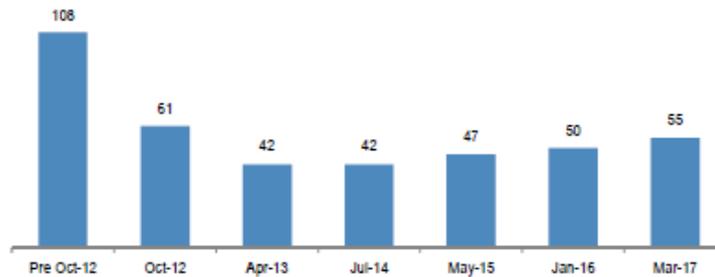


Gráfico 8: Incrementos de precios Fusión. Fuente: Informe Telefónica. A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks. Global Equity Research, J.P. Morgan Cazenove

La estrategia de Telefónica en España se basa en la incrementación de sus tarifas para ofrecer más, comenzando en mayo de 2015 con la entrada del paquete Fusión, “Gráfico 8: Incrementos de precios Fusión”.

Este hecho que comenzó en este punto, ha continuado dándose a lo largo de los últimos meses, y el hecho de incrementar los productos ofrecidos en los paquetes, provoca que los consumidores aprecien más “valor” en esta cartera de productos. Aunque Telefónica está introduciendo cada vez más iniciativas para poder incrementar precios en todos sus productos, no únicamente en el paquete Fusión.

Product	Change	Applied on	Date	Subs - 000s - (e)
Announced for 2015				
Fixed products				
Single play	Increase in phone rentals, VAS,	1P residential clients	Jan-15	3,176
Double play	Increase of EUR2 to EUR3 in monthly fee	2P residential clients	Apr-15	1,186
Mobile products				
Prepaid	10% increase in price per minute	Residential clients	Jan-15	3,328
Contract	Increase of EUR1 - EUR3 in monthly fee	Mobile residential clients on Vive plans	Feb-15	2,184
Quadplay - 'Fusion'	Increase of EUR5 in monthly fee	Fusion clients	May-15	3,717
Announced for 2016				
Fixed products				
Non convergent offers	Increase of EUR3	1P and 2P residential clients	Jan-16	1,209
Mobile products				
Contract	Increase of EUR1 in monthly fee		Jan-16	2,184
Quadplay - 'Fusion'	Increase of EUR3 in monthly fee	Fusion mobile only clients	Feb-16	4,048
Quadplay - 'Fusion'	Increase of EUR3 in monthly fee	Fusion mobile only clients	Feb-16	1,477
Quadplay - 'Fusion'	Increase of EUR2-5 in monthly fee	Fusion clients	Aug-16	4,209
Announced for 2017				
Quadplay - 'Fusion'	Increase of EUR5 in monthly fee	High end fusion clients	Feb-17	1,083

Tabla 19: Cambios en los precios de Telefónica. Fuente: Informe Telefonica SA, UPDATE: In line FCF 17e growth, with leverage. Barclays Equity Research

Estos cambios se han ido produciendo hasta consolidar los actuales paquetes exclusivos de la compañía., los cuales se dividen en:

- **Fusión**(85€/mes): incluye móvil, fijo, paquete premium de Tv e internet, siendo el paquete más demandado entre sus consumidores.
- **Fusion+2** (110€): los consumidores tienen derecho a más canales deportivos y dos líneas de teléfono.
- **Premium Extra** (65€): El pack de TV solo incluye deportes, cine y series.

El ARPU⁵ de la compañía se sitúa en 81.8€, es exactamente el precio de su paquete medio.

Cabe destacar que la empresa anuncio una subida de 5€/mes en todas las tarifas de los paquetes de Fusión, lo cual puede impulsar un importante aumento en los ingresos de la compañía. En este sentido los dos máximos competidores de la empresa, Vodafone y Orange, han seguido a Telefónica en el aumento de los precios, tal y como se puede comprobar en diversos artículos de distintos periódicos,

⁵ Average Revenue Per User

como el caso del **“Artículo de CincoDías”** del 27 de febrero, el CEO de Vodafone estaba trabajando en hacer sus tarifas más competitivas, llegando incluso a dejar la puerta abierta a subidas de precios. En relación a este competidor, existe otro artículo en el periódico *Expansión* del 28 de febrero, en el que se indica de esta misma subida de sus precios que comentaba el CEO de Vodafone.

Por su parte en el periodo **Elconomista** del 23 de febrero, quedó reflejada la posibilidad de incrementos de precio por el CEO de Orange.

Este hecho, es el causante de la oportunidad de negocio del nuevo competidor, Masmovil, ofreciendo unos precios más competitivos.

	Movistar	Vodafone	Orange	Netflix
Bundle name	Fusion+ Package	Vodafone Extra TV	Love without Limits	2 ScreensHD
Key Content	Fiber optic 300Mb/Mobile/Landline and Premium TV including all sports (beIN Sports inc), cinema and series programming, Movistar+	Broadband/70 channels + football package (inc. beIN Sports and El Partidazo)	1 Mobile line/4GB data/unlimited calls/fibre broadband/Orange Film and TV series, Football TV	All content on 2 simultaneous screens +HD
Price/mth	€ 85	€ 40 for the first 6 months and then € 80 thereafter	€ 30 for Mobile + Broadband for 3 months and € 71 thereafter. € 8 for Orange film/TV + € 10 for Football TV + € 5/mth for BeIN Sports	€ 10

Tabla 20: Paquetes de los servicios ofrecidos por los competidores Fuente: Informe Telefonica SA, UPDATE: In line FCF 17e growth, with leverage. Barclays Equity Research

Tal y como demuestran el **“Gráfico 9 Fibra óptica”**, la empresa está intentando incrementar su penetración en los servicios de fibra óptica. A finales de 2016 eran el 49% de sus clientes los que utilizaban los servicios de fibra óptica, y es que existe un elevado aumento entre los consumidores de la fibra en cualquier trimestre.

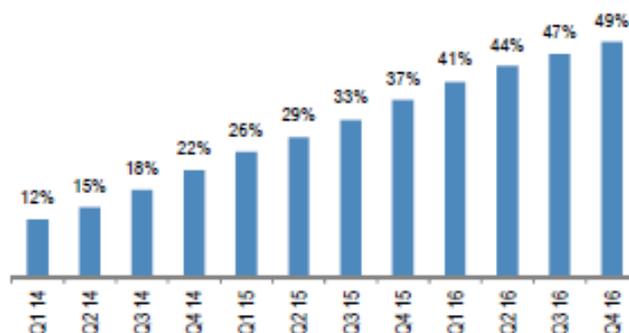


Gráfico 9: Fibra óptica. Fuente: Informe Telefónica. A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks. Global Equity Research, J.P. Morgan Cazenove

Otra medida a destacar, no por su enorme calado, sino porque es contradictoria con respecto a su política empresarial de ofrecer “más por más” es la que tomará la compañía a partir de verano. Se trata de una oferta convergente vía Tuenti para competir con el segmento de mercado en el que compiten Orange y Masmovil. Aunque este movimiento le permitirá competir en un mercado no estratégico para la compañía, no se espera que la compañía destine elevados recursos a este segmento ya que se trata de poco valor, pero sí que limite los crecimientos de Jazztel y Masmovil.

Tal y como ha llevado a cabo en estos últimos años con todos los cambios producidos en sus tarifas y servicios, los planes estratégicos de Telefónica giran en torno a ser los mayores proveedores de contenido del mercado.

Para llevar a cabo esta estrategia, resulta importante recalcar como en 2014, la empresa adquirió el 22% de las acciones de Canal+, que poseía Mediaset, junto al 56% de las acciones que poseía Prisa, en su apuesta de ser el único dueño del operador de tv de pago y de esta forma incrementar el valor del

cliente y la retención del mismo, pudiendo ofrecer paquetes combinados. Esta operación estableció a Telefónica como el mayor operador de pago en España.

En el caso de su competidor Vodafone, acordó adquirir el operador de cable “Ono” para proveer una mayor velocidad en sus infraestructuras y mejorar de esta forma sus ofertas de TV. Otras operadoras como Orange han adquirido derechos televisivos también en la denominada “guerra de contenido”, además de la adquisición de la compañía “Jaztel”.

Al año siguiente, en 2015, Canal+ y Movistar TV se fusionaron creando Movistar+, el cual permite a los suscriptores ver videos en demanda. Esta nueva plataforma significó que nuevos canales fuesen creados para poder asemejarse a las cadenas de pago americanas, y para poder ofrecer más servicios Movistar+ intenta producir entre 6 y 8 series de televisión para cada año, empezando en el 2017.

El movimiento de Telefónica adquiriendo Canal+, supuso para el mercado español una mayor integración vertical con respecto a otros mercados europeos, por lo que se conoce al mercado español como un mercado más exclusivo.

Continuando con estos movimientos estratégicos, y focalizándose en los contenidos de Tv, es importante señalar *la guerra por los derechos futbolísticos* que hubo a finales de 2015. El grupo “Mediapro”, junto a “Bein Sports” superaron a Telefónica TV por los derechos televisivos que proveían la emisión de 8 de los partidos de primera división por semana y toda la Copa del Rey. Por lo que Telefónica, tuvo que conformarse con un lote bastante inferior, que le aportaba los derechos televisivos de un partido por semana (coste de 750 millones de €). Los competidores como Orange y Vodafone, obtuvieron los derechos de emisión en los distintos bares y restaurantes, mientras que Masmovil no decidió introducirse en este mercado.

Telefónica acordó con el grupo Mediapro y Bein Sport la distribución de sus dos canales de futbol entre 2016-2019, en su paquete de TV. Este trato, tiene un coste de 800 millones de euros para Telefónica. Supone un elevado desembolso, puesto que, al acuerdo con estos grupos, se le debe sumar lo pagado por la adquisición de su lote televisivo. Por otra parte, se debe señalar que Vodafone y Orange, están pagando a Telefónica por la distribución de su contenido futbolístico. Por otra parte, Vodafone se hizo con los derechos televisivos para retransmitir la Formula 1 y MotGP, y Orange consiguió un acuerdo comercial para ofrecer durante 3 meses el servicio gratuito de Netflix.

En los últimos meses, la actuación de Telefónica le ha permitido la adjudicación de los derechos para instalar toda la infraestructura, como es el caso de las antenas, conexiones o concentradores, en todos los aeropuertos. Esta actividad se realizará junto a Acuntia en el plazo de 4 años, siendo el coste de la operación 11 millones.

Posteriormente fue Vodafone el ganador de otro concurso por 3 millones para proveer en cada aeropuerto de internet a través de cable de alta velocidad.

Se trata de un contrato poco relevante en el punto de vista cuantitativo, pero hará que Telefónica se beneficie del nuevo modelo de negocio que “Aena” implementará en sus aeropuertos.

5.2 Telefónica Brasil (Vivo)

En el año 2015, Vivo cerró la adquisición de GVT, lo que situaba a Telefónica como líder indiscutible en el mercado brasileño, llegando a más de 97 millones de clientes.

Los ingresos en Brasil han mejorado con respecto al ejercicio anterior, habiéndose ajustado a los impactos regulatorios, puesto que los crecimientos de datos lo demuestran. Para explicar este crecimiento debemos señalar varios puntos, siendo en primer lugar la rápida adopción del 4G, pues trajo consigo un aumento en la tendencia de crecimiento de la empresa. Otro de los motivos de los mejores resultados de la compañía en el país son las sinergias generadas con la fusión de GVT, puesto que permitieron aumentos en las ventas y reducciones en los costes.

La estrategia de la compañía en el país es hacer que los consumidores migren a los planes familiares. De esta manera, la compañía conseguiría reforzar su liderazgo, centrándose en datos y con el foco puesto en los clientes de mayor valor de la compañía, siendo estos los clientes de la telefonía móvil y banda ancha de alta velocidad.

En el último año el ARPU, referenciado con anterioridad, de la empresa aumento un 19.3%, impulsado por los datos.

También se puede destacar que la elevada inflación y los efectos regulatorios de este año se han visto compensados por el control en los costes.

En los próximos años, continuarán creciendo sus ingresos y continuarán reduciendo costes para aumentar el margen EBITDA, debido a las buenas estimaciones de la economía brasileña.

5.3 Telefónica Alemania

En 2014, el grupo completó la fusión del Grupo E-Plus y a día de hoy todavía la empresa espera poder generar mayores sinergias. Tras esta fusión, la compañía se convirtió en la operadora móvil del mercado alemán, contando con cerca de 49 millones de clientes.

Los resultados de esta operación se vieron reflejados en el ejercicio económico de 2015, puesto que la empresa tuvo un aumento bastante considerable en los resultados de la compañía. Aunque la compañía sigue avanzando en el proceso de generación de sinergias.

En el ejercicio económico de 2016 hubo una reducción de los ingresos de la compañía y fueron debidos a los impactos negativos de los cortes de MTR⁶ introducidos en diciembre. Resulta importante resaltar que, aunque la compañía haya reducido los ingresos, si que es verdad que ha llegado a conseguir un aumento en los márgenes EBITDA.

El mercado alemán se caracteriza por estar ocurriendo un hecho muy similar al español, y es que sus distintas operadoras están ofreciendo los productos para retransmitir los partidos de futbol. “Drillisch” y “United Internet” están llevando a cabo promociones agresivas en este campo, lo que provoca enormes turbulencias en el mercado. Lo que fuerza y trae consigo que los distintos operadores respondan con precios similares. Como conclusión es que se ha abierto un hueco enorme entre los servicios de “más por más” y los servicios de productos básicos.

En los últimos años Telefónica ha puesto su foco en densificar su red de datos móviles y acelerar el despliegue, habiendo completado la migración de E-Plus a O2 en el ejercicio 2016. En las mismas fechas, Telefónica anunciaba su nueva oferta “O2 free”. Esta nueva oferta, ofrece contenidos a precios más altos, continuando de esta forma con la política estratégica de la empresa de ofrecer “más por más”, aumentando de este modo la accesibilidad del roaming en toda la Unión Europea.

- Se incrementaron 5€ los precios
- Se redujeron la gama de productos ofertados (de 7 a 4)
- Incremento su tarifa básica (de 0.5Gb a 1GB)

Su competidor **United Internet** incrementó sus precios, sin realizar ningún tipo de descuento comercial en los contratos de los primeros 12-24 meses, lo que provocó un efecto de aumento en su precio significativo.

Drillisch, ha llevado a cabo una tarifa agresiva, incrementando sus precios efectivos en todas sus tarifas, siendo las tarifas básicas las más afectadas por el aumento de este precio efectivo.

La transferencia de datos aumentó, derivada de las descargas de música y videos, aunque la media de los datos utilizados por los consumidores fueron inferiores comparándolas con los trimestres anteriores. Se espera que la evolución de los ingresos por servicio móvil se mantenga estable.

⁶ Tarifas que un operador de telecom cobra a otro por la terminación de llamadas en su red

Para el año 2017, la empresa espera continuar con las sinergias adquiridas para poder incrementar sus ingresos. El total de las sinergias para el 2019 habrán crecido de 800 millones a 900 millones.

Como conclusión podemos entender que los tres grandes competidores del mercado tienen unos precios muy similares.

5.4 Telefónica UK

Este año la compañía volverá a consolidar las operaciones de O2 tras el veto en los organismos de competencia europeos a su venta a "Hutchison", el consorcio con sede en Hong Kong.

En una primera instancia, la reacción del mercado fue bastante positiva e incluso parecía que el regulador no pondría ninguna objeción, pero no termino siendo así y este bloqueo fue debido a una única razón, la amenaza que suponía entre la competencia en el mercado británico. La idea de "Hutchinson era compra la filial de Telefónica para más adelante fusionarla con "Three", su operador propio en el país. Si esto hubiese ocurrido, la empresa hubiese sido capaz de crear el operador móvil más importante del mercado, incluso capaz de competir contra "British Telecom".

El bloqueo ocurrió por este motivo, ya que, si se hubiese producido, hubiese supuesto un aumento en los precios con menores opciones de elección entre los consumidores británicos, es decir, un aumento de tarifas entre los menores operadores del mercado. De la misma manera, este mismo hecho, hubiese provocado un freno en las inversiones del sector.

Con anterioridad, había ocurrido un hecho similar con menores dimensiones en el mercado danés, donde la Unión Europea ya frenó la integración entre dos de sus operadores.

Si esta operación se hubiese producido, Telefónica hubiese llegado a ingresarse un total de 13.000 millones de Libras, los cuales hubiesen destinado íntegramente a la reducción de su apalancamiento.

No se termina de descartar que Telefónica vuelva a intentar la venta de su filial en el medio plazo.

5.5 Telefónica Hispano América

Representa el 17% del EV de Telefónica.

A diferencia de lo que ocurre en Europa, la tipología de los clientes que existe en la región tiende a los contratos prepago. Esto se traduce a que existe un alto grado de potencial de mejora en los márgenes, a medida que los clientes tiendan a asimilarse a los países más desarrollados. Esta región está sufriendo sólidas tendencias de deterioro en la telefonía móvil. Podemos destacar los datos más significativos de los distintos países de esta región.

- En **Argentina** existió un largo periodo dominado por "Telecom Argentina" y Telefónica, pero sin embargo todo esto cambió en el 2008 con la entrada de América Móvil. En la actualidad se dividen la cuota de mercado entre los tres competidores. Un hecho a destacar es que el presidente Macri, decretó en enero de 2017, la total convergencia de los servicios entre los competidores que comenzará a partir del año próximo. Como parte de este decreto "Cablevision" ha comenzado a considerarse como el cuarto competidor puesto que ofrecerá sus servicios 4g a través de Nextel. En el último año existió un aumento de suscriptores de la compañía.
- En **Chile**, el mercado estuvo dominado por Telefónica y Entel hasta el 2006, cuando "America Movil" comenzó su actividad en el país, provocando que se reparta el mercado en tres partes. Todo hace indicar que, en el país, comenzará a considerarse un cuarto competidor, ya que cuando "Nextel" cambió su nombre comercial a "WOM" comenzó a ganar rápidamente cuota de mercado. En los últimos años, los competidores han hecho enormes esfuerzos comerciales con el lanzamiento de nuevos proyectos.
- En **Colombia**, el mercado estaba dominado por "America Movil" seguido por Telefonica y Millcom. A principios de 2013, se produjeron distintas regulaciones provocando la reducción de poder del mercado por parte de este competidor. En lo que llevamos de año, el gobierno

colombiano está buscando el permiso para vender sus participaciones en ETB ⁷. Los movimientos del precio ayudaron a mantener MSR's en los últimos trimestres.

- En **México**, el mercado había estado dominado por “America Movil”, el cual posee más del 60% de la cuota de mercado e ingresos del país, pero a raíz de la introducción de medidas institucionales el desarrollo del mercado cambió, y se introdujeron nuevos competidores como Telefónica, “Televisa” y “AT&T”. El líder del mercado había estado intentando pelear contra las nuevas entradas de telcos, aunque la buena gestión de realce de Telefónica, dada por las buenas señales del país, evidencian los puntos porcentuales de aumento. Algunas estimaciones consideran que se podría mejorar en los próximos trimestres en México, debido a que el 4G está teniendo una rápida aceleración con buenos signos en el país. Se cree que la recuperación será gradual, y que al menos uno de todos los competidores del mercado tendrá que sacrificar los beneficios en el corto plazo para defender la cuota de mercado.

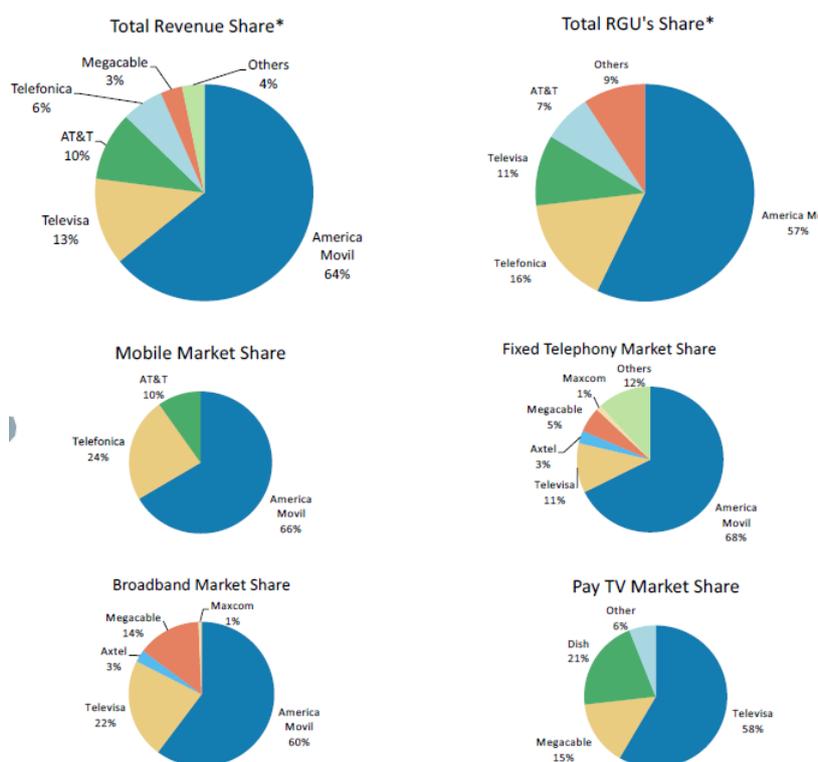


Gráfico 10: Mercado mexicano. Fuente: Informe LatAm Telecom & Media: More Constructive on Telcos, Morgan Stanley, Research

- En **Perú**, el mercado se concentra mayoritariamente en dos competidores, Telefónica quien posee más del 50% de la cuota de mercado del país, y “America Movil” con el 30% del mercado. Telefónica está viendo una mayor intensidad competitiva con ingresos que continúan decayendo debido a las promociones en el trimestre, por lo que decidió lanzar el “Fun Pack” con ofertas de datos adicionales a sus clientes para algunas aplicaciones diseñadas para la posición de los clientes en una oferta más competitiva.
- Telefónica se ha tenido que ajustar a los datos de hiperinflación en **Venezuela**, realizando algunos cambios en el perímetro de la consolidación. En el mes de abril saltó la noticia de que el presidente del país, Maduro, pidió investigar a la empresa por haberse “sumado a la convocatoria gopista” producida en las últimas fechas.

Los márgenes en Sudamérica se han reducido en los últimos años, siendo del 35.2% en 2012 a 27.6% en 2016. Esta reducción fue debida a la combinación de una alta inflación, desfavorecidas monedas, puesto que las monedas de algunos de estos países no tienen un alto valor como es el caso del real

⁷ Empresa de Telecomunicaciones de Bogota

brasileño, el peso argentino y en último lugar el Bolívar venezolano, con respecto a la depreciación de la libra. Otro de los motivos fueron las actividades comerciales de ciertas empresas de ofrecer smartphones en algunos mercados competitivos, hecho que ocurría anteriormente en España, aunque esta actividad ya cesó.

Según **estimaciones del banco español Caixabank**, se espera para el 2017 los siguientes movimientos en las monedas:

- Depreciación de la *libra* entorno al 8%.
- Depreciación del *peso argentino* de al menos un 5%.
- Una depreciación superior al 20% del *Bolívar venezolano*.
- Apreciación del *real brasileño*, en torno al 2.5%.

5.6 Telefónica grupo

Aunque en la actualidad, la empresa disponga de distintas estrategias de negocio dependiendo de la localización en la que esté actuando, existen ciertas medidas que afectan a los resultados globales de la compañía.

Una de estas estas medidas, sin lugar a dudas, es la venta producida en el mes de febrero de las participaciones que Telefónica poseía en “**Telxius**”.

Telefónica anunció en el mes de febrero el acuerdo de venta del 40% de Telxius por un total de 1.275mn€. El plan de desinversión no es suficiente para hacer frente a los niveles de apalancamiento, pero al menos muestra a los inversores la confianza y la intención de Telefónica que tiene para llevar a cabo planes de desinversión.

La pregunta aquí, sería *¿Quién será el siguiente?* Desde mi punto de vista y por todo lo argumentado con anterioridad, UK, Alemania y México son los problemas pendientes para Telefónica.

Las posibilidades que la empresa se podría plantear es la venta de su filial en México o la integración de los activos fijos de UK y Alemania. Hechos muy fáciles de comentar, pero que debido a los factores macroeconómicos que se están viviendo en los últimos meses como son el Brexit, o el impacto de Trump sobre la economía mexicana, hacen indicar que todavía se tenga que esperar para tomar alguna medida en las localidades.

Otra opción es volver a intentar la venta de O2 UK. El interés de distintas operadoras como Liberty o Sky, o incluso de distintos fondos de capital riesgo, seguirá estando ahí. Pero la incertidumbre en torno al Brexit y la depreciación de la libra provocan que se descarte la opción de venta en el corto plazo, aunque también se debe señalar que resulta difícil que una operadora pueda llegar a ofrecer el precio ofrecido por Hutchinson.

No se llega a considerar del todo negativo la no-venta de la filial, puesto que se trata de un activo que se está comportando bien y mantiene el atractivo para las distintas empresas.

Aunque existan diversas opciones, lo que queda claro es que la compañía busca reducir su apalancamiento de forma gradual, por lo que solo realizará desinversiones, en el caso de que las mismas creen valor para la compañía.

Otra de las medidas que quiere llevar a cabo es llevar a cabo en los próximos dos años, el lanzamiento de hasta 14 series de producción propia, con lo que debería reforzar la estrategia de Tv de pago basada en contenidos. Este lanzamiento no se centrará únicamente en España, sino que también pretende lanzarlas en Hispanoamérica.

5.7 Riesgos del negocio

Riesgos operativos: Que se dé un incremento en la intensidad competitiva que pueda perjudicar los márgenes. Esto ocurrirá si se da una evolución muy rápida de la tecnología que pueda volver obsoletas las inversiones de la empresa y obligar a realizar nuevas inversiones superiores a las previstas.

Riesgos financieros: Los gastos financieros de la empresa dependen del nivel de endeudamiento y del nivel de los tipos. Cualquier variación en alguno de ellos, repercutirá de manera inmediata los resultados de la empresa, aunque la compañía está tomando posicionamiento ante la posible subida de tipos de interés con la emisión de bonos a 30 años en dos ocasiones en lo que llevamos de año.

Estas emisiones se dieron en el mercado estadounidense como objetivo de aprovecharse de un momento de arbitraje que le permitía reducir los costes de la colocación. La primera emisión supuso un hito bastante importante puesto que era la primera emisión a un plazo tan largo desde el año 2006 realizado por una empresa española, consiguiendo levantar 2.000 millones de dólares⁸. Mientras que la segunda emisión fue de una cantidad inferior, 500 millones de dólares.

Riesgo país: Debido a la diversificación de negocio y a la gran cantidad de países en los que está presente la empresa, el grupo está expuesto a las variaciones en los tipos de cambios y a las primas de riesgo de los países.

Riesgo regulatorio: Las telecomunicaciones es uno de los negocios más regulados, y debido a que está presente en numerosos países, corre un alto riesgo de que se produzca cambio inesperado en las regulaciones de los países, lo que afectaría a los precios de los productos y servicios que la empresa presta.

Riesgo macro: El negocio está muy ligado a la situación económica en la que se desenvuelve la economía. En el caso de un deterioro, la empresa sufriría un importante descenso en sus ingresos.

5.8 Evolución de las calificaciones de rating

Telefónica es una de las compañías más apalancadas del sector, lo cual queda reflejado en los ratings inferiores a los de sus homólogos europeos.

	Ventas (Eur)			Margen EBITDA			DFN/EBITDA			Rating			CDS 5y
	2016	2017e	2017e	2016	2017e	2018e	2016	2017e	2018e	S&P	Moody's	Fitch	
TELEFONICA	52,606	53,616	54,600	29%	32%	32%	3.2x	2.8x	2.6x	BBB	Baa3	BBB	101
ORANGE	40,236	40,820	41,123	31%	31%	31%	2.3x	1.9x	1.8x	BBB+	Baa1	BBB+	68
DEUTSCHE TELEKOM	69,228	72,332	75,354	29%	30%	30%	2.6x	2.3x	2.3x	BBB+	Baa1	BBB+	47
KPN	7,008	6,825	6,746	35%	36%	36%	2.2x	2.9x	2.8x	BBB-	Baa3	BBB	81
TELEKOM AUSTRIA	4,212	4,230	4,255	32%	32%	32%	1.7x	1.7x	1.5x	BBB	Baa2		51
TELECOM ITALIA	19,718	18,896	18,997	36%	42%	43%	4.2x	3.4x	3.2x	BB+	Ba1	BBB-	219
TELENOR	14,583	14,572	14,786	35%	36%	36%	1.3x	1.2x	1.3x	A	A3	NR	
TELIA	8,814	8,224	8,237	31%	32%	33%	3.0x	2.3x	2.2x	A-	Baa1	A-	
VODAFONE	64,495	62,570	63,080	28%	29%	29%	2.5x	2.5x	2.5x	BBB+	Baa1	BBB+	
TELSTRA	19,269	20,435	21,351	39%	38%	38%	1.3x	1.4x	1.4x	A	A2		
AMERICA MOVIL	941,590	990,709	995,449	27%	27%	27%	2.2x	2.5x	2.2x	A-	A3	A	
VERIZON	119,435	119,168	118,734	35%	36%	36%	2.4x	2.3x	2.3x	BBB+	Baa1	A-	
Media				32%	35%	36%	2.7x	2.5x	2.5x				

Tabla 21: Rating competidores. Fuente: Informe Telefónica: Apretándose el cinturón. Caixabank

En los últimos años la empresa ha sufrido un empeoramiento en sus calificaciones por las agencias de rating, tal y como observamos en el “Gráfico 11: Agencias de rating”

⁸ Fuente: Bloomberg

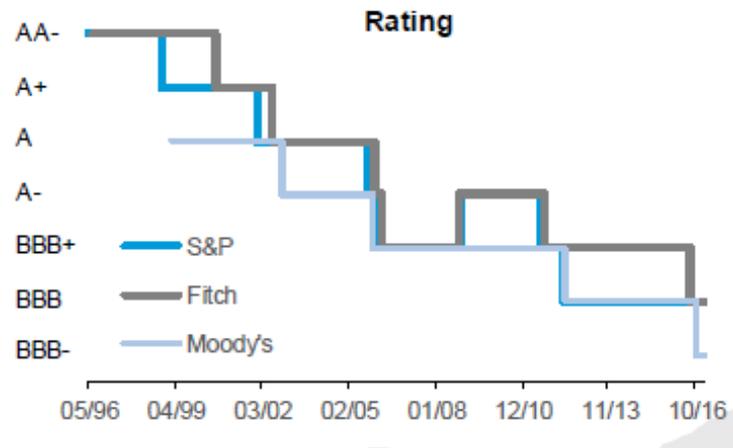


Gráfico 11: Agencias de rating. Fuente: Informe Telefónica: Apretandose el cinturón. Caixaabank

No se esperan cambios negativos entre las agencias de rating en el medio plazo. En cambio, para observar mejoras en su calificación, debemos esperar a finales de año para poder comprobar si la nueva estrategia empresarial está teniendo sus frutos.

6. ESTIMACIONES MERCADO Y EMPRESA

Siguiendo el mismo modelo que realizamos en el apartado anterior, estudiaremos las principales filiales de la compañía. De modo introductorio, podemos indicar que, mirando al futuro, España continuará estable, Brasil crecerá y Alemania tendrá una tendencia a mejorar.

6.1 España

Un primer punto que podríamos tener en cuenta en las estimaciones a futuro del mercado es el PIB español, debido a la alta relación que existe entre los crecimientos del PIB con el sector de telecomunicaciones. En los últimos años el PIB español ha liderado los mercados europeos, y para los próximos años existen estimaciones de que continúan creciendo a un ritmo del 2.5%.

Otro de los grandes puntos a barajar son las posibles futuras incertidumbres en el mercado de las telecomunicaciones que llegarían a afectar a Telefónica, y serán el riesgo por excelencia. Resulta fundamental identificar aquellas estructuras de mercado más conductivas para construir este futuro. Puede que una de las claves del éxito sea la combinación de servicios, en donde España y Alemania ya han comenzado este nuevo proceso de servicios.

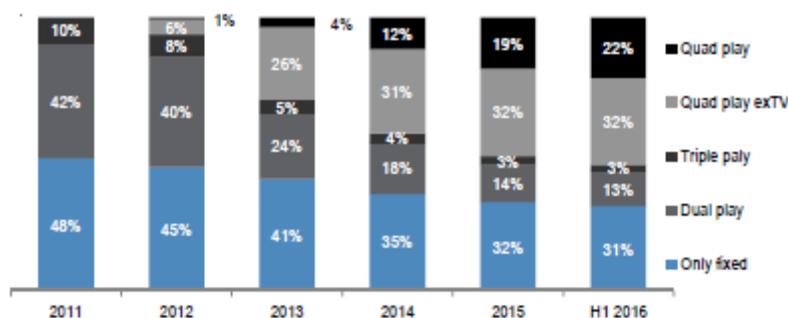


Gráfico 12: Segmentación de clientes en España. Fuente: Informe Telefónica. A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks. Global Equity Research, J.P. Morgan Cazenove

Algunos de los datos que caracterizan al sector en el mercado español:

-54% de los hogares españoles tienen paquetes que combinan el fijo con el móvil, ya sea con o sin televisión.

-Solo fijo representa el 31% de los hogares. Aunque los segmentos que tenían pagos dobles o triples han ido perdiendo peso en la sociedad española, el segmento de solo telefonía fija, está siendo más resistente

Para comprender la posible evolución de estos segmentos debemos tener en cuenta una encuesta realizada por la CNMC⁹, que nos indica que la razón principal por la que se ha dado la baja penetración con los servicios de TV entre los consumidores españoles, fue que la sociedad española percibió este servicio más caro de lo que suponía el incremento de valor en los servicios ofrecidos. Para combatir con este hecho, Telefónica en los últimos dos años ha realizado diversas estrategias, tal y como vimos con anterioridad que fue el caso de la adquisición de la plataforma de pago Canal+, provocando de esta forma que sus clientes viesen mayor atractivo a sus productos ofrecidos. De hecho, en el año 2015, se consiguió incrementar sus servicios de TV de pago del 36% en el primer trimestre al 47% en el último.

Por lo que todo hace indicar, que los mayores focos de todos los competidores del mercado se encuentran en este punto, siendo el factor diferenciador del mercado actual, y siendo la gran apuesta de Telefónica para los próximos años.

⁹ Regulador de las telecomunicaciones

6.2 Brasil

Por otro parte el mercado brasileño también es un mercado bastante atractivo. Los tres máximos competidores del mercado disfrutaban el 85% y 71% del mercado de telefonía fija y móvil, respectivamente. En el cual Telefónica, con su marca comercial Vivo, es el líder indiscutible con el 41% de la cuota de móvil y 25% de líneas fijas.

Cabe destacar, tal y como reflejan múltiples de informes de J.P Morgan basados en las informaciones publicadas por Reuters, que “Oi” está en un proceso de bancarrota y estas mismas fuentes sugieren que podríamos estar ante los últimos resultados de la compañía. Este hecho, haría que el mercado brasileño fuese más competitivo entre los 3 grandes líderes e incluso lo asimilaría un poco más a España.

6.3 Alemania

Con respecto a Alemania, distintos factores como la fusión de O2 con E-Plus, han creado un nivel de juego diferente. Existe un crecimiento del consumo de datos que en la actualidad está empezando a poner presión en la economía de uno de los clientes potenciales como es MVNO United Internet. Este hecho, es lo que ha impulsado a la compañía a continuar con la estrategia de Telefónica de incrementar los precios por ofrecer mayor consumo.

6.4 Global

Debido a la racionalidad en la estrategia de la compañía, y como ya ha indicado con un recorte en los dividendos y una menor inversión en CAPEX, se espera que la generación de caja sea positiva para los próximos años.

Esta reducción en las inversiones de CAPEX, se deben a los siguientes puntos:

- En *España*, la inversión de las redes de fibra y móvil empezará a reducirse en los próximos años.
- En *Alemania*, el último año fue un año intenso en CAPEX, debido a la integración de las redes, pero debería comenzar a reducirse al haber alcanzado de esta forma la cobertura relevante para generar sinergias de la integración de la red.
- En *Reino Unido*, se conseguirá una cobertura del 98% en este año, por lo que a partir del 2018 se comenzará a reducir la inversión.
- *Brasil*, la mala situación financiera de la competencia puede llegar a permitir una ralentización del inversor.

Esta estrategia quiere demostrar que el desapalancamiento es una prioridad para Telefónica. Del mismo modo se espera que la compañía sea capaz de ir reduciendo su apalancamiento e incluso llegar a situar la ratio de Deuda neta/EBITDA por debajo de 2x, allá por el año 2019.

6.5 Estimaciones

Una vez realizado el estudio macroeconómico y de la situación actual de la empresa, ha sido posible realizar las estimaciones oportunas de todas sus ramas de negocio.

En la **“Tabla 22: Cuadro resumen estimaciones”** se muestra un cuadro resumen de las estimaciones, pero se podrá encontrar con todo tipo de detalles en los anexos del proyecto, **“Anexo 3: Forecast I”** y **“Anexo 4: Forecast II”**.

P&L Statement					
	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
Revenues	54.916	52.036	53.563	54.121	55.434
Sales Growth		-5,24%	2,93%	1,04%	2,43%
EBITDA	13.229	15.118	17.441	17.959	18.664
EBITDA Margin	24,09%	29,05%	32,56%	33,18%	33,67%
EBIT	3.525	5.469	7.455	8.165	8.948
EBIT Margin	6,42%	10,51%	13,92%	15,09%	16,14%
Net Income	752	2.399	4.438	5.191	5.918
Net Income Growth		219,02%	85,01%	16,95%	14,00%
Balance Sheet					
	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
Current Assets	18.715	19.974	22.021	23.299	25.357
Fixed Assets	101.614	103.667	101.919	101.548	101.177
Total Assets	120.329	123.641	123.941	124.846	126.534
Current Liabilities	34.384	35.451	35.483	35.493	35.593
Long term Liabilities	60.509	59.805	58.545	57.315	56.085
Total Liabilities	94.893	95.256	94.028	92.808	91.678
Shareholders' Equity	25.436	28.385	29.913	32.038	34.855
Net Debt	49.161	48.595	44.471	40.836	36.612

Tabla 22: Cuadro resumen estimaciones. Fuente: Informe: Telefónica. Strong earnings momentum, in-line valuation. Morgan Stanley Research; Elaboración propia

En primer lugar, se puede estimar que la compañía incrementará sus ingresos debido a la estrategia empresarial que está llevando a cabo, llegando incluso a mejorar sus márgenes operativos. La buena perspectiva del mercado brasileño y de su economía, es el principal impulsor de la mejora en los resultados de la compañía.

Se llega a considerar los incrementos en el mercado español y alemán, resultado de las distintas estrategias llevadas a cabo, como es el ejemplo de la fusión de los distintos servicios.

La política de reducción de su apalancamiento operativo, junto a la disminución en la repartición de dividendos han sido altamente valoradas.

7. VALORACIÓN TELEFÓNICA

7.1 Ratios

7.1.1 Ratios de endeudamiento

Estudiaremos la relación existente en los últimos años entre los recursos propios y ajenos de la empresa.

$$e = \frac{RA}{RP}$$

Ilustración 3: Fórmula endeudamiento. Fuente: Nohemí Boal - Universidad San Pablo CEU - Madrid

Lo ideal en esta ratio sería que fuese igual a la unidad, lo que significaría que Telefónica se financia de una manera equitativa entre los recursos propios y ajenos.

	2012	2013	2014	2015	2016
Deuda total/Equity	3,69	3,33	3,04	3,73	3,36
Current Liabilities/Equity	1,14	1,06	0,98	1,35	1,25
Pasivo no Corriente/Equity	2,55	2,26	2,06	2,38	2,11

Tabla 23: Ratio endeudamiento Fuente: Elaboración propia

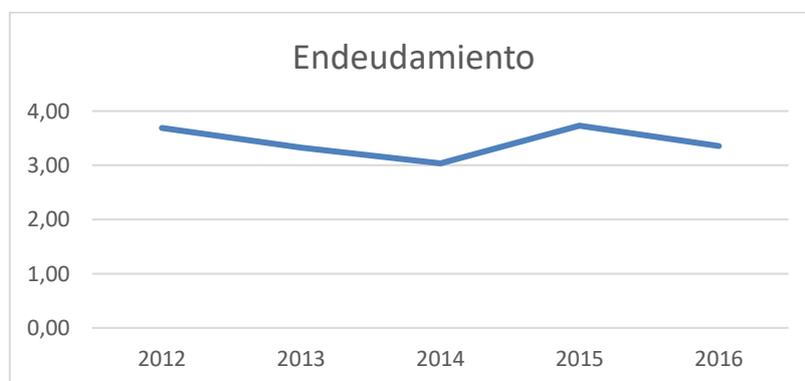


Gráfico 13: Ratio endeudamiento. Fuente: Elaboración propia

Comprobamos en el “**Gráfico 13: Ratio endeudamiento**” como Telefónica ha optado por cambiar su política de financiación e intentar reducir deuda. Los malos beneficios obtenidos en el 2015 provocaron que la empresa tuviese que volver a endeudarse a niveles superiores a los de los últimos años. La mejora en los resultados de la empresa en el año 2016, permitió a Telefónica continuar con la devolución de la deuda.

El significado de esta ratio es que por cada 1 € de recursos propios, Telefónica tiene 3.36€ de recursos ajenos. O lo que es lo mismo que el patrimonio de la empresa supone un tercio de su deuda.

7.1.2 Ratios de liquidez

Utilizamos estas ratios para comprobar la capacidad que tiene Telefónica para hacer frente a la amortización de sus deudas que vencerán en el corto plazo. Del mismo modo, podemos utilizar estas ratios para informar de la posibilidad de insolvencia por parte de la empresa, lo que se conoce como riesgo financiero.

		2012	2013	2014	2015	2016
Garantía	(Cash+Clientes+Existencias)/Current Liabilities	0,72	0,72	0,63	0,42	0,44
Prueba acida	(Cash+Clientes)/Current Liabilities	0,68	0,69	0,60	0,38	0,41
Tesorería	Cash/Current Liabilities	0,31	0,34	0,22	0,08	0,11

Tabla 24: Ratio liquidez. Fuente: Nohemí Boal - Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Comprobamos como Telefónica tiene unos datos negativos, puesto que significa que no sería capaz de cubrir sus obligaciones en el corto plazo con sus partidas más líquidas. Esto supone que estamos ante una empresa bastante ilíquida, ya que ni la ratio de garantía nos muestra esa deseada liquidez.

7.1.3 Rotaciones y periodos medios

Utilizamos estas ratios para comprobar el poder de negociación de Telefónica a la hora de tener que pagar a sus proveedores y cobrar a sus clientes.

		2012	2013	2014	2015	2016
Rotación clientes	Clientes/Ventas*365	67	65	82	69	76
Rotación Proveedores	Proveedores/pago*365	96	98	119	96	101
Periodo medio de caja	PMC-PMP	-28	-33	-37	-27	-25

Tabla 25: Rotaciones. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Comprobamos en la **“Tabla 25: Rotaciones”**, en el caso de nuestra empresa, tenemos un bajo periodo de cobro. Telefónica ofrece a sus clientes un periodo de pago entre 2 y 3 meses en los últimos 5 años. Esto supone unas reducidas necesidades de capital circulante y bajos costes de administración.

Por la parte contraria, Telefónica dispone de un plazo entre 3 y 4 meses para pagar a sus proveedores.

Esto nos supone un periodo medio de caja muy favorable para Telefónica, puesto que dispone de entradas de dinero por el pago de sus clientes, mientras que del mismo modo dispone de cierto periodo de tiempo para pagar a sus clientes. Podemos entender esto como, el número de días en el que la empresa dispone de financiación gratuita, que en el caso de Telefónica ronda el mes.

Este hecho está dentro de la normalidad entre las grandes empresas del IBEX, puesto que disponen de excelentes periodos medios de caja debido a su enorme poder de negociación y facturación.

7.1.4 Márgenes

Estudiamos con anterioridad con plena amplitud cuales son los márgenes operativos de la compañía, como son el EBITDA o el EBIT, pero en este punto se quiere hacer la distinción entre lo que supone los gastos de personal y los costes operativos.

	2012	2013	2014	2015	2016
Revenues constant FX	100%	100%	100%	100%	100%
Personnel Expenses	8,8%	9,9%	11,4%	10,7%	11,5%
Other operating expenses	56,3%	56,7%	57,8%	65,3%	59,5%
Total Operating Expenses	65,2%	66,6%	69,2%	75,9%	70,9%

Tabla 26: Gastos operativos Fuente: Elaboración propia

La empresa dedica alrededor de una décima parte para cubrir los costes de sus trabajadores. Todos los años ha aumentado sus gastos de personal, lo cual resulta un buen síntoma de la compañía, puesto que puede estar derivado de aumentos de personal o incluso incentivos para mejorar la productividad de los empleados.

Donde reside el núcleo central de los gastos de Telefónica es en los gastos operativos.

7.1.5 Coste medio personal

Debemos calcular simultáneamente esta ratio, junto a los márgenes anteriores para ser capaces de sacar conclusiones.

	2012	2013	2014	2015	2016
Empleados	133.186	126.730	123.700	126.000	129.890
Gasto personal	-5514,44	-5624,73	-5737,22	-5851,97	-5969,01
Gasto medio	41.404,06	44.383,57	46.380,15	46.444,20	45.954,33

Tabla 27: Coste medio personal. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Por término medio cada empleado le cuesta a la empresa alrededor de los 45.000€ al año. Estos cálculos están realizados a términos globales, puesto que los salarios difieren mucho entre los países en los que Telefónica actúa.

Podemos comparar estas remuneraciones a las de la competencia, del modo que comprobamos si los trabajadores de Telefónica obtienen mejores salarios de los que obtienen en otras empresas.

7.1.6 Ventas por empleado

Utilizaremos esta ratio para comprobar la productividad de los empleados y de este modo, tener un juicio de valor sobre la correcta remuneración de los mismos.

	2012	2013	2014	2015	2016
Ventas netas por empleado	468.187,35	450.256,45	407.251,41	435.841,27	400.616,99

Tabla 28: Ventas por empleado. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Comprobamos en la “**Tabla 28: Ventas por empleado**” que cada trabajador ingresa aproximadamente 400.000€ a Telefónica, una productividad superior a la que se comprueba en las empresas del IBEX 35, que se sitúa en torno a los 300.000€.

Resulta importante señalar que este dato carece de gran importancia, puesto que las empresas que cotizan en el IBEX no actúan en el mismo sector que Telefónica, pero nos ayuda a orientarnos.

7.1.7 Ratios de rentabilidad

ROA: Comenzaremos por el análisis económico, para ser capaces de obtener el rendimiento obtenido por la empresa, es decir por las inversiones a través de la realización de su actividad, utilizaremos el ROA¹⁰. De esta manera podremos medir la capacidad de los activos de Telefónica para generar valor, independientemente de cómo hayan sido financiados.

Resulta importante destacar que cuanto mayor sea su rentabilidad económica, mayor será la rentabilidad de sus activos, por lo que mejor será la situación de la compañía. Por el contrario, si la rentabilidad fuese negativa, sería un claro indicador de que la empresa no obtiene rentabilidad de sus activos, incluso llegaría a tener capacidad ociosa o pérdidas en todos aquellos activos. En ese caso, Telefónica debería llevar a cabo una reestructuración.

		2012	2013	2014	2015	2016
ROA	Bº Neto/Assets	3,8%	4,2%	2,7%	0,6%	1,9%

Tabla 29: ROA I. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

¹⁰ Return On Assets

Observamos como la evolución en los últimos años no ha sido muy positiva para Telefónica, e incluso a obtener una rentabilidad casi nula, **“Tabla 29: ROA I”**.

Para proseguir con el estudio exhaustivo, desarrollaremos la fórmula para el cálculo, obteniendo de este modo el margen y la rotación de los servicios de la empresa.

		2012	2013	2014	2015	2016
ROA	Bº Neto/Assets	3,8%	4,2%	2,7%	0,6%	1,9%
	Margen BºNeto/Ventas	7,8%	8,7%	6,5%	1,4%	4,6%
	Rotación Ventas/Activo	0,48	0,48	0,41	0,46	0,42

Tabla 30: ROA II. Fuente: Miguel Arjona – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

Como observamos en la **“Tabla 30: ROA II”** la rotación de la empresa ha permanecido más o menos estable en los últimos años, es decir que ha producido la misma cantidad de servicios. Mientras que por el contrario el margen de Telefónica se ha reducido con el paso de los años. Este hecho no termina de resultar extraño, puesto que tal y como hemos analizado con anterioridad, Telefónica ha tenido que reducir el precio de sus servicios o incluso agruparlos en un mismo pack, conocido como “Fusión” por la fuerte actividad de sus competidores.

Por lo que encontramos el motivo de su menor rentabilidad, resultando ser estos menores márgenes operativos y la incapacidad para captar cuota de mercado, o lo que es lo mismo el número de usuarios o servicios ofrecidos a un menor precio.

ROE: Continuamos estudiando la rentabilidad financiera de la empresa a través del ROE¹¹. Esta rentabilidad financiera, por el contrario de lo que ocurría anteriormente, si tiene en cuenta como se financia la empresa. Por lo que la forma en la que se financia Telefónica (comprobamos con anterioridad que es a través de recursos ajenos) es un condicionante para la rentabilidad que los accionistas pueden obtener.

		2012	2013	2014	2015	2016
ROE	BºNeto/Equity	17,6%	18,1%	10,7%	3,0%	8,5%
	Margen BºNeto/Ventas	7,8%	8,7%	6,5%	1,4%	4,6%
	Rotacion Ventas/Activo	0,48	0,48	0,41	0,46	0,42
	Apalancamiento Activo/Equity	4,69	4,33	4,04	4,73	4,36

Tabla 31: ROE. Fuente: Miguel Arjona – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

Del mismo modo que con la ratio anterior, hemos desglosado en diferentes partes el Return On Equity. Únicamente se trata de coger el Return On Asset y tener en cuenta el apalancamiento financiero de la empresa, que en el caso de Telefónica resulta ser bastante elevado, tal y como se aprecia en la **“Tabla 31: ROE”**.

Por este elevado apalancamiento financiero, la empresa obtiene una rentabilidad para sus accionistas muy elevada de entorno al 17-18%. Estos han sido los niveles a los que estaba acostumbrada la empresa en todos sus años, pero los malos resultados obtenidos, especialmente en los dos últimos años, han provocado una reducción de esta rentabilidad.

7.1.8 Rentabilidad para el accionista

Tratamos en este momento, un punto muy interesante de cara al inversor, ya que analizamos en este punto como ha estado la empresa en los últimos años de cara al accionista, por lo que nos aportará una visión para saber si se trata de una buena decisión la de adquirir acciones de la empresa.

¹¹ Return On Equity

EPS: Relacionamos los beneficios de la empresa con el número total de acciones que hay en el mercado a través de la ratio EPS¹²

DPS: Relacionamos los dividendos repartidos por la empresa con el número total de acciones que hay en el mercado, a través de la ratio DPS¹³

PAY OUT: Nos indica que porcentaje del resultado del ejercicio se distribuye a sus accionistas en forma de dividendos.

		2012	2013	2014	2015	2016
EPS	Net income/Shares	0,97	0,99	0,65	0,15	0,48
DPS	Dividend/Shares	0,57	0,32	0,41	0,43	0,50
Pay out	DPS/EPS	59,1%	32,1%	63,7%	291,1%	104,7%

Tabla 32: Rentabilidad para el accionista. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Encontramos aquí, “**Tabla 32: Rentabilidad para el accionista**”, otro de los grandes problemas de la compañía, el reparto de dividendos. Los buenos resultados económicos a los que estaba acostumbrada Telefónica, le permitían repartir un elevado porcentaje de dividendos a sus accionistas, entre otros motivos, incentivar a los inversores la compra de la acción de Telefónica.

La promesa de un elevado dividendo por parte del antiguo presidente de la compañía, Cesar Alierta, provocó que, aunque Telefónica no obtuviese buenos resultados en los dos últimos años, tuviese que hacer frente al pago de esos dividendos prometidos.

Cuando analizamos el endeudamiento de la empresa, comprobamos como Telefónica reduce su deuda todos los años, con la excepción del ejercicio económico 2015, año, en el que la empresa volvió a endeudarse a unos elevados niveles.

Comprendemos en este punto, que uno de los motivos por los que la empresa tuvo que volver a endeudarse fue la incapacidad de hacer frente del pago de los dividendos que había prometido¹⁴ de 0,75€ por acción.

Esta es una de las principales razones por las que el actual presidente, José María Álvarez-Pallete, optó por la decisión de recortar dividendos a repartir, hecho gran valorado por parte de todos los accionistas.

La nueva retribución, tal y como indicó su presidente, fue de 0,55€ por acción para el ejercicio económico de 2016 y 0,40€ para el 2017.

7.2 Múltiplos

Se ha procedido a valorar a la empresa por múltiplos basados en la capitalización de la misma, el valor en el mercado o incluso en múltiplos basados en los crecimientos de Telefónica.

Para comprender como se sitúa el precio de la acción de la empresa mediante todos los métodos de valoración, debemos realizar una comparación con sus competidores del mercado, que realizaremos con posterioridad.

7.2.1 PER

Se trata de un método rápido para comprender la situación de la empresa.

¹² Earning Per Share

¹³ Dividend Per Share

¹⁴ Aprobado por José María Álvarez-Pallete en su primera intervención en el consejo.

<p>PER = Precio/Beneficio por acción</p> <p>*Precio: Último precio del periodo 2015</p> <p>*BPA= Beneficio atribuible/Nº acciones</p>

Ilustración 4: Fórmula PER. Fuente: Ana Hernández - ICADE Business School - Madrid

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
PER (P/E)	68,73	21,55	11,65	9,96	8,73

Tabla 33: PER. Fuente: Ana Hernández - ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

Dados los malos resultados obtenidos en el ejercicio 2015, nuestra valoración por PER es muy elevada llegando a considerarse una mala opción de inversión en ese momento. Como comprobamos en la “Tabla 33: PER” esta valoración de la empresa mejora a lo largo de los años, tanto en el último ejercicio económico, como en nuestras estimaciones de futuro.

7.2.2 P/BV

Comprobaremos la relación que mantiene el valor contable de las acciones de la empresa con las expectativas de crecimiento que tiene el mercado de la misma.

<p>P/BV = Precio por acción/Valor contable por acción</p> <p>*Valor contable por acción=Recursos propios de la empresa/Nº acciones</p>
--

Ilustración 5: Fórmula P/BV. Fuente: Ana Hernández- ICADE Business School - Madrid

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
P/BV	2,03	1,82	1,73	1,61	1,48

Tabla 34 : P/BV. Fuente: Ana Hernández - ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

Como comprobamos en la “Tabla 34: P/BV”, el mercado valora a Telefónica por encima de su valor en libros. Hecho que resulta totalmente normal, puesto que el mercado valora a las empresas por la capacidad de las mismas de generar flujos de caja.

Comprobamos que el múltiplo se reduce, pero este hecho únicamente se debe a que se ha establecido el precio de 10,26€ por acción para los años futuros, puesto que es la cotización de la acción en la fecha de estudio. Dependiendo de la evolución de la acción en los próximos años, este múltiplo variará en una dirección u otra.

7.2.3 EV/EBITDA

Se puede comprobar de esta manera el valor que crea la empresa en relación con los recursos generados en el año. Para ello se debe utilizar el Enterprise Value, utilizado para conocer el valor de la empresa, junto a los resultados operativos.

<p>EV/EBITDA = Valor mercado de las acciones + Deuda neta / EBITDA</p> <p>EV= Market cap. + deuda financiera neta</p>

Ilustración 6: Fórmula EV/EBITDA. Fuente: Ana Hernández – ICADE Business School - Madrid

Shares	5.037,80
Share Price	10,26 €
Mkt Cap	51.687,83 €
Net Debt	48.595,00 €
EV	96.159,04 €

Ilustración 7: Enterprise Value. Fuente: Ana Hernández – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
EV/EBITDA	7,27	6,36	5,51	5,35	5,15

Tabla 35: EV/EBITDA. Fuente: Ana Hernández – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

En la actualidad Telefónica está 6.36 veces valorada por encima de los recursos que generó en su ejercicio económico. Dadas las estimaciones dadas, y con el mismo precio por acción para todos los años, este múltiplo se reduciría. Se trata de un hecho bastante interesante a la hora de valorar la empresa para invertir en la misma, aunque debemos comprobar cómo se encuentran sus competidores.

7.2.4 Dividend Yield

Estudiaremos la relación de los dividendos repartidos por Telefónica con respecto al valor de mercado de las acciones.

Actual					
Mkt Cap	51.687,83 €				
	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
Dividend	2.189	2.512	2.021	2.031	2.031
Dividend Yield	4,23%	4,86%	3,91%	3,93%	3,93%

Tabla 36: Dividend Yield. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Las estimaciones en los dividendos están relacionadas con los 0,40€ por acción que se comprometió el presidente a repartir en el ejercicio 2017, junto a un pequeño aumento para los próximos dos ejercicios económicos.

La empresa ofrece alrededor de un 4% de dividend yield, lo cual es un rendimiento muy elevado dentro de las empresas del índice español, IBEX 35.

7.2.5 Deuda neta/ EBITDA

Estudiaremos la situación de la deuda de la empresa en relación con la capacidad de generar rendimientos en los ejercicios económicos.

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
Net Debt/EBITDA	3,72	3,21	2,55	2,27	1,96

Tabla 37: Deuda neta/EBITDA. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

En la actualidad la cantidad de endeudamiento de Telefónica se sitúa 3,21 superior a sus resultados generados en el año. Tal y como anunciamos con anterioridad, la empresa reducirá endeudamiento al mismo tiempo que aumentará el EBITDA de la compañía, lo que provocará que esta ratio mejore en los próximos años.

7.2.6 Deuda neta/ Equity

Del mismo modo estudiaremos la relación entre la deuda neta de la compañía con los recursos propios.

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
Net Debt/Equity	1,93	1,71	1,49	1,27	1,05

Tabla 38: Deuda neta/equity. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Debido a la devolución de la deuda que la empresa está llevando a cabo, y proseguirá en los próximos años, comprobamos como mejora la situación con respecto a esta ratio.

7.3 Flujos de caja

Es el principal método de valoración de una empresa, puesto que analiza la capacidad de generar flujos de caja en los próximos años.

7.3.1 Flujos de caja operativo

Analiza el flujo de dinero generado por las operaciones operativas de la compañía, sin tener en cuenta el origen de su estructura financiera.

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
EBITDA	13.229	15.118	17.441	17.959	18.664
Marginal Tax Rate	17,00%	26,07%	22,00%	22,00%	22,00%
EBITDA (1-t)	10.980	11.177	13.604	14.008	14.558
DD&A	9.704	9.649	9.985	9.794	9.715
DD&A (tax)	1.649	2.516	2.197	2.155	2.137
Change in Capex	8.876	8.583	8.664	8.555	8.470
Change in NWC	- 1.571	- 383	- 226	- 253	189
FCFF	5.325	5.492	7.362	7.861	8.036

Tabla 39: FCF Fuente: María Luisa Garayalde – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

Para el cálculo de los flujos de caja, se ha partido desde el EBITDA de la compañía añadiéndole el efecto impositivo de sus amortizaciones y estudiando el aumento/decremento de sus NOF y CAPEX. Como comprobamos en la tabla anterior, Telefónica será capaz de aumentar su flujo de caja.

De esta forma, podemos comprobar el rendimiento de los flujos de caja generados por la empresa con respecto al valor de mercado de las acciones.

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
FCFF/Yield	10,3%	10,6%	14,2%	15,2%	15,5%

Tabla 40: FCF yield. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Se trata de rendimientos muy elevados y que se espera que aumenten en los próximos años.

7.3.2 Flujos de caja para el accionista

Analizaremos los flujos de caja generados por la empresa desde el punto de vista del accionista, es decir, que del mismo modo que mediante el método anterior no se tenía en cuenta el origen de la estructura financiera, en este nuevo método si lo tendremos en cuenta. Por lo que deberemos tener en cuenta los intereses generados por la deuda de la empresa, junto a la devolución del principal de la misma.

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
FCFF	5.325	5.492	7.362	7.861	8.036
Interest Expense	2.609	2.219	1.760	1.505	1.357
Change in Net debt	4.074	- 566	- 4.124	- 3.635	- 4.224
FCFE	7.233	3.285	1.865	3.052	2.754

Tabla 41: FCFE; Fuente: María Luisa Garayalde – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

Debido al alto grado de apalancamiento de la empresa, y a la política empresarial llevada a cabo en las últimas fechas, con proyecciones a futuro, obtenemos unos flujos de caja bastante más reducidos a los calculados en el apartado anterior.

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
FCFE/Yield	14,0%	6,4%	3,6%	5,9%	5,3%

Tabla 42: FCFE yield. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia

Los rendimientos de los flujos de caja para el accionista se reducen debido a las devoluciones de la deuda, que la empresa va a llevar a cabo.

7.4 Precio objetivo de la acción

Utilizaremos el método de flujos de caja operativo para calcular el precio objetivo de la acción.

Para poder llevar a cabo el correcto estudio del precio objetivo, tenemos que tener en cuenta una serie de factores macroeconómicos estudiados con anterioridad, para poder desarrollar el potencial de crecimiento que posee Telefónica.

En primer lugar, el *crecimiento sectorial*. Se trata de un sector estable y maduro con un reducido número de competidores, los cuales se reparten la cuota de mercado. En la actualidad el negocio de las telecomunicaciones está cambiando a otra forma de ver el negocio, por lo que se estima un crecimiento estable.

En segundo lugar, deberemos estudiar el WACC¹⁵ o coste de financiación de la empresa. En este sentido, depende de la financiación llevada a cabo por Telefónica mediante recursos ajenos o propios, que como ya hemos repetido en numerosas ocasiones, se compone mayoritariamente de recursos ajenos.

$$WACC = K_e \frac{CAA}{CAA + D} + K_d(1 - T) \frac{D}{CAA + D}$$

Ilustración 8: Fórmula WACC. Fuente: Ana Hernández - ICADE Business School - Madrid

Distinguiendo por un lado el coste de los recursos propios como $Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$, y por el otro sentido los recursos ajenos como $Kd = Rf + Spread$.

Risk free rate	4,5%
Risk premium	4,0%
Beta	1,10
Ke	8,9%
Cost of debt	4,75%
Tax rate	25,0%
Kd	3,6%
% Debt in EV	25%
WACC	7,6%

Tabla 43: WACC Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia

Por último, debemos establecer el crecimiento anual, que dadas las condiciones estudiadas se establecerá en un 1%.

TERMINAL VALUE MULTIPLE	
WACC	7,6%
NOMINAL GROWTH	1,0%

Ilustración 9: Crecimiento-WACC; Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia

	FY15	FY16	FY17e	FY18e	FY19e
FCFF	5.325	5.492	7.362	7.861	8.036
Valor residual					122.975,94
FFL	5.325	5.492	7.362	7.861	131.011,99
VAN	112.300,65 €				
Valor Telefónica					63.705,65 €
Preción acción					12,65 €

Tabla 44: Precio acción. Fuente: María Luisa Garayalde – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia

¹⁵ Coste Medio Ponderado de los recursos de la empresa

7.5 Análisis de sensibilidad

En este apartado realizaremos un análisis de sensibilidad con respecto al precio de la acción de Telefónica. Para ello jugaremos con las variables WACC y crecimiento anual, hallando de esta forma evolucionaria el precio objetivo de la acción de Telefónica en cada uno de los casos.

Precio acción		Crecimiento						
		-1%	-0,60%	-0,30%	0%	0,30%	0,60%	1%
WACC	6,50%	11,26 €	12,19 €	12,96 €	13,81 €	14,73 €	15,75 €	17,27 €
	7%	9,89 €	10,69 €	11,35 €	12,06 €	12,84 €	13,69 €	14,96 €
	7,60%	8,45 €	9,13 €	9,68 €	10,27 €	10,92 €	11,62 €	12,65 €
	8%	7,60 €	8,21 €	8,70 €	9,23 €	9,80 €	10,42 €	11,32 €
	8,50%	6,64 €	7,17 €	7,60 €	8,07 €	8,56 €	9,09 €	9,87 €

Tabla 45: Análisis de sensibilidad; Fuente: Elaboración propia

En los apartados previos estudiamos el precio de la empresa con un valor del WACC de 7.6% y un crecimiento anual del 1%.

A través de la “**Tabla 45: Análisis de sensibilidad**” podemos comprobar con un vistazo rápido, como evolucionaría el precio de la acción si en lugar de utilizar el WACC previo, utilizamos cualquier otro. Ocurrendo lo mismo con el crecimiento anual.

De esta manera sacamos como conclusión, que a cuanto menor sea el coste de los recursos utilizados por Telefónica, WACC, mayor sería el precio objetivo de sus acciones.

7.6 Análisis de escenarios

En este apartado estudiaremos, desde un punto de vista personal, una serie de posibles escenarios que Telefónica puede vivir en los próximos meses, junto a la probabilidad de que ocurran los hechos y la repercusión que los mismos tendrían en el precio de la acción de la empresa.

Escenario	Probabilidad de que ocurra	Repercusión en la acción %	Repercusión en la acción €
Expropiación Telefónica Venezuela	4,50%	-0,80%	- 0,09 €
Recuperación economía venezolana "vuelta a los niveles de 2013" en el 2017-2018	0,00%	7,69%	0,79 €
Venta Telefónica México	17,00%	3,84%	0,39 €
Mejorar posición, 18%, en la subasta de espectro de 5G UK	80,00%	1,44%	0,15 €
Venta O2 (salida a Bolsa)	40,00%	7,89%	0,81 €
Reducir peso en Telefonica Alemania	0,05%	-0,56%	- 0,06 €
Aumentar peso en Telefonica Alemania	22,00%	0,56%	0,06 €
Recuperación progresiva en la economía brasileña	95%	2,88%	0,30 €

Tabla 46: Escenarios Telefónica; Fuente Elaboración propia

Tal y como se aprecia en la “**Tabla 46: Escenarios Telefónica**”, se barajan una serie de escenarios que pueden ocurrir en los próximos meses.

7.6.1 Venezuela

Desde que Nicolás Maduro ocupase el poder en 2013, el negocio de Telefónica ha pasado de obtener 4.228 millones de euros a 432 millones en el último ejercicio económico. Los principales factores que han promovido esta evolución de los resultados de la compañía son la enorme devaluación de la

moneda que el país ha llevado a cabo y los altos niveles de hiperinflación que se viven en los últimos años en Venezuela, derivados de una de las peores crisis vividas en el país.

El estudio llevado a cabo acerca de la probabilidad de que el presidente Maduro expropié la filial de Telefónica en Venezuela, es un hecho que se viene manejando desde hace ya tiempo atrás, llegando incluso la compañía a reflejar en sus cuentas una partida para cubrirse de este riesgo. Nicolás Maduro ha dejado entrever en numerosas ocasiones sus intenciones y pensamiento acerca de la compañía, y es que únicamente ha sido necesario un tuit erróneo por parte de la compañía y un intento de subidas de precios, para que el presidente saliese al ataque.

Ya en el verano de 2016, el presidente venezolano, anunció *“Si no pueden sostener esa empresa que me la vendan, que se la vendan al Estado”*¹⁶. Con este mensaje, aviso a todas las empresas de telecomunicaciones, cuáles eran sus pensamientos ante el alza de los precios que estaban llevando a cabo. El incremento de precios se situaba en 300% por parte de Telefónica, llegando incluso a ser superior, 400% por parte de Digitel. Ante esta situación, Telefónica se vio obligada a renegociar las condiciones con el Gobierno venezolano.

En los últimos meses, la idea de la expropiación forzosa ha llegado a sonar incluso con más fuerza. Esto se debe a que el presidente venezolano acusó a Telefónica, de que el 19 de abril se sumó a la convocatoria golpista. Maduro explicó, en la televisión controlada por el Estado (VTV), que Telefónica mandó gran cantidad de mensajes promoviendo el golpe, sumándose de esta forma a la convocatoria organizado, llegando incluso a intentar convencer a las personas para que participasen en la convocatoria de las movilizaciones. En esa misma fecha Mauro creó la unidad de Ciberguerra.

Además, en esta misma televisión, se intentó desprestigiar a Telefónica acusándole de una anterior involucración en otro golpe de Estado. VTV informaba a la población venezolana de que Telefónica estuvo involucrada en la conspiración golpista que derrocó al presidente Chávez en 2002, bajo la denominada empresa Telcel. Esta empresa permitió rastrear los teléfonos móviles de los miembros del gobierno, llegando incluso a realizar un anuncio publicitario en el que celebraba y confirmaba todas las sospechas acerca de la conspiración.



Ilustración 10: Anuncio Telcel; Fuente: Google

Aunque en la televisión o incluso el Gobierno venezolano acuse a Telefónica de este hecho, lo cierto es que no tuvo nada que ver puesto que Telefónica adquirió Telcel en el 2005, tres años después de los hechos, a la compañía Bellsouth, dueña por aquel entonces de Telcel.

Esta probabilidad de expropiación forzosa no es un hecho aislado, pues en los últimos años le ocurrió a cientos de empresas bajo el mandato de Chávez.

¹⁶ Nicolás Maduro (01/08/2016)

Una vez ocurrido todos los hechos, la compañía Telefónica, ha intentado apaciguar las complicadas relaciones con Maduro, llegándole a explicar que la operativa de distribución de los mensajes se realiza a través de terceros, por lo que Telefónica no gestionó, ni siquiera tuvo conocimiento del contenido de los mensajes. Por lo que la empresa llegó a tomar la decisión de controlar ella misma, la distribución de SMS, llegando a limitar o bloquear el servicio ante cualquier sospecha de cualquier uso fuera de lo normal.

Es importante señalar que la expropiación en el supuesto de que ocurriese no supondría un enorme impacto en el negocio de la compañía, ya que únicamente supone el 0,8% del negocio total, pero que los mayores damnificados serían todos los millones de usuarios que la empresa cuenta en el país.

Numerosos economistas como José Cordeiro, Miguel Ángel Santos o Luis Vicente León, entre otros, nos explican que la situación económica del país se encuentra en un momento muy delicado, llegando incluso a afirmar que el año 2017 va a ser peor que el 2016. Los niveles de inflación siguen creciendo a ritmos desenfrenados y no parece que existe ninguna medida que pueda mejorar la situación.

7.6.2 México

Tal y como vimos anteriormente en el *“Gráfico 10: Mercado mexicano”*, existe un líder indiscutible en el mercado de las telecomunicaciones de México, America Movil, con más del 60% de la cuota de mercado y operando bajo la marca comercial Telcel. Telefónica es la segunda operadora del país con respecto a cuota de mercado, pero pierde posiciones estudiándola a lo referente de ingresos, y es que el ARPU que posee es uno de los más bajos entre todos los operadores, quizás este sea uno de los motivos por lo que se plantea la salida de Telefónica del país.

En el año 2015, entró en el mercado la operadora americana AT&T y desde que esto ocurriese, no ha parado de crecer y ganar cuota de mercado. Telefónica había mejorado los resultados en el país, pero la aparición de ese competidor que continuamente está robándole cuota de mercado a Telefónica, ha provocado que la empresa se plantee una venta de la filial por miedo de hacerse pequeños ante ellos, y entre los posibles compradores se considera a AT&T

Un hecho bastante importante a señalar es que Telefónica no participó en la última subasta de espectro celebrada en México, a la que únicamente acudieron America Movil y AT&T, hecho que deja entrever las incertidumbres que la compañía tiene acerca del país. De este modo, Telefónica dejó de invertir en el mercado mexicano, por lo que, si continua con esta estrategia irá haciéndose más pequeña, tal y como se esperan en las estimaciones anteriormente estudiadas. La subasta de espectro estaba relacionada con el reto de la digitalización, y Telefónica no participó, por lo que es posible que dejase vía libre en el precio de la subasta a su competidor AT&T.

Por estos motivos se plantea una venta a la compañía AT&T, y debido a que a diferencia del intento de venta de O2, no supondría ningún impedimento por parte de las regulaciones del país, ya que entre ambos no sumarían más del 28% de la cuota de mercado. Para AT&T, que quiere continuar con el vertiginoso crecimiento vivido, hacerse con Telefónica sería un paso muy importante, porque se haría con el 13% de cuota de mercado del país.

Para que la operación saliese adelante, Telefónica debería percibir un valor diferenciador, puesto que la simple venta de la filial no tendría buenas repercusiones y sería bien valorada por el mercado. Por lo que para que se diese una venta de la filial mexicana a AT&T, esta empresa debería estar dispuesta a traspasar su negocio de televisión en el continente sudamericano. En caso de que esto se realizase con éxito, Telefónica se haría con el poder de *“Direct TV”* y podría apostar por la fusión de sus productos y el negocio de la televisión, tal y como lo ha estado realizando en España y Alemania.

El presidente de Telefónica señaló a finales de 2016 lo siguiente, *“respecto a México, nuestra decisión dependerá de cómo vaya evolucionando. No vemos este mercado como un mercado racional. Creemos que se necesita un cambio. Aunque, como ya hemos dicho, nuestra exposición a este mercado es limitado y hay algunos factores que podrían cambiar el mercado en las próximas semanas. Pero México*

es una cuestión pendiente para nosotros (...) así que no puedo comentar más porque estamos trabajando en diferentes alternativas. Pero lo que está claro es que no estamos satisfechos con la situación mexicana”¹⁷.

7.6.3 5G en UK

Se trata de uno de los principales quebraderos de cabeza para la compañía, y personalmente apuesto que la empresa volverá a intentar vender O2, la pregunta es *¿cuándo?*

Telefónica ha puesto como objetivo la subasta de espectro que se realizará en UK a finales de 2017. Uno de los factores influenciadores en esta decisión es que las nuevas frecuencias se basarán en la tecnología 5G, resultando tener un impacto económico en UK mayor que el de las redes de fibra óptica. Este impacto será de alrededor de 8.200 millones + 3.000 millones de euros cada año en la economía británica.

La subasta de UK supondrá uno de los mayores retos para la empresa, ya que Telefónica ha puesto especial hincapié en hacerse con estos servicios, ya que, de esta manera, la adquisición del espectro incrementaría considerablemente el valor de la compañía para posibles ventas futuras, o incluso su salida a Bolsa, como se barajó en numerosas ocasiones. Por lo que Telefónica, retrasará la venta de su filial británica hasta que se culmine esta subasta de espectro.

La compañía espera poder mejorar su posición en el espacio de la subasta, ya que actualmente posee únicamente un 12% frente a los porcentajes muy superiores de sus competidores. Además, la compañía ha reiterado en numerosas ocasiones al regulador de la subasta que ninguno de los operadores tenga más del 35% del espectro, poniendo presión de este modo a que su competidor BT-EE con un 45% reduzca el peso. Otras operadoras se sumaron a este reclamo de Telefónica.

Una vez que esto se produzca, Telefónica pondrá todos sus esfuerzos en la venta de O2. Del mismo modo que ocurrió con la venta parcial de Telxius, la compañía repetirá la operación y únicamente venderá una pequeña participación de la filial para continuar teniendo el poder sobre la misma. Para que se produzca la venta de una participación minoritaria, una de las opciones más factibles es la salida a Bolsa, y en el caso de que Telefónica se hiciese con la subasta de espectro recientemente mencionada, los inversores verían con buenos ojos la opción.

Por lo que, a finales de año, o principios del 2018, Telefónica podría estar planteando la salida a Bolsa de su filial.

7.6.4 Alemania

Telefónica reforzó en los últimos meses su presencia en Telefónica Deutschland, adquiriendo un 6% adicional tras el acuerdo con la empresa KPN, por el cual Telefónica cedía a KPN un total del 1,43% de las acciones de su autocartera. De este modo Telefónica controla el 69,2% de su filial alemana.

La principal razón por la que la compañía apostó por esta operación es que la filial alemana es uno de los principales generadores de caja para el grupo, junto al enorme atractivo de la retribución al accionista que la filial realiza, ya que en el último ejercicio económico distribuyó un dividendo de 0,25€ por acción. Por lo que el aumento de participaciones por parte de Telefónica en su filial, le incrementará en 44,6 millones de euros recibidos como dividendos.

Junto al acuerdo, KPN se ha comprometido a una serie de restricciones que Telefónica le ha impuesto, como es el caso de las referidas en caso de transmisión de acciones.

Esta venta por parte de KPN no es un hecho aislado, ya que en noviembre de 2015 vendió otro 5% de la filial alemana a Telefónica. Por lo que se plantea la posibilidad de que la compañía holandesa vuelva

¹⁷ José María Álvarez-Pallete (2016)

a vender a Telefónica participaciones en su filial alemana, debido a la estrategia de desinversión en la misma que están llevando a cabo.

7.6.5 Brasil

Existen multitud de similitudes entre la crisis económica en Brasil con respecto a la vivida en Argentina entre los años 1998-2002, y es que ambos países vivieron un periodo de altos crecimientos, con buenas tasas de desempleo y niveles de déficits fiscales y externos muy reducidos.

La recuperación argentina se produjo en un periodo de cuatro años, resultando una situación muy similar a la que se está produciendo en la actualidad con Brasil, ya que empiezan a verse los primeros indicios de recuperación, y es que, en economía, la historia siempre se repite.

En el caso de Brasil, en el año 2013 comenzaron a observarse los primeros deterioros con respecto al debilitamiento del gobierno y la reversión de la cuenta de capital. En los años siguientes, el PIB brasileño se desplomó, la moneda se devaluó, la inflación subió, el desempleo aumentó y el déficit fiscal aumento igual.

En el verano de 2016 la situación brasileña comenzaba a revertirse, puesto que, entre otros ejemplos, mostraba las menores caídas de PIB en todo el periodo de la crisis y las cifras de comercio exterior comenzaban a mejorar. Estos datos en los que se mostraba el inicio de la recuperación se han visto confirmados en lo que llevamos de año, pues se han visto enormemente reforzados.

En lo referente a los últimos meses, se puede destacar los últimos escandalosos de corrupción por parte del Gobierno, puesto que han causado ciertas tensiones políticas en el país. Económicamente, han surgido algunos brotes verdes, ya que el PIB vuelve a crecer tras los últimos años en negativo. El PIB comenzará a recuperarse gradualmente, apoyándose en algunos factores clave como veremos en el **“Gráfico 14: Evolución factores económicos”**.



Gráfico 14: Evolución factores económicos; Fuente: Informe Situación Latam, BBVA Research

Las exportaciones contribuirán al crecimiento del país, debido a un tipo de cambio más depreciado y al crecimiento global.

Además del crecimiento del PIB. Existe una serie de factores que nos reafirman en la recuperación económica brasileña, como la menor inflación, la reducción del riesgo fiscal y la mayor confianza en la economía.

- La inflación se redujo desde el 11% a finales de 2015 hasta el 4% en el primer trimestre de 2017.
- La normalización de la inflación ha creado un mayor margen para que se puedan recortar los tipos de interés.
- La confianza entre los empresarios y los consumidores ha aumentado en los últimos meses, totalmente ligado a la menor incertidumbre política y el entorno favorable.
- La inversión extranjera se incrementa, al mismo tiempo que el déficit en cuenta corriente se reduce.

8. ANÁLISIS COMPETENCIA

Para estudiar la situación de Telefónica, debemos realizar un estudio de sus principales competidores. De esta forma hallaremos, en primer lugar, la evolución del sector, y en segundo lugar como actúa la empresa con respecto al sector y sus competidores.

Se ha considerado realizar un estudio de los principales competidores a nivel global, europeo y nacional.

-Nivel global: “America Movil” es el principal competidor puesto que es el líder indiscutible en la mayoría de los países de Hispanoamérica. Aunque es un competidor directo de la compañía, no termina de ser un comparable con respecto a Telefónica ya que realiza sus actividades en el continente americano y las características de este mercado son totalmente distintas a las del mercado europeo. De todas formas, ha quedado reflejado en la tabla posterior.

-Nivel europeo: Se trata de los grandes competidores de la compañía, puesto que tienen características muy parecidas debido a que actúan en el mismo mercado. Se puede considerar a los operadores “Deutsche Telekom”, “Vodafone” y “Orange”.

-Nivel nacional: Es el caso de Euskaltel, puesto que actúa en el mercado nacional, teniendo un grado inferior de penetración en el mercado.

	Vodafone			Orange		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EV/EBITDA	7,7	7,7	7,7	6,5	6,0	5,8
P/BV	0,9	1,1	1,1	1,5	1,6	1,6
PER	42,8	34,9	29,2	12,9	15,5	14,6
ROE	2,2%	3,1%	3,8%	11,7%	10,5%	11,1%
Dividend Yield	3,8%	4,1%	4,3%	3,4%	3,7%	4,0%
Net debt/Equity	0,35	0,43	0,44	0,98	1,03	1,00
	Deutsche Telekom			America Movil		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EV/EBITDA	6,2	5,8	5,5	2,4	2,3	2,2
P/BV	2,7	2,6	2,5	0,2	0,2	0,2
PER	19,5	20,9	17,1	6,1	0,9	0,9
ROE	14,0%	12,6%	14,5%	3,4%	23,2%	20,1%
Dividend Yield	3,5%	3,7%	4,0%	14,0%	38,0%	42,2%
Net debt/Equity	1,70	1,76	1,57	2,50	2,23	1,82
	Euskaltel			Telefónica		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EV/EBITDA	9,3	9,1	8,8	6,4	5,5	5,4
P/BV	2,0	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6
PER	24,0	17,5	15,3	21,5	11,6	10,0
ROE	8,4%	11,0%	12,1%	8,5%	14,8%	16,2%
Dividend Yield	0,0%	3,7%	4,6%	4,9%	3,9%	3,9%
Net debt/Equity	1,62	1,45	1,31	1,71	1,49	1,27

Tabla 47: Competidores. Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia

Como observamos en la “**Tabla 47: Competidores**”, la valoración de “America Movil” no tiene ningún tipo de relación con la del resto de operadores del sector de las telecomunicaciones, debido a lo comentado anteriormente de que actúa en el mercado americano. Sin embargo, el resto de operadores tienen una valoración muy similar.

Comprendemos que Telefónica, actualmente es una buena oportunidad de inversión puesto que tiene una mejor valoración que el resto de competidores mediante todos los múltiplos, llegándose a encontrarse “barata” con respecto de sus competidores como “Vodafone” que puede llegar a considerarse que “cara”, por lo que no sería una buena opción de inversión.

Con respecto a la repartición de dividendos, comprendemos que todas las teleoperadoras se encuentran en el mismo margen de reparto. Telefónica en el pasado era la que ofrecía un mayor dividend yield, pero puesto el recorte de dividendos que ha llevado a cabo en las últimas fechas, actualmente se encuentra en el mismo margen que sus competidores.

Por último, con respecto a la deuda neta de la empresa, observamos que es una de las teleoperadoras más apalancadas del sector, aunque no termina de ser la única que se encuentra en esa situación.

9. EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN

En este apartado, llevaremos a cabo un estudio de la evolución de la cotización de las acciones de Telefónica. En primer lugar, observaremos una comparación de la cotización entre la empresa y el sector de las comunicaciones, para después comenzar con el estudio de los motivos de los grandes cambios en la cotización de la empresa.

9.1 Evolución de sector

Nos apoyaremos en el gráfico posterior, para estudiar la evolución de las cotizaciones en los últimos 5 años de los cuatro grandes competidores del mercado y de esta forma comprender la tendencia del sector de las telecomunicaciones.

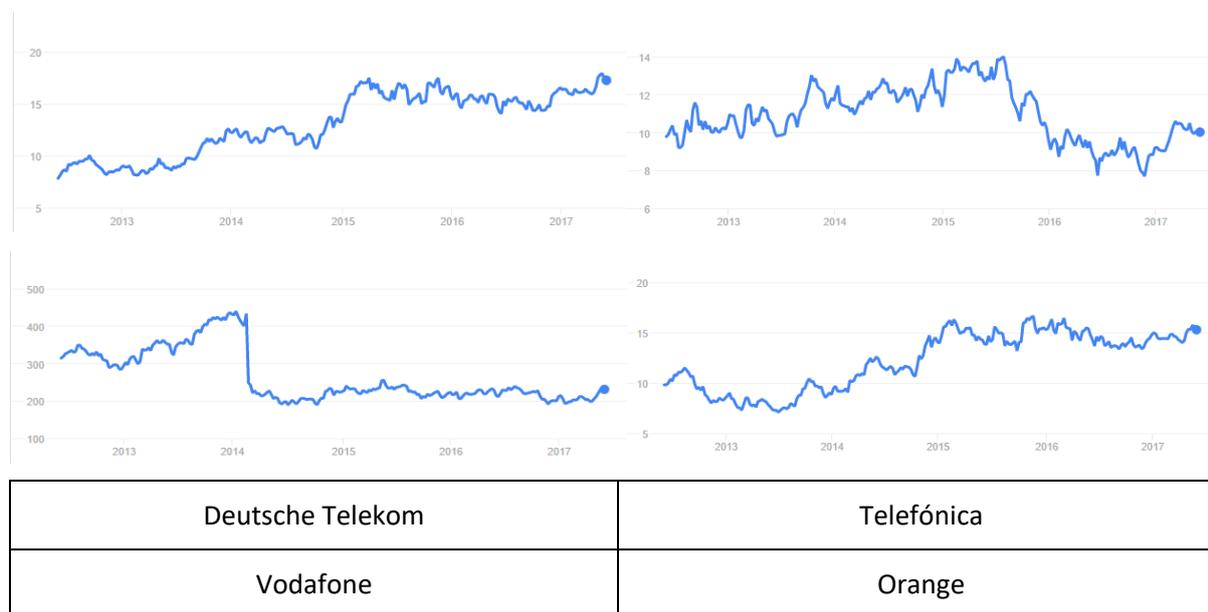


Gráfico 15: Telefónica vs sector; Fuente: Bolsas y Mercados Españoles; Elaboración propia

Observamos en las gráficas cdi “Gráfico 15: Telefónica vs sector” como el sector de las telecomunicaciones evolucionaba positivamente desde mediados del año 2012, puesto que todas las operadoras comenzaban a tener tendencias positivas. La primera operadora que rompió esta tendencia fue Vodafone, cuando en febrero de 2014 tuvo una enorme caída en la cotización de sus acciones, justamente cuando se le comenzó a relacionar con la adquisición de la compañía ONO. Desde la fecha y hasta la actualidad, la cotización de la compañía se ha mantenido estable.

El resto de operadoras continuaron su tendencia alcista, hasta que llegó el turno de Telefónica en agosto de 2015, cuando sus acciones sufrieron un duro revés debido a la crisis brasileña. Las acciones de Telefónica, comenzaron a desplomarse en el verano de 2015, hasta alcanzar mínimos a finales de 2016, punto en el que se revierte la situación. En la actualidad la compañía continúa con la tendencia alcista que se le caracteriza al sector, habiendo recuperado los 10€ del valor de la acción y teniendo grandes perspectivas de futuro.

Tanto Orange, como Deutsche Telekom, que no actúan en el mercado brasileño, ni han sufrido ningún gran escándalo, continúan en la actualidad con la tendencia alcista comenzada hace ya 5 años, por lo que se ve con buenos ojos las posibles inversiones en este sector.

9.2 Motivos de los cambios en la cotización de Telefónica

A continuación, estudiaremos los hechos más importantes de la empresa ocurridos en la actualidad, para de esta forma comprobar que repercusión tuvieron los mismos sobre el precio de la acción de Telefónica.

En el segundo semestre de 2015, la acción de Telefónica se desploma por los suelos, originada por la mala situación de la economía brasileña, los malos resultados obtenidos en el primer semestre del año y las malas perspectivas del segundo trimestre del año. El fuerte peso que supone la filial de Telefónica en Brasil para la compañía provoca el inicio de las enormes caídas en la cotización de la empresa.

La mala solidez, debida a un alto endeudamiento jugó del lado de la crisis brasileña, propiciando caídas mayores.

La jubilación del antiguo presidente de la compañía, Cesar Alierta, a finales de marzo 2016, fue un hecho muy sonado en el país, pero la cotización de la empresa no obtuvo grandes cambios y continuo con el proceso decreciente que estaba sufriendo.

A los pocos días de la jubilación de cesar Alierta, el actual presidente aseguró cumplir con la promesa de un reparto atractivo de dividendos anteriormente comenzada (8 de abril 2016), llegando a asegurar 0,75€ por acción. En ese momento el mercado reacciona positivamente, subiendo de esta forma la cotización de las acciones de la empresa.

En mayo de 2016, el regulador europeo vetó a la compañía la venta de O2, debido a los fines por los que Hutchison quería hacerse con ella. En esos momentos la cotización de Telefónica permanece estable, llegando a mejorar en las siguientes sesiones.

Una de las sesiones fatídicas para la compañía fue la sesión siguiente al Brexit 23-24 junio 2016. La elección de los británicos de salirse de la Unión Europea provocó que el valor de la acción de Telefónica cayese hasta los 7,6€, una caída de 16.12%, llegando a marcar uno de los mínimos históricos de la compañía. Desde entonces, la firma ha recuperado un 32%, volviendo a valer por encima de los 50.000 millones.

En lo que llevamos de año, podemos asegurar que desde que saltó la noticia por el 2 de febrero 2017 de la venta de Telxius, la cotización de Telefónica comenzó a mejorar, y es que, en tan solo un mes, la compañía pasó de cotizar 9,40€ a 10,60€. Esto se debió a la buena valoración que hizo el mercado de los esfuerzos de la compañía para reducir deuda.

En el mes de abril, Telefónica realizó dos emisiones de bonos a 30 años. La primera de ellas ocurrió el 01 de abril 2017, donde la empresa mejoró notablemente la cotización, llegando a aumentar un 2,69%. Con la noticia de la segunda emisión de bonos, el 21 de abril 2017, Telefónica llegó a subir 3.25% en la sesión del día.

El 10 de mayo saltó la noticia de que la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia había estipulado, que Telefónica deberá compensar a sus competidores por el alquiler de sus canales de televisión de pago de futbol. Este hecho no pasó desapercibido, y la empresa perdió un 4,02% en la cotización de la sesión siguiente.

10. CONCLUSIONES

Una vez realizado el estudio en profundidad de la situación de Telefónica, podemos aportar una serie de conclusiones.

- En el apartado **“3. Análisis de la composición del balance”**, comprendimos la evolución de las principales partidas del balance y pudimos observar un alto grado de endeudamiento de la empresa y como todos los años, a excepción del año 2015 en el que aumento el endeudamiento, llevaba a cabo políticas para devolver el principal de la deuda.
- En el apartado **“4. Análisis de la composición de la cuenta de pérdidas y ganancias”**, pudimos observar el progresivo descenso en los ingresos de la empresa. Junto a este descenso de los ingresos, pudimos comprobar que, en el año 2015, la empresa tuvo unos menores beneficios derivado de los aumentos en los costes operativos del negocio.
- Por lo que aumento del endeudamiento sufrido en el 2015, se debe a los malos resultados económicos de ese ejercicio, junto a la promesa de una alta repartición de dividendos. La empresa tuvo que endeudarse para hacer frente al pago de dividendos.
- Telefónica es una empresa internacional, que opera en todos los países sudamericanos y algunos europeos. Los principales mercados de la empresa se observan en la **“Tabla 48: Repercusión en la cifra de negocios”**, siendo España y Brasil sus dos principales mercados.

Repercusión en la cifra de negocios		
España	12.713,00	24,43%
Brasil	11.097,14	21,33%
Alemania	7.503,00	14,42%
UK	6.861,00	13,19%
Argentina	3.000,00	5,77%
Perú	2.499,00	4,80%
Chile	2.163,00	4,16%
TOTAL	52.036,14	100%

Tabla 48: Repercusión en la cifra de negocios; Fuente: Elaboración propia

- En los apartados **5 y 6** relacionados con la **situación del mercado de las telecomunicaciones y la empresa**, pudimos estudiar una serie de factores micro y macro económicos que afectan al negocio y los resultados de Telefónica. En España, país donde la empresa obtiene su mayor porcentaje de ingresos, Telefónica ha tenido que mutar sus servicios debido al alto grado de competitividad en el mercado. En la actualidad la empresa ofrece su paquete Fusión, en el que ofrece un pack conjunto de los servicios de móvil, fijo, internet y televisión. Alemania sigue una estrategia totalmente similar a la de España, mientras que en el Reino Unido esta estrategia no ha sido posible llevarla a cabo. Este fue uno de los principales motivos por los que Telefónica intentó vender su filial británica, junto a la promesa de reducción de endeudamiento.
- La compañía tiene una estrategia global de ofrecer **“más por más”**, es decir un mayor número de servicios por un mayor precio, junto a unos objetivos estratégicos altamente definidos, como es su objetivo primordial de desapalancamiento.
- Para conseguir reducir el alto grado de endeudamiento, Telefónica ha llevado a cabo una serie de acciones, como reducción de costes operativos, una menor inversión en CAPEX, reducción del reparto de dividendos, o incluso desinversión en algunos de sus negocios. Primeramente, intentado y fracasado con O2 UK, para más adelante volver a la acción con la venta parcial de Telxius.
- Se realizó en el apartado **“7. Valoración de Telefónica”**, una serie de estudios acerca de la valoración de la compañía. Se estimó una serie de escenarios en la **“Tabla 46: Escenarios**

Telefónica”, que pueden ocurrir en las próximas fechas y como los mismos repercutirían en la valoración de Telefónica. Con la mente puesta en el objetivo primordial de reducción de deuda y obtención de la ratio EV/EBITDA 2.3X, se plantea que Telefónica volverá a intentar a ciencia cierta la venta-venta parcial de su filial británica. Aunque la salida a Bolsa es la opción que más se baraja, esta operación no se realizará hasta finales de año cuando la empresa haya pujado en la subasta de espectro de 5G, en la cual conseguiría que el valor de su filial se incrementase y fuese más atractivo para posibles inversores.

- Otra de las opciones de desinversión es la venta de la filial mexicana, aunque menos probable, al competidor AT&T. Este competidor americano se estableció en México en 2015 habiendo incrementado su cuota de negocio a ritmos vertiginosos debido de las políticas agresivas de reducción de precios. Ante el miedo de hacerse pequeños en el país, Telefónica puede vender la filial mexicana a este competidor, a cambio de la empresa Direct TV, empresa de servicios televisivos en todo el continente sudamericano.
- Habiendo estudiado todos los escenarios posibles de la compañía, **“Tabla 46: Escenarios Telefónica”**, la empresa tiene un potencial de crecimiento de 2,39€, o lo que es lo mismo 22,91%.
- Habiendo analizado a la compañía junto a sus competidores, comprendemos que Telefónica, es una buena oportunidad de inversión puesto que tiene una mejor valoración que el resto de competidores mediante todos los múltiplos. Todos los comparables se sitúan en un rango de valores muy similar, en todos los múltiplos, siendo Telefónica el mejor de todos ellos.
- Todo el sector de las telecomunicaciones tiene una tendencia alcista en el largo plazo, apuntando a que en el futuro esta tendencia continuará por la misma línea.
- Una vez estudiamos todos los factores micro y macro económicos, junto a la tendencia en general del sector tecnológico y de las telecomunicaciones se realizaron una serie de estimaciones futuras para hallar el valor de la compañía. El valor de Telefónica es 63.705.650.000 €, teniendo un precio por acción de 12.65€. Lo que supone un potencial de crecimiento del 23,29%.
- Tras el análisis de escenarios posibles y los flujos de caja de la compañía, comprobamos que ambos datos tienen una alta similitud, aportando un alto potencial de crecimiento a la compañía.
- Debido a la creencia de un alto potencial de crecimiento y para poder corroborar la certeza sobre esta valoración, se ha realizado un estudio sobre donde invierten las principales gestoras de fondos de inversión en España. Una vez realizado el análisis y comprobado que 15 de las 18 gestoras analizadas, invierten en Telefónica, se puede reafirmar la creencia del alto grado de potencial de crecimiento de la compañía. Siendo las gestoras de fondos analizadas, las que aparecen en la **“Tabla 49: Gestoras de fondos.**

Gestoras	% del fondo que invierten en Telefónica
Bestinver	2,03%
AZ Valor	3,58%
Magallanes	0,00%
Abante	0,00%
Mirabaud	5,59%
A&G	2,32%
Imantia	5,21%
Alpha	7,85%
EDM Gestion	3,66%
UBS	4,27%
Popular	9,07%
BNP	7,30%
Credit Suisse	2,78%
Allianz	3,61%
Matagestion	0,00%
Aviva	5,95%
Unigest	7,95%
Inverseguros	9,61%

Tabla 49: Gestoras de fondos; Fuente: CNMV, Elaboración propia

11. REFERENCIAS

11.1 Ilustraciones

Ilustración 1: Presencia de Telefónica a nivel global. Fuente: Página web Telefónica.....	3
Ilustración 2: Inmovilizado material. Fuente: Cuentas anuales Telefónica	8
Ilustración 3: Fórmula endeudamiento. Fuente: Nohemí Boal - Universidad San Pablo CEU - Madrid	33
Ilustración 4: Fórmula PER. Fuente: Ana Hernández - ICADE Business School - Madrid.....	38
Ilustración 5: Fórmula P/BV. Fuente: Ana Hernández- ICADE Business School - Madrid.....	38
Ilustración 6: Fórmula EV/EBITDA. Fuente: Ana Hernández – ICADE Business School - Madrid.....	38
Ilustración 7: Enterprise Value. Fuente: Ana Hernández – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia.....	39
Ilustración 8: Fórmula WACC. Fuente: Ana Hernández - ICADE Business School - Madrid.....	41
Ilustración 9: Crecimiento-WACC; Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia	41
Ilustración 10: Anuncio Telcel; Fuente: Google	43

11.2 Gráficos

Gráfico 1: Efectivo vs Bienes enajenables. Fuente: Elaboración propia	7
Gráfico 2: Evolución de la deuda financiera. Fuente: Elaboración propia	9
Gráfico 3: Evolución partidas principales del activo. Fuente: Elaboración propia	11
Gráfico 4: EBITDA&EBIT. Fuente: Elaboración propia.....	14
Gráfico 5: Margen EBITDA-países. Fuente: Elaboración propia	17
Gráfico 6: Ingresos por localidad. Fuente: Informe Telefónica. A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks. Global Equity Research, J.P. Morgan Cazenove	19
Gráfico 7: Cobertura del hogar por tipo de municipio. Fuente: Informe Telefonica SA, UPDATE: In line FCF 17e growth, with leverage. Barclays Equity Research.	19
Gráfico 8: Incrementos de precios Fusión. Fuente: Informe Telefónica. A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks. Global Equity Research, J.P. Morgan Cazenove	21
Gráfico 9: Fibra óptica. Fuente: Informe Telefónica. A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks. Global Equity Research, J.P. Morgan Cazenove	22
Gráfico 10: Mercado mexicano. Fuente: Informe LatAm Telecom & Media: More Constructive on Telcos, Morgan Stanley, Research.....	26
Gráfico 11: Agencias de rating. Fuente: Informe Telefónica: Apretandose el cinturón. Caixabank.....	29
Gráfico 12: Segmentación de clientes en España. Fuente: Informe Telefónica. A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks. Global Equity Research, J.P. Morgan Cazenove	30
Gráfico 13: Ratio endeudamiento. Fuente: Elaboración propia	33
Gráfico 14: Evolución factores económicos; Fuente: Informe Situación Latam, BBVA Research	46
Gráfico 15: Telefónica vs sector; Fuente: Bolsas y Mercados Españoles; Elaboración propia	49

11.3 Tablas

Tabla 1: Consejo de Administración Fuente: Página web Telefónica	4
Tabla 2: Participaciones significativas Fuente: Thomson Reuters	5
Tabla 3: Participaciones significativas Fuente: Página web Telefónica.....	5
Tabla 4: Balance-Activos. Métodos porcentaje horizontales en unidades monetarias. Fuente: Thomson Reuters; Elaboración propia	6
Tabla 5: Balance-Pasivos. Métodos porcentaje horizontales en unidades monetarias. Fuente: Thomson Reuters; Elaboración propia	8
Tabla 6: Balance-Activos. Método porcentajes verticales. Fuente: Thomson Reuters; Elaboración propia.....	10
Tabla 7: Balance-Activos Corrientes. Método porcentajes verticales. Fuente: Thomson Reuters; Elaboración propia	10
Tabla 8: Balance-Activos No Corrientes. Método porcentajes verticales. Fuente: Thomson Reuters; Elaboración propia	11
Tabla 9: Balance-Pasivo. Método porcentajes verticales. Fuente: Thomson Reuters; Elaboración propia.....	12
Tabla 10: Balance-Patrimonio Neto. Método porcentajes verticales. Fuente: Elaboración propia	12
Tabla 11: Balance-Pasivo. Método porcentajes verticales. Fuente: Elaboración propia	13
Tabla 12: Márgenes P&L. Fuente: Elaboración propia.....	14
Tabla 13: Dividendos Telefónica Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research.....	15
Tabla 14: Ingresos por países. Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research.....	15
Tabla 15: Ingresos por continentes Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research.....	16
Tabla 16: Gastos operativos por países. Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research	16
Tabla 17: EBITDA por países. Gastos operativos por países. Fuente: Informe Telefónica: Strong earnings momentum, in-line valuation; Morgan Stanley Research	17
Tabla 18: Márgenes Operadores telefónicos Fuente: Eleconomista, Elaboración propia.	18
Tabla 19: Cambios en los precios de Telefónica. Fuente: Informe Telefonica SA, UPDATE: In line FCF 17e growth, with leverage. Barclays Equity Research	21
Tabla 20: Paquetes de los servicios ofrecidos por los competidores Fuente: Informe Telefonica SA, UPDATE: In line FCF 17e growth, with leverage. Barclays Equity Research	22
Tabla 21: Rating competidores. Fuente: Informe Telefónica: Apretándose el cinturón. Caixabank.....	28
Tabla 22: Cuadro resumen estimaciones. Fuente: Informe: Telefónica. Strong earnings momentum, in-line valuation. Morgan Stanley Research; Elaboración propia	32
Tabla 23: Ratio endeudamiento Fuente: Elaboración propia	33
Tabla 24: Ratio liquidez. Fuente: Nohemí Boal - Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia.....	34

Tabla 25: Rotaciones. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia	34
Tabla 26: Gastos operativos Fuente: Elaboración propia	34
Tabla 27: Coste medio personal. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia.....	35
Tabla 28: Ventas por empleado. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia.....	35
Tabla 29: ROA I. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia.....	35
Tabla 30: ROA II. Fuente: Miguel Arjona – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia.....	36
Tabla 31: ROE. Fuente: Miguel Arjona – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia.....	36
Tabla 32: Rentabilidad para el accionista. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia.....	37
Tabla 33: PER. Fuente: Ana Hernández - ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia	38
Tabla 34 : P/BV. Fuente: Ana Hernández - ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia	38
Tabla 35: EV/EBITDA. Fuente: Ana Hernández – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia	39
Tabla 36: Dividend Yield. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia	39
Tabla 37: Deuda neta/EBITDA. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia	39
Tabla 38: Deuda neta/equity. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia	39
Tabla 39: FFCF Fuente: María Luisa Garayalde – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia	40
Tabla 40: FFCF yield. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia	40
Tabla 41: FFCE; Fuente: María Luisa Garayalde – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia	40
Tabla 42: FFCE yield. Fuente: José Luis Mateu Gordón – Universidad San Pablo CEU – Madrid; Elaboración propia	40
Tabla 43: WACC Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia	41
Tabla 44: Precio acción. Fuente: María Luisa Garayalde – ICADE Business School – Madrid; Elaboración propia.....	41
Tabla 45: Análisis de sensibilidad; Fuente: Elaboración propia	42
Tabla 46: Escenarios Telefónica; Fuente Elaboración propia	42
Tabla 47: Competidores. Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia.....	47
Tabla 48: Repercusión en la cifra de negocios; Fuente: Elaboración propia.....	51
Tabla 49: Gestoras de fondos; Fuente: CNMV, Elaboración propia.....	52

11.4 Anexos

Anexo 1: Balance. Fuente Thomson Reuters; Bloomberg	62
Anexo 2: Profit and Losses Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia	63
Anexo 3: Forecast I. Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia	64
Anexo 4: Forecast II. Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia	65

12. BIBLIOGRAFÍA

12.1 Libros

- CALVO, ÁNGEL (2010): *Historia de Telefónica: 1924-1975; Primeras décadas: Tecnología, economía y política*. Fundación Telefónica.
- CALVO, ÁNGEL (2017): *Libro: Historia de Telefónica: 1976-2000; Las telecomunicaciones en la España democrática*. Fundación Telefónica
- MATA, MOISÉS (2012): *El comportamiento recesivo de la economía venezolana*. Observatorio de la economía latinoamericana
- MATA, MOISÉS (2015): *Una nueva aproximación al comportamiento recesivo de la economía venezolana*. Observatorio de la economía latinoamericana

12.2 Informes

- AHORRO CORPORACION (3 de mayo 2017): *Diario de Bolsa*.
- AHORRO CORPORACIÓN (2 de mayo 2017): *Diario de Bolsa*.
- ALTRAN ESPAÑA (2014): *“Evolución del macro-sector de las Telecomunicaciones en España 2014-2017”*.
- BARCLAYS EQUITY RESEARCH (15 June 2017): *Telefonica SA “Adverse FX, balancing act in Spain*.
- BARCLAYS EQUITY RESEARCH (12 May 2017): *Telefonica SA “UPDATE: Spain slows, downgrade to UW”*.
- BARCLAYS EQUITY RESEARCH (27 February 2017); *Telefonica SA “UPDATE: In line FCF 17e growth, with leverage”*.
- BBVA RESEARCH (2017): *Situación Latam*.
- BBVA, GLOBAL MARKETS RESEARCH (17 March 2017): *Informe Telefónica*.
- BBVA, GLOBAL MARKETS RESEARCH (21 February 2017): *Informe Telefónica*.
- CAIXABANK RENTA FIJA (14 de marzo de 2017): *Telefónica, Telecomunicaciones España*.
- CAIXABANK RENTA VARIABLE (23 de noviembre de 2016): *Informe Estrategia Compañía; Telefónica, Telecomunicaciones España*.
- CITI RESEARCH EQUITIES (01 June 2017): *Telefónica, “Model Update”*.
- CITI RESEARCH EQUITIES (17 March 2017): *Telefónica SA, “Divide and Rule”*.
- CITI RESEARCH EQUITIES (14 March 2017): *Telefónica SA, “Model Update”*.
- CITI RESEARCH EQUITIES (23 February 2017): *Telefónica SA, “Results: Inflection more than confirmed”*.
- CREDITSUISSE EQUITY RESEARCH (9 May 2017): *Telefonica Brasil “Solid Set of Results Confirmed”*.
- CREDITSUISSE EQUITY RESEARCH (8 May 2017): *Telefonica Deutschland: “Customer growth slowing”*
- CREDITSUISSE EQUITY RESEARCH (23 February 2017): *Telefónica” Good results. Upper end of guidance ahead of consensus once FX-adjusted”*.
- COMISIÓN NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, CNMC (2016): *Informe Económico Sectorial de las Telecomunicaciones y el Audiovisual 2016*.
- ERNST & YOUNG (2016): *Informe de auditoría, cuentas anuales e informe de gestión de Telefónica, S.A y su grupo de empresas, correspondiente al ejercicio 2016*.
- GOLDMAN SACHS EQUITY RESEARCH (19 May 2017): *GS Telecoms: “Need to know – DR onto CL; TMUS offers cheap growth and “double consolidation”, US-style-*
- GOLDMAN SACHS EQUITY RESEARCH (17 May 2017): *Telefónica “Spanish growth, LatAm investable again, +14% FCF CAGR*.
- GOLDMAN SACHS EQUITY RESEARCH (11 May 2017): *Telefónica “Modest EBITDA miss driven by weaker Spanish trends, LatAm remains mixed*.

GOLDMAN SACHS EQUITY RESEARCH (28 February 2017): *Telefónica "Average European growth with improving LatAm."*

J.P. MORGAN CAZENOVE, GLOBAL EQUITY RESEARCH (6 March 2017): *Telefónica" A perfect trio: Attractive valuation. Inflecting growth. Receding risks".*

KPMG (2016): *"Estrategias y tendencias en el sector de las telecomunicaciones 2015."*

MORGAN STANLEY RESEARCH (19 April 2017): *"LatAm Telecom & Media: More Constructive on Telcos".*

MORGAN STANLEY RESEARCH (23 March 2017): *Telefónica" Strong earnings momentum, in-line valuation".*

MORGAN STANLEY RESEARCH (28 February 2017): *Telefónica "More for More: Higher Fusion tariffs, Higher data allowance".*

MORGAN STANLEY RESEARCH (18 January 2017): *Telefónica "Fiber wholesale regulation approved: Little changes for TEF in 2017".*

TELEFÓNICA (2015): *Integrated report 2015, We choose to grow solidly and sustainably.*

12.3 Artículos Periódico

ABC (13/05/2017): *"Telefónica eleva al 69.2% su peso en su filial alemana".*

AGENCIA VENEZOLANA DE NOTICIAS, AVN ((10/04/2012): *"El 12-A la publicidad vendió las "bondades" de un golpe".*

CINCO DIAS (21/02/2017): *"Telefónica O2 se moviliza a favor del %G con su salida a Bolsa de fondo".*

CINCO DIAS (02/03/2017): *"Telefónica contempla la compra de espectro para el móvil 5G ya este año".*

DINERO EN IMAGEN (06/04/2016): *"Telefónica, hora de decidir".*

ECONOMIA DIGITAL GALICIA (09/06/2017): *"Telefónica prepara O2 para salir a bolsa".*

EL ECONOMISTA (15/06/2017): *"Telefónica México, en el punto de mira de Sprint para crecer fuera de EEUU".*

EL ECONOMISTA (12/06/2017): *"Telefónica prepara su chequera para pujar por un nuevo espectro en tres países".*

EL ECONOMISTA (09/06/2017): *"Telefónica espera una "ventana abierta" para sacar O2 a bolsa".*

EL ECONOMISTA (07/04/2017): *"Telefónica intenta apaciguar la tensión en Venezuela provocado por los SMS".*

EL ECONOMISTA (24/04/2017): *"Telefónica estudia la salida a bolsa de O2 para finales de 2017".*

EL ECONOMISTA (25/04/2017): *"Telefónica emite 500 millones de dólares en bonos a 30 años en EEUU".*

EL ECONOMISTA (13/03/2017): *"Telefónica crece en Alemania a través de su filial y sin soltar un euro.*

EL ECONOMISTA (06/03/2017): *"Telefónica vuelve a valer 50.000 millones en bolsa por primera vez en casi un año".*

EL ECONOMISTA (02/03/2017): *"Deutsche Telekom ganó 2.675 millones, un 17.8% menos por depreciaciones en su participación en BT.*

EL ECONOMISTA (01/03/2017): *"Telefónica presenta la primera antena 4G de "bolsillo" para tener conexión en lugares remotos y situación crítica".*

EL ECONOMISTA (01/03/2017): *"Telefónica cierra la primera emisión de una compañía española a 30 años desde 2006".*

EL ECONOMISTA (21/02/2017): *"Telefónica vende hasta el 40% de Telxius a KKR por 1.275 millones".*

EL ECONOMISTA (06/02/2017): *"Comparativa de las tarifas con más datos: Yoigo es el rey mientras que Movistar se queda atrás".*

EL ESPAÑOL (25/01/2017): *"Telefónica podría reducir más de 4.500 millones de deuda con O2 y Telxius".*

EL ESPAÑOL (10/08/2016): *"Telefónica se enfrenta al fantasma venezolano de la nacionalización".*

EL INDEPENDIENTE (24/04/2017): *"Telefónica planea sacar a bolsa su filial británica O2 antes del cierre de año".*

EL INDEPENDIENTE (13/03/2017): *“Telefónica refuerza su peso en su filial alemana para aprovechar sus dividendos”.*

EL MUNDO (09/06/2017): *“Pallete promete fortalecer Telefónica con su estrategia digital: “los ingresos por datos ya superan a los de la voz”.*

EL MUNDO (29/03/2016): *“César Alierta deja la presidencia de Telefónica tras 15 años en el cargo”.*

EL MUNDO (24/02/2017): *“Telefónica eleva la pensión a Alierta a 54 millones de euros y le da un sueldo “especial”.*

EL PAIS (11/11/2015): *“Telefónica ve su filial en Mexico “atractiva” para una salida a bolsa”.*

EXPANSIÓN (26/04/2017): *“Telefónica gana mercado a sus rivales en Brasil”.*

EXPANSIÓN (25/04/2017): *“Telefónica vuelve al mercado estadounidense para emitir 500 millones de dólares a 30 años”.*

EXPANSIÓN (21/04/2017): *“Maduro pide investigar a Movistar por sumarse a la “convocatoria golpista”.*

EXPANSIÓN (21/04/2017): *“Masmovil dispara su crecimiento y presiona Movistar y Vodafone”.*

EXPANSION (04/04/2017): *“Telefónica encara la venta de O2 tras colocar el 40% de Telxius”.*

EXPANSIÓN (29/03/2017): *“Telefónica se convierte en nuevo patrocinador del Real Madrid”.*

EXPANSION (23/02/2017): *“Telefónica, preparada para sus desinversiones en O2”.*

EXPANSIÓN (21/02/2017): *“Telefónica vende hasta un 40% de Telxius a KKR por 1.275 millones”.*

EXPANSION (14/11/2016): *“ Telefónica se lo piensa en México”.*

OKDIARIO (15/06/2017): *“Telefónica retoma la búsqueda de comprador para su filial británica O2 y no sacarla a Bolsa”.*

OKDIARIO (05/10/2016): *“Telefónica quiere vender su filial en México que factura 1.300 millones de euros anuales”.*

RICARDO ARRIAZU (19/06/2016): *“La economía de Brasil empieza a recuperarse”.*

SABEMOS DIGITAL (25/04/2017): *“Movistar y Venezuela: sueño de una nacionalización a golpe de tuitd y amenazas”.*

UNOCERO (22/07/2016): *“Telefónica podría irse de México, ¿pero por qué?”.*

VTV (20/04/2017): *“Investigación a empresa Movistar por sumarse a ciberguerra de la derecha golpista este 19 de abril, anunció el Ejecutivo Nacional”.*

VOZPOPULI (24/04/2017): *“La dictadura venezolana retiene a Telefónica 5,882 millones de bolívares...8 millones de euros”.*

VOZPOPULI (18/07/2016): *“Telefónica y AT&T sondan una operación para cambiar cromos en México”.*

VOZPOPULI (16/05/2017): *“Telefónica esperará a la subasta de espectro del Reino Unido para reanudar la operación de O2”.*

XATAKA (20/07/2016): *“Telefónica evalúa alejarse del mercado mexicano, dejando camino libre a AT&T y Telcel”.*

12.4 Páginas Web

AGENCIA VENEZOLANA DE NOTICIAS, AVN: <http://www.avn.info.ve/>; Última visita junio 2017

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, CNMV: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>; Última visita: junio 2017

COMISION NACIONAL DE LOS MERCADOS Y LA COMPETENCIA, CNMC: <https://www.cnmc.es/>; Última visita: mayo 2017

SOCIEDAD ESTATAL DE PARTICIPACIONES INDUSTRIALES, SEPI: <http://www.sepi.es/>; Última visita: abril 2017

TELEFONICA: <https://www.telefonica.es/es/>; Última visita: junio 2017.

VTV: <http://vtv.gob.ve/>; Última visita junio 2017

12.5 Programas

BLOOMBERG

THOMSON REUTERS

13. ANEXOS

	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
ACTIVO CORRIENTE	25.596	29.265	22.900	18.715	19.974
Efectivos y equivalentes de efectivo	9.847	9.977	6.529	2.615	3.736
Activos financieros corrientes	1.872	2.117	2.932	3.053	2.954
Deudores y otras cuentas a cobrar	11.530	10.164	11.307	10.446	10.807
Clientes	12.106	10.527	11.701	11.328	11.651
Provisiones para clientes dudoso cobro	(3.196)	(2.598)	(2.757)	(2.787)	(2.795)
Otras cuentas por cobrar	2.620	2.235	2.363	1.905	1.951
Existencias	1.188	985	934	1.456	1.055
Administraciones públicas deudoras	1.009	1.140	1.079	1.121	1.401
Activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta	150	4.882	119	24	21
ACTIVO NO CORRIENTE	104.177	89.597	99.448	101.614	103.667
Inmovilizado material	35.021	31.040	33.156	33.910	36.393
Terrenos	13.099	11.633	11.493	11.515	11.930
Maquinaria/Equipamiento	101.862	90.723	91.877	91.172	99.945
Construcciones	3.776	3.255	3.155	2.982	3.350
Otros	7.398	6.487	6.487	6.816	7.288
Acumulación amortizada	(91.114)	(81.058)	(79.856)	(78.575)	(86.120)
Fondo de comercio	27.963	23.434	25.437	27.395	28.686
Intangibles	22.078	18.548	22.227	21.149	20.518
Intangibles	48.116	42.735	46.987	47.532	50.167
Amortización acumulada	(26.038)	(24.187)	(24.760)	(26.383)	(29.649)
Inversiones puestas en equivalencia	2.668	2.624	1.564	862	747
Activos financieros no corrientes	9.139	7.575	10.197	9.623	9.094
Notas a cobrar	2.940	3.476	3.137	2.883	2.108
Efectivo restringido	1.986	1.432	1.561	1.425	1.938
Otros activos a largo plazo	4.213	2.667	5.499	5.315	5.048
Activos por impuestos diferidos	7.308	6.376	6.867	8.675	8.229
TOTAL ACTIVO (Millones de €)	129.773	118.862	122.348	120.329	123.641
PATRIMONIO NETO	27.661	27.482	30.321	25.436	28.385
Accionistas de la sociedad dominante	20.461	21.185	21.135	15.771	18.157
Total acciones	4.551	4.551	4.657	4.975	5.038
Pago adicional en capital	460	460	460	3.227	3.227
Reservas	20.553	23.501	23.640	19.459	18.078
Acciones del Tesoro	(788)	(544)	(1.586)	(1.656)	(1.480)
Ganancia no realizada	36	94	55	(53)	9
Otros ajustes	(4.351)	(6.877)	(6.091)	(10.181)	(6.715)
Intereses minoritarios	7.200	6.297	9.186	9.665	10.228
PASIVO CORRIENTE	31.511	29.144	29.709	34.384	35.451
Proveedores	9.230	8.722	9.494	9.474	8.540
Gastos acumulados	1.632	1.508	1.842	1.795	1.776
Notas a pagar	0	1.490	774	438	895
Deuda a corto plazo	10.245	8.248	8.592	12.970	14.749
Total otras obligaciones	10.404	9.176	9.007	9.707	9.491
Dividendos	183	228	231	229	257
Avances a clientes	1.612	1.479	1.657	1.690	1.758
Administraciones públicas acreedoras	2.522	2.203	2.026	2.241	2.332
Otras cuentas a pagar	5.345	3.836	4.476	4.515	4.317
Pasivos asociados con activos no corrientes y grupos enajenables n	4	922	43	17	0
Otras obligaciones	738	508	574	1.015	827
PASIVO NO CORRIENTE	70.601	62.236	62.318	60.509	59.805
Deuda a largo plazo	56.608	51.172	50.688	47.117	45.612
Total otras obligaciones	9.205	8.001	9.064	10.842	11.798
Reservas	2.654	2.578	3.254	3.083	3.726
Beneficios de pensiones/subfinanciados	4.410	3.722	3.426	5.371	6.147
Acreedores y otras cuentas a pagar a largo plazo	2.141	1.701	2.384	2.388	1.925
Impuestos diferidos	4.788	3.063	2.566	2.550	2.395
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (Millones de €)	129.773	118.862	122.348	120.329	123.641

Anexo 1: Balance. Fuente Thomson Reuters; Bloomberg

	2012	2013	2014	2015	2016
Revenues constant FX	62.356,00	57.061,00	50.377,00	54.916,00	52.036,14
Personnel Expenses	(5.514,44)	(5.624,73)	(5.737,22)	(5.851,97)	(5.969,01)
Other operating expenses	(35.132,37)	(32.359,27)	(29.124,78)	(35.835,03)	(30.949,13)
Total Operating Expenses	(40.646,82)	(37.984,00)	(34.862,00)	(41.687,00)	(36.918,14)
EBITDA	21.231,00	19.077,00	15.515,00	13.229,00	15.118,00
Of which depreciation	(8.634,61)	(7.669,11)	(6.449,90)	(7.414,26)	(7.317,52)
Of which non-goodwill amortisation	(1.798,39)	(1.957,89)	(2.098,10)	(2.289,74)	(2.331,48)
Depreciations	(10.433,00)	(9.627,00)	(8.548,00)	(9.704,00)	(9.649,00)
EBIT	10.798,00	9.450,00	6.967,00	3.525,00	5.469,00
Associates	(1.275,00)	(304,00)	(498,00)	(10,00)	(5,00)
Net financial expenses	(3.181,00)	(2.866,00)	(2.834,00)	(2.609,00)	(2.219,00)
PBT	6.342,00	6.280,00	3.635,00	906,00	3.245,00
Taxes	(1.461,00)	(1.311,00)	(383,00)	(154,00)	(846,00)
Net Profit	4.881,00	4.969,00	3.252,00	752,00	2.399,00
Minorities	(475,00)	(376,00)	(252,00)	(136,00)	(30,00)
Atribuido a accionistas	4.406,00	4.593,00	3.000,00	616,00	2.369,00

Anexo 2: Profit and Losses Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia

Earnings estimates				
	2017e	2018e	2019e	2020
TEF SPAIN	12.969,34	13.069,14	13.269,93	13.495,74
TEF BRAZIL	12.491,36	12.885,85	13.605,70	14.433,79
TEF HISPANOAMERICA	13.159,76	13.318,34	13.575,40	13.870,76
ARGENTINA	3.336,55	3.403,52	3.439,37	3.472,88
CHILE	2.315,54	2.347,11	2.400,28	2.472,73
PERU	2.497,23	2.431,31	2.423,97	2.442,05
COLOMBIA	1.571,68	1.643,75	1.725,46	1.810,12
MEXICO	1.333,44	1.367,02	1.435,99	1.499,32
VENEZUELA	429,92	425,77	421,62	417,47
CENTRAL AMERICA	921,12	930,33	939,63	949,03
ECUADOR	571,40	582,81	598,51	612,75
URUGUAY	222,87	226,72	230,57	234,42
Other	(40,00)	(40,00)	(40,00)	(40,00)
Other Europe and Other	14.942,18	14.847,52	14.982,77	15.149,69
TEF UK	6.622,93	6.689,16	6.756,05	6.823,61
TEF DEUTSCHLAND	7.219,26	7.158,37	7.226,72	7.326,08
Other	1.100,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Revenues constant FX	53.562,64	54.120,85	55.433,80	56.949,98
Personnel Expenses	(6.088,39)	(6.210,16)	(6.334,36)	(6.461,05)
Other operating expenses	(30.033,73)	(29.952,00)	(30.435,72)	(31.139,06)
Total Operating Expenses	(36.122,12)	(36.162,16)	(36.770,08)	(37.600,11)
TOTAL EBITDA Reported	17.440,52	17.958,69	18.663,71	19.349,87
TEF SPAIN	5.440,00	5.606,07	5.798,01	5.930,53
TEF BRAZIL	4.509,67	4.779,31	5.101,24	5.450,97
TEF HISPANOAMERICA	3.923,07	3.960,80	4.081,56	4.209,69
ARGENTINA	1.000,97	1.021,06	1.031,81	1.041,86
CHILE	729,39	727,61	744,09	766,55
PERU	724,20	680,77	678,71	683,77
COLOMBIA	518,66	542,44	569,40	597,34
MEXICO	301,42	329,36	385,34	435,67
VENEZUELA	116,08	114,96	113,84	112,72
CENTRAL AMERICA	257,91	265,14	272,49	279,96
ECUADOR	183,55	187,22	192,26	196,83
URUGUAY	78,89	80,25	81,62	82,98
Other	12,00	12,00	12,00	12,00
Other Europe and eliminations	3.567,77	3.612,51	3.682,90	3.758,68
TEF DEUTSCHLAND	1.878,93	1.873,33	1.909,44	1.950,42
TEF UK	1.688,85	1.739,18	1.773,46	1.808,26
TOTAL EBITDA Reported	17.440,52	17.958,69	18.663,71	19.349,87

Anexo 3: Forecast I. Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia

	2017e	2018e	2019e	2020
TOTAL EBITDA Reported	17.440,52	17.958,69	18.663,71	19.349,87
TEF SPAIN	(2.100,00)	(2.100,00)	(2.100,00)	(2.100,00)
TEF UK	(1.124,21)	(1.134,14)	(1.144,18)	(1.154,31)
TEF DEUTSCHLAND	(2.416,24)	(2.273,25)	(2.174,59)	(2.080,86)
TEF HISPANOAMERICA and BRAZIL	(3.344,58)	(3.386,33)	(3.446,49)	(3.504,26)
Other and eliminations	(1.000,00)	(900,00)	(850,00)	(850,00)
Depreciations	(9.985,02)	(9.793,73)	(9.715,26)	(9.689,43)
Of which depreciation	(7.583,58)	(7.363,97)	(7.258,45)	(7.206,94)
Of which non-goodwill amortisation	(2.401,44)	(2.429,76)	(2.456,81)	(2.482,49)
EBIT	7.455,50	8.164,96	8.948,46	9.660,44
Associates	(5,00)	(5,00)	(5,00)	(5,00)
Net financial expenses	(1.760,23)	(1.505,07)	(1.356,79)	(1.183,35)
PBT	5.690,27	6.654,89	7.586,66	8.472,09
Taxes	(1.251,86)	(1.464,08)	(1.669,07)	(1.863,86)
Net Profit	4.438,41	5.190,82	5.917,60	6.608,23
Minorities	(166,96)	(263,81)	(368,95)	(478,06)
Atribuido a accionistas	4.271,44	4.927,01	5.548,65	6.130,17

Anexo 4: Forecast II. Fuente: Morgan Stanley Research; Elaboración propia