

TELENOR ASA es uno de los principales operadores de telefonía móvil del mundo con 200 millones de suscripciones móviles en 11 mercados (Noruega, Dinamarca, Suecia, Hungría, Montenegro, Serbia, Pakistán, Bangladesh, Tailandia, Malasia e India). Telenor ofrece también TV y servicios Media.

¿Por qué nos gusta? El consumo de datos a través del móvil crece a un ritmo elevado (en 2011 un 30% de las búsquedas por internet ya se hizo a través del móvil¹, había 700Mn de smartphones y se espera que en 2017 sean 3.000Mn²). También la televisión digital seguirá evolucionando. Telenor es la teleco europea que mejor se comportado en estos años de crisis, debido a la diversificación de su negocio, especialmente en el mercado asiático que ya supone el 44% de su facturación y donde se está posicionando como uno de los proveedores de servicios móviles de referencia. En Suecia y Noruega ocupa una posición de liderazgo, ya ha lanzado servicios 4G y recientemente adquirió la primera licencia 3G para Tailandia. Es un valor defensivo que además ofrece una rentabilidad por dividendo alta.

Valoración fundamental Utilizamos los datos de consenso que estiman crecimiento de ingresos del 6% anual hasta 2018 y mejora del margen EBIT hacia el 25%. El capital de trabajo varía un poco y utilizamos la media de 3 años del 13%/ingresos. El CAPEX varía por los gastos puntuales en subastas de espectro, el consenso utiliza un 15% s/ingresos de media que de hecho indica le empresa como objetivo. Para el valor terminal utilizamos un valor de CFLO promedio de 5 años (vs 10 años dado que su perfil de crecimiento ha cambiado) y una g del 2%. Finalmente utilizando una tasa impositiva (T) del 30% y un WACC del 8% obtenemos un valor de la empresa de 165NOK/acción. *DCF en la página 2.*

Calidad de la Empresa. Endeudamiento moderado (1x EBITDA). Rating de S&P es de A-/estable.

Riesgos. Cambios regulatorios en países asiáticos que impliquen un aumento de las tasas, sobrecoste de las licencias de espectro en India y oscilaciones en los tipos de cambio.

Últimos Resultados Los Ingresos del 1T16 crecen un 1,5% ajustado por divisa impulsados por los emergentes (Bangladesh +21%, India +9,5% y Pakistán +7,5%). En Europa crecen todos los mercados excepto Noruega, donde los ingresos por suscripciones y tráfico continúan creciendo apoyados en mayores ingresos medios por usuario, que compensan la menor suscripción (sobretudo prepago), mientras que los ingresos totales caen (-4,4%) por menores ingresos de la parte fija, disminución de las tasas de interconexión y menor venta de terminales. En Tailandia y Malasia consiguen aumentar los suscriptores pese a la elevada competencia aunque continúan las presiones del precio a la baja. El margen EBITDA mejora un punto porcentual hasta 35,4% www.robustsicav.com/telenor-resultados-1t-2016/

RSC Ambiental: El 80% de su consumo de energía se deriva de las redes. Lo está reduciendo modernizándolas. En 2013 dicho consumo cayó un 4%. Las emisiones de CO2 cayeron un 9% (esperan un -40% entre 2017 y 2008). Controlan el gasto de agua (-28%), residuos (+2%), reciclaje de móviles (en 9 países) y promueven las videoconferencias (120k). **Social:** Realizan inspecciones a los proveedores (2000 en 2013) y auditorías que comparten con la JAC. Son proactivos para proteger la privacidad y controlar la corrupción en los distintos países en que operan. Mujeres en el Consejo Ejecutivo (22%). Colaboran en 6 programas de ayuda principales (para agricultores, madres primerizas, etnias minoritarias, Wikipedia,...). **Gobernanza:** La Asamblea corporativa supervisa el Consejo de Administración en nombre de los trabajadores, y nombra a sus miembros. El Consejo está compuesto por 11 Consejeros, 3 de ellos representantes de los trabajadores. Dispone de un Comité de Ética y Remuneración, un Comité de Ética y Sostenibilidad y un Comité de Auditoría. **Reporting:** Utiliza el estándar GRI G4 y reporta el CO2 a través del CDP. Incluye la información de RSC en su informa nual y tiene 2 webs con información significativa. *Cuadro RSC en la página 3.*

TELENOR

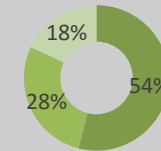
Capitalización: 202.000Mn NOK

Trabajadores: 33.000

Cotización

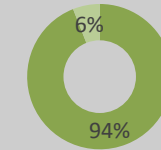
132,9 NOK

Accionistas

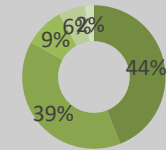


■ Gob. Noruego ■ Fondos ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Servicios de comunicación ■ TV



■ Asia ■ Nordicos
■ Europa Este ■ TV
■ Otros

Fundamentales

en millones de USD

	2014	2015E	2016E	2017E
INGRESOS	108.879	128.235	134.258	137.541
<i>Incremento (%)</i>	10,5%	17,8%	4,7%	2,4%
EBITDA	38.763	43.866	45.700	47.715
<i>Incremento (%)</i>	27,6%	13,2%	4,2%	4,4%
<i>Margen s/ventas</i>	35,6%	34,2%	34,0%	34,7%
RESULTADO	12.145	11.399	15.434	16.727
<i>Incremento (%)</i>	69,5%	-6,1%	35,4%	8,4%
BPA	8,03	8,92	10,22	10,96
<i>Incremento (%)</i>	80,5%	11,0%	14,6%	7,2%
RATIOS				
PER	16,5x	14,9x	13,0x	12,1x
Dividendo	5,9%	5,6%	5,8%	6,0%
Deuda Neta/EBITDA	1,7x	1,5x	1,4x	1,4x

CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA actualización: 14/07/2014

	2013	2012	OBJETIVO	NOTAS
MEDIO AMBIENTE				
Energía	-4%	-	-	3200GWh. Estan renovando las redes que consumen. En Noruega esperan reducir 15GWh/año.
CO2	-9%	-	-40% 17 vs 08	1,1Mn toneladas el objetivo se medirá por Tn de CO2 por valor añadido (EBITDA + coste empleados)
Agua	-28%	8%	-	510 miles de m3
Resíduos	2%	14%	-	3.063 Tn
Reciclaje móviles (unidades)	225k	-	14: todos	Programa activado en 9 países. En 2014 quiere activar todos los países.
Criterios aprovisionamiento	50%	-	-	Utilizan criterios sostenibles para la compra de materiales. Más del 50% de las compras >250k los utilizaron.
Videoconferencias	120k	-	-	
SOCIAL				
PROVEEDORES				
Inspecciones proveedores	2.000	2.230	>=2013	
Auditorías JAC por Telenor	6		>=2013	2013: la JAC comparte 38 auditorías de sostenibilidad de proveedores globales
Código conducta proveedores	98%			El código oblig a los proveedores a aceptar las inspecciones.
DERECHOS HUMANOS				
DDHH - privacidad				2013: programa IDFEP+GNI para definir política empresa ante una potencial demanda datos autoridades país.
Marco protección privacidad GSMA				En 2013 se añaden a la iniciativa.
DDHH - nuevos mercados				2013: análisis riesgos proveedores, privacidad, libertad expresión, corrupción,... de Bulgaria y Myanmar. En 2012 se realizó auditoría completa de DDHH de Myanmar.
Derechos de los trabajadores				Consejo dedicado a intercambiar y analizar información al respecto. Se reúnen con la dirección 2 veces al año.
Corrupción				Programa arevisado anualmente
Protección menores				Programas ICT y CEO Coalition. Está desarrollando app para reportar contenido ilegal. Programa ECPAT en Suecia.
EMPRESA				
Mujeres - Total	34%	-	-	
Mujeres - Directivas	21%	23%	-	
Mujeres - Consejo Adm.	36%	36%	-	
Mujeres - Consejo Ejecutivo	22%	-	-	2 de 9
Empleados - no noruegos	81%	-	-	
Cumplimiento (incidentes)	751	-	-	Las principales categorías de incumplimiento normativo son robo y malversación, discriminación y acoso y autoridad y control interno.
Bajas accidentes (x Mn horas)	0,3			
AYUDA				
Best start - UNICEF				En Tailandia, servicios gratuitos de información via móvil relacionada con el embarazo y las madres primerizas.
Enable - UNICEF				En Serbia, proveen conexión, BBDD, acceso,... a la etnia rumana del país
Easypaisa				Servicios bancarios en Pakistan
Farmer Information	220k		220k	En Tailandia, proyecto para proveer información a los agricultores.
Telemedicina (localizaciones)	+20			En Bangaldesh. Instalaciones con personal sanitario que trasladan las consultas a doctores por via digital.
Wikimedia Foundation	+2		14: +4	Proveen acceso gratuito a los contenidos de Wikipedia. Ya lo tiene en 4 países.
GOVERNANZA				
Asamblea Corporativa				Requerida por la ley noruega. 10 mímembros elegidos por los accionistas y 5 por los trabajadores. Supervisa al Consejo de Administración y elige sus miembros.
Comité de Nominaciones				Nomina a los representantes de los accionistas de la Asamblea y del Consejo.
Consejo de Administración				11 miembros. 3 son representantes de los trabajadores. 8 independientes. EL CEO no forma parte.
Comités del Consejo				Remuneraciones, ética y sostenibilidad y auditoría.
Consejo Ejecutivo				9 miembros
Sueldos ejecutivos				Los publican en el informe Anual
Chivatazos				Los empleados disponen de línea directa con el encargado de ética y cumplimiento normativo. No reportar un abuso supone un incumplimiento del código de conducta de la empresa.
REPORTING				
Informe Anual				El Parlamento noruego obliga desde 2013 a las grandes empresas a incluir el informe de sostenibilidad
Carbon Disclosure Project				SI
GRI				G4
Web				Varias webs sobre sostenibilidad y gobernanza con abundante información
RÁNKINGS, LISTAS,...				
CDP				Ranking 3 (vs 10 en 2012) del sector.
DJSustainability Index				Puntuación más alta en estrategia climática dentro del sector de Telecomunicaciones.
Siglas (por orden alfabético)				
- CDP: Carbon Disclosure Project				
- GNI: Global Network Initiative				
- IDFEP: Industry Dialogue on Freedom of Expression and Privacy				
- JAC: Joint Audit Cooperation of telecomuniacions operators				

Fuente: informe anual, www.telenor.com/sustainability, www.telenor.com/about-us/corporate-governance.