

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 3% anual hasta 2019 y mejora del margen EBIT hacia el 23%. El capital de trabajo varía un poco y utilizamos la media de 3 años del 11% s/ingresos. El CAPEX varia por los gastos puntuales en subastas de espectro, el consenso utiliza un 17% s/ingresos de media que de hecho indica le empresa como objetivo. Para el valor terminal utilizamos un valor de CFLO promedio de 4 años (vs 10 años dado que su perfil de crecimiento ha cambiado) y una g del 2%. Finalmente utilizando una tasa impositiva del 30% y un WACC del 8% obtenemos un valor de la empresa de 158NOK/acción. DCF en la página 2.

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

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

Últimos Resultados Los Ingresos del 2T16 crecen (+0,6%) impulsados por las nuevas suscripciones de móviles y el tráfico (+4% orgánico) mientras que la menor venta de dispositivos las lastra. Siguen con crecimiento fuerte en Bangladesh, Pakistan (han comprado más espectro) y Myanmar. Tailandia y Malasia, sus principales mercados emergentes, todavía decrecen en ingresos aunque han registrado un crecimiento fuerte en contratos. En Europa crecen fuerte en los emergentes, Suecia crece un 3%, Dinamarca plano y Noruega retrocede ligeramente de nuevo. Han eliminado el roaming para los clientes en Noruega, Dinamarca y Suecia. Más info: www.robustsicav.com/telenor-resultados-2t-2016/

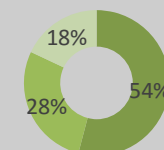
RSC Ambiental: El 80% de su consumo de energía se deriva de las redes. Lo está reduciendo modernizándolas. En 2013 dicho consumo cayó un 4%. Las emisiones de CO2 cayeron un 9% (esperan un -40% entre 2017 y 2008). Controlan el gasto de agua (-28%), residuos (+2%), reciclaje de móviles (en 9 países) y 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 informe anual y tiene 2 webs con información significativa. Cuadro RSC en la página 3.

TELENOR

Cotización
147,7 NOK

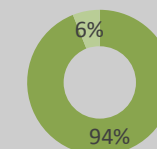
Capitalización: 222.000Mn NOK
Trabajadores: 33.000

Accionistas

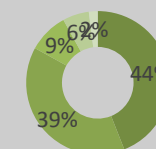


■ Gob. Noruego ■ Fondos ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Servicios de comunicación ■ TV



■ Asia ■ Nordicos
■ Europa Este ■ TV
■ Otros

Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de NOK				
INGRESOS	128.235	134.043	136.814	139.927
Incremento (%)	30,2%	4,5%	2,1%	2,3%
EBITDA	43.866	45.815	47.396	49.467
Incremento (%)	44,3%	4,4%	3,4%	4,4%
Margen s/ventas	34,2%	34,2%	34,6%	35,4%
RESULTADO	11.399	15.334	16.649	17.970
Incremento (%)	59,1%	34,5%	8,6%	7,9%
BPA	8,92	9,76	10,99	11,82
Incremento (%)	100,4%	9,5%	12,6%	7,6%
RATIOS				
PER	16,6x	15,1x	13,4x	12,5x
Dividendo	5,1%	5,2%	5,4%	5,6%
Deuda Neta/EBITDA	1,5x	1,4x	1,4x	1,3x

Telenor ASA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
INGRESOS	98.167	96.032	98.734	101.399	103.797	108.220	127.850	134.097	136.997	139.891	142.898	2,8%	6,5%
% crecimiento	2,4%	-2,2%	2,8%	2,7%	2,4%	4,3%	18,1%	4,9%	2,2%	2,1%	2,2%		
EBITDA	30.706	29.296	30.848	32.464	35.871	39.234	43.750	45.884	47.667	49.404	51.757	4,3%	6,4%
% crecimiento	3,5%	-4,6%	5,3%	5,2%	10,5%	9,4%	11,5%	4,9%	3,9%	3,6%	4,8%		
% margen	31,3%	30,5%	31,2%	32,0%	34,6%	36,3%	34,2%	34,2%	34,8%	35,3%	36,2%		
D&A	17.247	16.121	16.064	16.559	14.060	16.166	19.098	20.032	20.465	20.897	21.346		
% s/ingresos	17,6%	16,8%	16,3%	16,3%	13,5%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%		
EBIT	13.459	13.176	14.784	15.906	21.810	24.795	25.501	26.819	27.985	29.820	32.391	6,2%	7,8%
% crecimiento	-15,5%	-2,1%	12,2%	7,6%	37,1%	13,7%	2,8%	5,2%	4,3%	6,6%	8,6%		
% margen	13,7%	13,7%	15,0%	15,7%	21,0%	22,9%	19,9%	20,0%	20,4%	21,3%	22,7%		
Impuesto efectivo	27,7%	24,7%	42,6%	16,2%	32,2%	34,1%	48,5%	-	-	-	-		
IS modelo 30%	4.038	3.953	4.435	4.772	6.543	7.438	7.650	8.046	8.396	8.946	9.717		
NOPLAT (EBIT-TAX +D&A)	26.668	25.344	26.413	27.693	29.328	33.522	36.949	38.805	40.054	41.771	44.020	4,5%	6,4%
% s/capitalización	12%	11%	12%	12%	13%	15%	17%	17%	18%	19%	20%		
CAPEX ajustado	-13.014	-13.422	-13.123	-14.855	-14.786	-20.157	-22.737	-22.542	-23.299	-23.267	-22.110		
% s/ingresos	13,3%	14,0%	13,3%	14,7%	14,2%	18,6%	17,8%	16,8%	17,0%	16,6%	15,5%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-328	212	-329	443	269	489	1990	675	314	313	325		
% s/ingresos	-15%	-10%	-12%	17%	11%	11%	10%	11%	11%	11%	11%		
CF Libre Operativo (CFLO)	13.983	11.710	13.619	12.395	14.272	12.877	12.221	15.588	16.442	18.191	21.585	15,3%	6,0%
% crecimiento	80,3%	-16,3%	16,3%	-9,0%	15,1%	-9,8%	-5,1%	27,5%	5,5%	10,6%	18,7%		
Capital de trabajo	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Deudores	11.510	10.898	17.701	18.371	12.727	13.264	14.935						
Receivables - % of sales	12%	11%	18%	18%	12%	12%	12%						
Inventarios	884	1.113	992	1.198	1.587	2.052	2.271						
Inventories - % of sales	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%						
Acreedores	26.651	21.524	30.708	2.705	2.657	3.343	4.242						
Payables - % of sales	27%	22%	31%	3%	3%	3%	3%						
Total CT	-14.257	-9.513	-12.015	16.864	11.657	11.973	12.964	14.498	14.811	15.124	15.449		
% s/ingresos	-14,5%	-9,9%	-12,2%	16,6%	11,2%	11,1%	10,1%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%		
Δ Capital de Trabajo	-5.008	4.744	-2.502	28.879	-5.207	316	991	1.534	314	313	325		
CT - Thomson	2.427	-1.153	-1.432	-5.795	3.665	-2.161	-6.116						
Balance	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Total Debt	39.129	34.452	33.924	50.101	58.292	68.587	76.428						
CFLO/TotDebt	36%	34%	40%	25%	24%	19%	16%						
Deuda Neta	36.739	28.538	21.297	42.786	49.250	60.203	66.087						
Valoración													
WACC 8%													
Crecimiento perpetuo 2%													
CFLO medio 4a (para valor teminal)												17.952	
CFLO 2016/2018 - valor presente												61.145	
CFLO terminal - valor presente												215.848	
Enterprise Value												276.992	
Deuda Neta												59.000	
Otros (participaciones,...)												19000	
Equity Value												236.992	
Número acciones (outstanding)												1501	
Precio actual acción												147,70	
Capitalización												221.765	
Valor Objetivo												157,84	
Upside/(Downside)												7%	
Precio Objetivo Consenso												155,00	
Múltiplos								2016E	2017E	2018E	2019E		
PER								14,8x	13,4x	12,5x	11,7x		
PER ajustado x deuda								18,7x	17,0x	15,8x	14,8x		
EV/EBITDA								6,1x	5,9x	5,7x	5,4x		
CFLO YIELD								7,0%	7,4%	8,2%	9,7%		
Dividendo/acción								7,7	8,0	8,3	8,5		
DVD YIELD								5,2%	5,4%	5,6%	5,8%		
DN/EBITDA								1,3x	1,2x	1,2x	1,1x		

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
Residuos	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 obliga 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 revisado 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 accidentales (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 tienen en 4 países.
GOVERNANZA				
Asamblea Corporativa				Requerida por la ley noruega. 10 miembros 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 telecomunications operators				

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