

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 varía 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 130NOK/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 4T16 crecen un 0,6% impulsados por Bangladesh, Pakistan India y Myanmar. Los nórdicos retroceden (aunque los ingresos de banda ancha en Noruega crecen un 17%) así como Tailandia y Malasia (aunque los contratos postpago en Tailandia y Malasia crecen a ritmos del 14/15%). El margen operativo se amplía 0,4 puntos porcentuales mientras que el margen operativo bruto se amplía en 0,2 puntos. En especial por Noruega (los ARPUs crecen) y por Tailandia y Myanmar donde siguen mejorando los costes. El CAPEX del trimestre sube al 21% por las inversiones en fibra (no han tenido gasto en espectro). En el año cierran con un promedio de CAPEX del 20% sobre ventas (2,7% de los cuales en espectro). Más detalle en: www.robustsicav.com/telenor-resultados-4t-2016/

Sostenibilidad 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

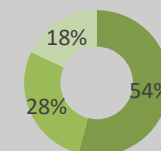
Capitalización: 197.000Mn NOK

Trabajadores: 33.000

Cotización

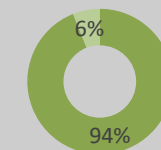
130,4 NOK

Accionistas

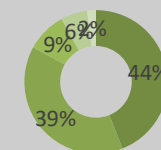


■ Gob. Noruego ■ Fondos ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Servicios de comunicación ■ TV



■ Asia ■ Nordicos
■ Europa Este ■ TV
■ Otros

Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de NOK				
INGRESOS	128.235	131.632	131.340	133.626
Incremento (%)	15,1%	2,6%	-0,2%	1,7%
EBITDA	43.866	46.481	47.008	48.099
Incremento (%)	13,8%	6,0%	1,1%	2,3%
Margen s/ventas	34,2%	35,3%	35,8%	36,0%
RESULTADO	11.399	12.681	15.519	16.609
Incremento (%)	25,6%	11,2%	22,4%	7,0%
BPA	8,92	9,90	10,43	11,03
Incremento (%)	47,8%	11,0%	5,4%	5,8%
RATIOS				
PER	14,7x	13,2x	12,5x	11,8x
Dividendo	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%
Deuda Neta/EBITDA	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x

Telenor ASA	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TACC	
										2015-20	2005-15
INGRESOS	101.399	103.797	108.220	127.850	131.576	131.697	133.314	135.191	136.654	1,3%	6,5%
% crecimiento	2,7%	2,4%	4,3%	18,1%	2,9%	0,1%	1,2%	1,4%	1,1%		
EBITDA	32.464	35.871	39.234	43.750	46.380	46.848	48.016	49.526	50.525	2,9%	6,4%
% crecimiento	5,2%	10,5%	9,4%	11,5%	6,0%	1,0%	2,5%	3,1%	2,0%		
% margen	32,0%	34,6%	36,3%	34,2%	35,2%	35,6%	36,0%	36,6%	37,0%		
Depreciación + Amortización	16.559	14.060	14.439	18.249	18.053	18.070	18.292	18.549	18.750		
% s/ingresos	16,3%	13,5%	13,3%	14,3%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%	13,7%		
EBIT	15.906	21.810	24.795	25.501	26.315	26.760	27.950	29.629	32.601	5,0%	7,8%
% crecimiento	7,6%	37,1%	13,7%	2,8%	3,2%	1,7%	4,4%	6,0%	10,0%		
% margen	15,7%	21,0%	22,9%	19,9%	20,0%	20,3%	21,0%	21,9%	23,9%		
Impuesto efectivo	16,2%	32,2%	34,1%	48,5%	-	-	-	-	-		
IS modelo	30%	4.772	6.543	7.438	7.650	7.895	8.028	8.385	8.889	9.780	
NOPLAT (EBIT-TAX)	11.134	15.267	17.356	17.851	18.421	18.732	19.565	20.740	22.820		
% s/capitalización	6%	8%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	12%		
CF Bruto Operativo	27.693	29.328	31.795	36.100	36.474	36.802	37.857	39.290	41.570		
% s/capitalización	14%	15%	16%	18%	18%	19%	19%	20%	21%		
CAPEX	-16.982	-15.612	-20.693	-21.168	-24.775	-23.139	-29.202	-21.000	-19.839		
% s/ingresos	16,7%	15,0%	19,1%	16,6%	18,8%	17,6%	21,9%	15,5%	14,5%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	443	269	489	1990	403	13	175	203	158		
% s/ingresos	17%	11%	11%	10%	11%	11%	11%	11%	11%		
CF Libre Operativo (CFLO)	10.268	13.446	10.613	12.941	11.296	13.650	8.480	18.087	21.573		
% crecimiento	-21,9%	31,0%	-21,1%	21,9%	-12,7%	20,8%	-37,9%	113,3%	19,3%		
Capital de trabajo	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
Deudores	18.371	12.727	13.264	14.935							
Receivables - % of sales	18%	12%	12%	12%							
Inventarios	1.198	1.587	2.052	2.271							
Inventories - % of sales	1%	2%	2%	2%							
Acreedores	2.705	2.657	3.343	4.242							
Payables - % of sales	3%	3%	3%	3%							
Total CT	16.864	11.657	11.973	12.964	14.225	14.238	14.413	14.616	14.774		
% s/ingresos	16,6%	11,2%	11,1%	10,1%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%		
Δ Capital de Trabajo	28.879	-5.207	316	991	1.261	13	175	203	158		
CT - Thomson	-5.795	3.665	-2.161	-6.116							
Balance	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
Total Debt	50.101	58.292	68.587	76.428							
CFLO/TotDebt	20%	23%	15%	17%							
Deuda Neta	42.786	49.250	60.203	66.087							
Valoración											
WACC	8%										
Crecimiento perpétuo	2%										
CFLO medio 4a (para valor teminal)									15.447		
CFLO 2016/2019 - valor presente									61.419		
CFLO terminal - valor presente									178.724		
Enterprise Value									240.143		
Deuda Neta									54.400		
Equity Value									199.543		
Número acciones									1.501		
Capitalización									197.775		
Precio actual acción									130,40		
Valor Objetivo									132,90		
Upside/(Downside)									2%		
Precio Objetivo Consenso									140,00		
Múltiplos					2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
PER					14,1x	12,3x	11,6x	11,7x	10,7x		
PER ajustado x deuda					18,0x	15,7x	14,8x	14,9x	13,7x		
EV/EBITDA					5,4x	5,3x	5,2x	5,1x	5,0x		
CFLO YIELD					5,7%	6,9%	4,3%	9,1%	10,9%		

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 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 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 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 tiene 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 telecommunications operators				

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