

Brasil robusto, España mejora, Alemania racional. En línea con los objetivos. La intensidad de capex disminuye.

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: **4,7 €** Potencial: **+8,9%**
 Recomendación: **Comprar**
 Analista: **Elena Fernández-Trajiella**

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 24.137 M€
 Cierre (31.05.2024): 4,29 €/acc.
 Nº Acciones(M.): 5.633 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,486 / 4,346€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM
 Evolución 2024: +22,7%

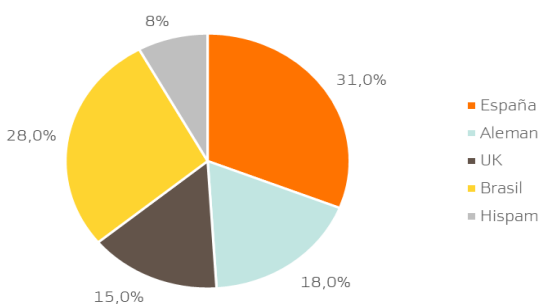
Ev. Trimestre (M€)	1T24	1T23	Var. a/a ¹	Est.
Ingresos	10.140	10.045	0,9%	10.093
EBITDA	3.205	3.121	2,7%	3.197
Margen EBITDA	31,6%	31,1%	0,5p.p.	
EBITDAaL ¹	2.509	2.532	-0,9%	
BNA	532	298	78,5%	448
EBITDAaL-CAPEX	1.453	1.504	-3,4%	
Margen EBITDA-CAPEX	14,3%	15,0%		
Deuda Neta ²	28.482	27.349	4,1%	28.223

¹Ajustado: excluye extraordinarios. ²Excluyendo Arrendamientos

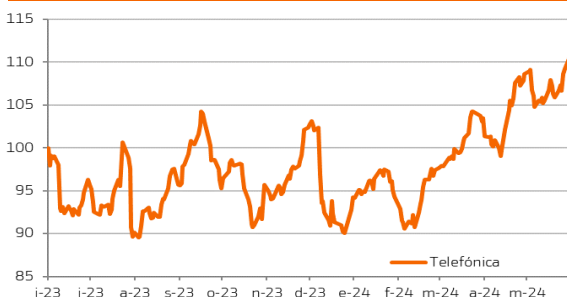
Ratios	2023	2024e	2025e	2026e
PER	n.s.	11,5 x	11,7 x	11,1 x
EV/EBITDA	4,2 x	3,9 x	3,7 x	3,6 x
Rent. Dividendo	8,5%	7,0%	7,0%	7,0%
BPA (€/acc)	-0,16	0,37	0,37	0,39
DPA (€/acc)	0,30	0,30	0,30	0,30
DN/OIBDA	3,2x	2,8x	2,7x	2,6x
ROE	-2,1%	8,4%	8,0%	8,2%

Magnitudes (M€)	2023	2024e	2025e	2026e
Ingresos	40.652	40.652	41.091	41.540
EBITDA	11.390	11.390	12.977	13.112
Margen EBITDA	28,0%	28,0%	31,6%	31,6%
EBIT	2.593	2.593	4.467	4.349
BNA	-892	-892	2.039	1.963
EBITDA-CAPEX	7.104	7.104	7.635	7.919
Margen EBITDA-CAPEX	17,5%	17,5%	18,6%	19,1%
DFN	36.586	36.586	36.124	35.318

Desglose EBITDA 2023



Evolución bursátil últimos 12 meses



Los resultados 1T24 superan ligeramente las expectativas y están en línea con los objetivos del año. El negocio subyacente muestra solidez, pero obtiene **Cash Flow Libre negativo** alegando **motivos de estacionalidad**, aunque el grupo mantiene el objetivo de un crecimiento de +10% en el año. **Los ingresos crecen +1,9%** (vs -0,5% en 4T23) en un entorno competitivo relativamente estable en sus principales mercados, con la excepción de cierto esfuerzo promocional en Alemania y R. Unido, que se compensan con la elevación de tarifas en España y fuerte desempeño en Brasil. **El EBITDA aumenta +1,9%** (vs +1,6% en 4T23) y **el margen mejora +50pb hasta 31,6%**. **España mantiene crecimiento positivo de EBITDA por 2º trimestre consecutivo (+0,2%)** apoyado por un aumento de tarifas (+3%) y un entorno competitivo benigno. La progresión en este mercado reflejará en los próximos trimestres los ahorros por la **reducción de plantilla (-12%)** iniciados en marzo. **Brasil mantiene crecimientos de doble dígito en Ingresos y EBITDA**, mientras **Alemania y R. Unido reflejan cierto esfuerzo promocional**. La Deuda Neta aumenta ~1.000 M€ por el aumento de la participación en Telefónica Deutschland, pero el grupo espera una reducción en los próximos meses. La **DFN/EBITDA se sitúa en 2,7x** (vs 2,6x a diciembre). **Los resultados cumplen los objetivos del Plan Estratégico 2023/2026**. Éste presenta unos **objetivos de crecimiento del negocio típico moderados, pero el pico del esfuerzo inversor queda atrás y permite una aceleración de la generación de Cash Flow Libre**. Esto refuerza el compromiso de un dividendo de 0,30€ anual durante el periodo (rentabilidad de 6,9%), manteniendo el nivel de endeudamiento estable o ligeramente a la baja. **Mantenemos recomendación de Comprar y elevamos el Precio Objetivo hasta 4,7€ (desde 4,2€).**

Los resultados 1T 2024 baten las estimaciones. El grupo mantiene las guías del año.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: **Ingresos 10.140M€ (+0,9%)** vs 10.093M€ estimado (+0,5%); **EBITDA 3.205M€ (+1,9%)** vs 3.197M€ (-0,5%); Margen EBITDA 31,6% vs. 31,7%, **BNA 532M€ (+78,9%)** vs 448M€. **Cash Flow Libre -41M€** vs 772M€. **Deuda Financiera Neta 28.482M€** vs 28.223M€ (vs 27.349M€ a diciembre 2023). Ingresos por países: España: 3.118 M€ (+1,0%) vs 3.120 M€; Brasil 2.520 M€ (+10,4%) vs 2.490 M€; Alemania 2.098 M€ (-0,1%) vs 2.130 M€; Hispam 2.054 M€ (+8,2%) vs 1.970 M€. **Mantiene el dividendo de 2023 en 0,30€/acción y amortizará un 1,4% del capital**. Los objetivos para 2024 son crecimiento de Ingresos +1%, OIBDA +1%/2%, OIBDA - CAPEX +1%/+2%, CAPEX/Ingresos <13%, Cash Flow Libre >10%. [Link a los resultados.](#)

Con crecimientos orgánicos de +0,9% y +1,9% en Ingresos y EBITDA respectivamente, los resultados sitúan al grupo en posición de cumplir las guías del año. El punto débil de los resultados es un **Cash Flow Libre negativo de -41M€**, pero el grupo alega motivos estacionales en Arrendamientos y Fondo de Maniobra y **mantiene el objetivo de un crecimiento >10%**. Ello, junto a la aceleración de los ahorros de costes en España por reducción de plantilla desde marzo y un entorno competitivo relativamente estable en los principales mercados del grupo reducen el riesgo de incumplimiento de los objetivos.

Por países, **en España**, principal mercado del grupo (31% de los Ingresos y 35% del EBITDA), aunque las principales métricas se quedan algo por debajo de las estimaciones y los ingresos por servicios se ralentizan, **las tendencias de mejora en el EBITDA se confirma por 2º trimestre consecutivo y el inicio de los recortes de plantilla a partir de marzo 2024 tras el apagado de la red de cobre debería mantener la tendencia**. El grupo está en negociaciones para un acuerdo mayorista y de compartición de redes con Digi que **reduce el riesgo de pérdida del contrato actual con Digi, equivalente a 300 M€/año**.

En Brasil (25% de los Ingresos y 32% del EBITDA) **crecimientos y márgenes son robustos** (Ingresos +8,8% en 2023 y +10,4% en 1T24; EBITDA +10,6% y +10,7% respectivamente). Recientemente el grupo ha anunciado que **negocia la compra de Desktop**, compañía especializada en servicios de banda ancha sobre fibra óptica. De salir adelante, la operación **reforzaría el posicionamiento del grupo en Brasil** recortando distancias en banda ancha frente al líder, América Móvil (10 millones de clientes vs 7 millones de Telefónica a los que se añadiría 1 millón de Desktop). En Brasil, Telefónica ya es líder en el mercado móvil con casi 100 millones de clientes frente a los 88 millones de América Móvil. La operación podría ascender a una valoración, incluida deuda, de ~1.500M€ (6,3% de la capitalización bursátil del grupo y 5,3% de la Deuda Financiera Neta).

En Alemania, la **pérdida del cliente mayorista 1&1 a partir de junio 2025** (450 M€ ó 16% del EBITDA) **se podrá ir compensando gradualmente con el crecimiento orgánico del negocio y mejoras de eficiencia**. En clave positiva, **el regulador ha anunciado una extensión de 5 años de los derechos de espectro que expiraban en 2025** en lugar de convocar una nueva subasta, lo que reduce las necesidades de Capex.

En R. Unido, VMO2 aumenta sus ingresos (+2,6%) a pesar de una caída de la venta de terminales de -22,1%. El grupo **prevé ingresos estables o ligeramente a la baja en el año y menor generación de Cash Flow Libre y distribución de dividendos**, ya recogidos en las estimaciones del consenso.

En definitiva, resultados que apuntalan los objetivos del año. El crecimiento previsto de Cash Flow Libre de >10% anual hasta 2026 parece ambicioso tras la pérdida de 1&1 como primer cliente mayorista de Telefónica Deutschland, pero una **progresión positiva en el resto de los mercados y menores inversiones apoyan la ambición del grupo de mejorar la remuneración al accionista en el medio plazo**. Brasil sigue robusto, España da muestras de mejora, Alemania mantiene un entorno competitivo razonable y en R. Unido las sinergias apoyan una moderada mejora de márgenes.

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TAMI'22-'28
Ingresos	43.076	39.277	39.993	40.652	41.091	41.540	41.999	42.468	42.948	1%
OIBDA	13.498	21.983	12.852	11.390	12.977	13.112	13.250	13.390	13.534	1%
Margen OIBDA	31,3%	56,0%	32,1%	28,0%	31,6%	31,6%	31,5%	31,5%	31,5%	
EBIT	4.139	13.586	4.056	2.593	4.467	4.349	4.517	4.671	4.802	3%
Margen EBIT	9,6%	34,6%	10,1%	6,4%	10,9%	10,5%	10,8%	11,0%	11,2%	
BAI	2.583	12.095	2.960	-1.473	3.125	3.008	3.178	3.335	3.469	3%
BNA	1.582	8.137	2.011	-892	2.039	1.963	2.074	2.176	2.264	2%
Tasa de variación interanual	38,5%	414,3%	-75,3%	-144,4%	-328,6%	-3,7%	5,6%	4,9%	4,0%	
Margen OIBDA-CAPEX	17,4%	33,1%	18,8%	17,5%	18,6%	19,1%	18,5%	18,5%	18,5%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Activo No Corriente	71.396	84.284	87.053	83.568	83.459	83.706	84.126	84.685	85.454
Activo Circulante	33.655	24.929	22.589	20.756	22.241	23.765	25.093	26.438	27.812
Total Activo	105.051	109.213	109.642	104.324	105.700	107.471	109.219	111.123	113.266
Fondos Propios	11.235	22.207	25.088	21.852	22.243	22.600	23.067	23.637	24.294
Minoritarios	7.025	6.477	6.620	5.244	5.768	5.553	5.865	6.155	6.402
Pasivo no corriente	16.377	19.744	19.775	20.469	20.752	21.040	21.335	21.637	21.944
Deuda financiera	50.420	42.295	39.079	37.061	37.461	37.870	38.289	38.716	39.154
Pasivo Corriente	19.994	18.490	19.080	19.698	19.475	20.407	20.662	20.978	21.470
Total Pasivo	105.051	109.213	109.642	104.324	105.700	107.471	109.218	111.122	113.265

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	VR
EBIT	2.593	4.467	4.349	4.517	4.671	4.802	
Impuesto sobre sociedades	-778	-1.340	-1.305	-1.355	-1.401	-1.441	
NOPAT	1.815	3.127	3.044	3.162	3.270	3.362	
Amortizaciones	8.797	8.510	8.763	8.733	8.719	8.732	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	-4.286	-6.342	-6.192	-6.460	-6.521	-6.583	
Variación de fondo de maniobra	67	-636	25	25	26	26	
= CFL Operativo	6.393	4.659	5.639	5.460	5.494	5.537	50.428

WACC 7,42%

g 0,25%

EV 72.058 M€

- Deuda Neta -36.586 M€

- Minoritarios -5.244 M€

- Compromisos Pensiones -3.906 M€

EqV 26.322 M€

Nº acciones 5.633 M

Estimación DCF **4,7 €/acción**

Método de valoración:

Fijamos nuestro precio objetivo a través de un descuento de flujos de caja libre. Empleamos a este efecto las hipótesis detalladas en las tablas adjuntas. Con ello, nuestro precio objetivo queda en 4,7€ y nuestra recomendación en Neutral.

Matriz Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)				
	0,00%	0,15%	0,25%	0,35%	0,50%
6,7%	5,8	6,1	6,2	6,4	6,7
6,9%	5,3	5,5	5,7	5,8	6,1
7,2%	4,8	5,0	5,2	5,3	5,5
7,4%	4,3	4,5	4,7	4,8	5,0
7,7%	3,9	4,1	4,2	4,4	4,5
7,9%	3,5	3,7	3,8	3,9	4,1
8,2%	3,2	3,3	3,4	3,5	3,7

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
23/02/2024	Comprar	4,2 €
13/11/2023	Comprar	4,2 €
06/09/2023	Comprar	4,2 €
01/08/2023	Neutral	4,2 €
11/05/2023	Neutral	4,2 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabero- Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Aránzazu Cortina - Industriales
Jorge Pradilla - Logística
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Carlos Pellicer - Alimentación
Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable