

Rentabilidad por dividendo atractiva. Resiliencia del Cash Flow Libre. Bajo crecimiento estructural y presión en márgenes pero entorno más favorable.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 27.776 M€
 Último: 4,85 €/acc.
 Nº Acciones(M.): 5.727 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,595 / 5,0€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Ev. Trimestre (M€)	1T22	1T21	Var. a/a ¹	Est.
Ingresos	9.410	10.340	3,1%	9.067
OIBDA	3.199	3.417	0,4%	2.956
OIBDA Ordinario	3.071	3.495	-12,1%	
Margen OIBDA	34,0%	33,0%	+0,9p.p.	
BNA	706	911	n.s.	375
OIBDA-CAPEX	2.435	2.289	6,4%	1.761
Margen OIBDA-CAPEX	25,9%	22,1%	+3,8p.p.	

¹Crecimiento orgánico

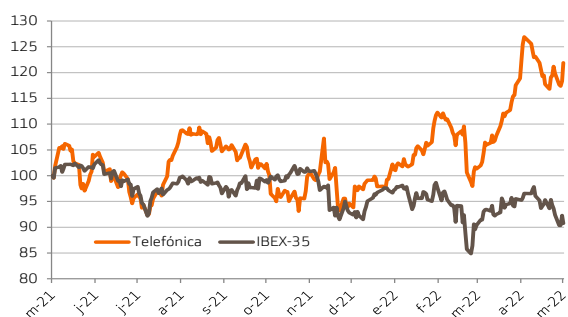
Ratios	2020	2021	2022e	2023e
PER	17,6 x	3,4 x	14,1 x	12,3 x
EV/EBITDA	4,7 x	2,9 x	5,2 x	5,1 x
Rent. Dividendo	8,2%	6,2%	6,2%	6,2%
BPA (€/acc)	0,27	1,42	0,35	0,42
DPA (€/acc)	0,40	0,30	0,30	0,30
DN/OIBDA	3,1x	2,8x	3,0x	3,1x
ROE	10,7%	37,4%	7,1%	7,7%

Magnitudes (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Ingresos	43.076	39.277	37.695	38.069
OIBDA	13.498	21.983	12.308	12.451
Margen OIBDA	31,3%	56,0%	32,7%	32,7%
EBIT	4.139	13.586	3.877	4.161
BNA	1.582	8.137	1.968	2.266
OIBDA-CAPEX	7.511	13.012	6.654	6.741
Margen OIBDA-CAPEX	17,4%	33,1%	17,7%	17,7%
DFN	41.697	35.830	36.624	38.310

Desglose OIBDA 2021



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Todos nuestros informes disponibles en:
<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 5,3 €
 Potencial: +9,4%
 Recomendación: Comprar
 Analista: Elena Fernández-Trapiella

Los resultados 1T 2022 batan las expectativas y el grupo mantiene las guías para el año. En términos orgánicos, Ingresos (+3,2%) y OIBDA (+2,1%) mantienen crecimiento positivo por 4º trimestre consecutivo. España sigue siendo el mercado con más presión competitiva lo que resulta en una caída de OIBDA, pero se compensa con mayor fortaleza en el resto de los mercados clave del grupo. El Margen OIBDA mejora hasta 34,0% vs 33,0% en 1T 2021; las mayores eficiencias operativas compensan la presión inflacionista en costes. La apreciación de real brasileño (+17,2% en el trimestre) contribuye a un crecimiento reportado de Ingresos de +18,1% en Brasil. Los resultados sitúan al grupo en posición para cumplir los objetivos del año: "crecimiento de un dígito bajo" de Ingresos y OIBDA. Desde el punto de vista de mercado, **el entorno actual es algo más favorable para el sector; aumenta la posibilidad de consolidación y moderación de la competencia** (Reparto de activos de Oi entre los 3 restantes operadores en Brasil y posibles operaciones de fusión en Italia, España y R. Unido). Por otro, el mercado es más propicio para compañías con múltiplos moderados y **elevada rentabilidad por dividendo** (6,3% al que se añade la reducción prevista de las acciones en circulación de 2,41% del capital). **Elevamos la recomendación a Comprar desde Neutral y el Precio Objetivo hasta 5,3€/acción (vs 4,5€ anterior).**

Los resultados 1T22 superan las estimaciones y se mantienen las guías del año.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: **Ingresos 9.410M€** (-9,0% en términos reportados, +3,2% orgánico) vs 9.067M€ estimado (-12,3%); **OIBDA 3.199M€** (-6,4% reportado, +2,1% orgánico) vs 2.956M€ estimado; Margen OIBDA 34,0% vs 32,6% estimado, **BNA 706M€** vs 375M€ estimado. **Cash Flow Libre 513M€** vs 453M€ esperado. **Deuda Financiera Neta 27.453M€** (vs 26.000M€ a diciembre 2021). **Los objetivos para 2022 se mantienen sin cambios: "crecimiento de un dígito bajo" de Ingresos y OIBDA y CAPEX (ex espectro) sobre ventas de hasta 15% así como un dividendo en efectivo de 0,30€/acción.**

Los resultados batan las expectativas. En términos orgánicos, **Ingresos (+3,2%) y OIBDA (+2,1%) mantienen crecimiento positivo por 4º trimestre consecutivo.** Por países, Ingresos y OIBDA en términos orgánicos: España +0,9% y -4,9% respectivamente; Alemania +5,2% y +7,0%; Brasil +4,6% y +1,6%; VMO2 -0,1% y +2,6%. España sigue siendo el mercado con más presión competitiva lo que resulta en una caída de OIBDA, pero se compensa con mayor fortaleza en el resto de los mercados clave del grupo. **El Margen OIBDA mejora hasta 34,0% vs 33,0% en 1T 2021;** las mayores eficiencias operativas compensan la presión inflacionista en costes. La **apreciación de real brasileño (+17,2% en el trimestre)** contribuye a un crecimiento reportado de Ingresos de +18,1% en Brasil. La inversión se mantiene contenida (-4,9% en términos orgánicos) con foco en nuevas tecnologías.

Los resultados sitúan al grupo en posición para cumplir los objetivos del año. Tras una subida de +20,9% en bolsa en el año reflejando la finalización de las compras de espectro y los derechos de fútbol en España a precios razonables, así como un entorno competitivo más pacificado, creemos que los catalizadores disminuyen, pero **una rentabilidad por dividendo de 6,4% y un entorno para el sector más favorable hacia la consolidación mantienen el atractivo del valor en el contexto actual.** **Elevamos la recomendación a Comprar desde Neutral y el Precio Objetivo hasta 5,3€/acción (vs 4,5€ anterior).**

Valoramos positivamente el retorno a crecimiento positivo de ingresos y OIBDA, la reducción significativa de la deuda que aleja el riesgo a una rebaja del rating del grupo y da sostenibilidad al dividendo. La compra de espectro para 5G se desarrolla sin primas excesivas y fortalece el posicionamiento del grupo en los mercados clave. Desde el punto de vista de mercado, el entorno actual es algo más favorable para el sector; **aumenta la posibilidad de consolidación y moderación de la competencia** -ej. Reparto de activos de Oi entre los 3 restantes operadores en Brasil y posibles operaciones de fusión en Italia (Iliad + Vodafone Italia), España (Masmovil + Orange) y R. Unido (Vodafone UK + Three). Estas operaciones además potencialmente ponen de manifiesto los múltiplos moderados de Telefónica. **La rentabilidad por dividendo se sitúa en 6,3%, al que se añade la reducción prevista de las acciones en circulación de 2,41%.**

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

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21-'26
Ingresos	48.693	48.422	43.076	39.277	37.695	38.069	38.369	38.672	38.980	0%
OIBDA	15.571	15.119	13.498	21.983	12.308	12.451	12.928	13.025	13.124	-10%
<i>Margen OIBDA</i>	32,0%	31,2%	31,3%	56,0%	32,7%	32,7%	33,7%	33,7%	33,7%	
EBIT	6.522	4.537	4.139	13.586	3.877	4.161	4.364	4.740	5.068	-18%
<i>Margen EBIT</i>	13,4%	9,4%	9,6%	34,6%	10,3%	10,9%	11,4%	12,3%	13,0%	
BAI	5.571	2.718	2.583	12.095	2.997	3.452	3.707	4.159	4.566	-18%
BNA	3.331	1.142	1.582	8.137	1.968	2.266	2.434	2.731	2.998	-18%
<i>Tasa de variación interanual</i>	6,4%	-65,7%	38,5%	414,3%	-75,8%	15,2%	7,4%	12,2%	9,8%	
<i>Margen OIBDA-CAPEX</i>	14,3%	15,4%	17,4%	33,1%	17,7%	17,7%	18,7%	18,7%	18,7%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Activo No Corriente	90.707	94.549	71.396	84.284	88.117	87.719	86.764	85.632	84.879
Activo Circulante	23.340	24.328	33.655	24.929	23.149	18.834	21.418	24.062	26.785
Total Activo	114.047	118.877	105.051	109.213	111.266	106.552	108.182	109.694	111.663
Fondos Propios	17.947	17.118	11.235	22.207	24.681	25.313	26.154	27.334	28.822
Minoritarios	9.033	8.332	7.025	6.477	7.149	8.233	8.841	9.920	10.891
Pasivo no corriente	12.084	19.948	16.377	19.744	20.511	17.434	17.641	17.852	18.067
Deuda financiera	54.702	52.364	50.420	42.295	40.463	38.983	36.567	34.095	31.545
Pasivo Corriente	20.281	21.115	19.994	18.490	18.462	16.589	18.978	20.493	22.338
Total Pasivo	114.047	118.877	105.051	109.213	111.266	106.552	108.182	109.694	111.663

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2024e	2024e	VR
EBIT	13.586	3.877	4.161	4.364	4.740	5.068	
Impuesto sobre sociedades	-4.076	-1.163	-1.248	-1.309	-1.422	-1.520	
NOPAT	9.510	2.714	2.913	3.055	3.318	3.548	
Amortizaciones	8.397	8.431	8.291	8.564	8.285	8.055	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	3.089	-6.154	-6.210	-6.255	-6.301	-6.346	
Variación de fondo de maniobra	1.503	-565	-515	16	17	17	
= CFL Operativo	22.499	4.426	4.478	5.380	5.319	5.274	56.845

WACC 6,6%
g 0,3%

EV 77.318 M€
- Deuda Neta -35.830 M€
- Minoritarios -6.477 M€
- Compromisos Pensiones -4.617 M€
EqV 30.394 M€
Nº acciones 5.727 M
Estimación DCF **5,3 €/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 5,3€ y nuestra recomendación en Comprar.

Matriz Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)				
	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
5,9%	6,2	6,7	7,2	7,7	8,3
6,1%	5,6	6,1	6,5	7,0	7,5
6,4%	5,1	5,5	5,9	6,3	6,8
6,6%	4,6	4,9	5,3	5,7	6,2
6,9%	4,1	4,4	4,8	5,1	5,5
7,1%	3,7	4,0	4,3	4,6	5,0
7,4%	3,3	3,5	3,8	4,1	4,5

Todos nuestros informes disponibles en:

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

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

www.bankinter.com

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
08/03/2022	Neutral	4,5 €
04/11/2021	Neutral	4,5 €
07/09/2021	Neutral	4,5 €
13/05/2021	Neutral	4,0 €
26/02/2021	Neutral	4,0 €

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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

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 Cabrero- Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Susana André - Portugal, Assistant
Mariana Queirós - Telecoms

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

Todos nuestros informes en:

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

Avda. de Bruselas, 14

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

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com