

*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 €): 24.741 M€  
 Último: 4,32 €/acc.  
 Nº Acciones(M.): 5.727 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 3,614 / 5,064€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

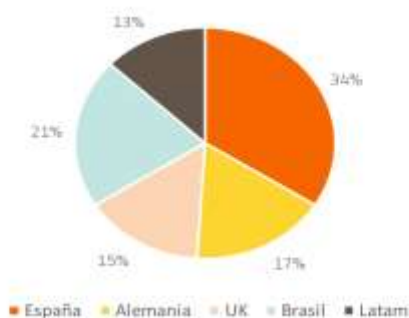
Ev. Trimestre (M€)	2T22	2T21	Var. a/a <sup>1</sup>	Est.
Ingresos	10.040	9.964	5,2%	9.584
OIBDA	3.146	13.469	n.s.	3.064
OIBDA Ordinario	3.157	3.270	3,4%	
Margen OIBDA	31,4%	32,8%	-0,6p.p.	
BNA	320	7.743	n.s.	286
OIBDA-CAPEX	835	877	4,1%	733
Margen OIBDA-CAPEX	8,3%	8,8%	+0,2p.p.	

<sup>1</sup>Crecimiento orgánico

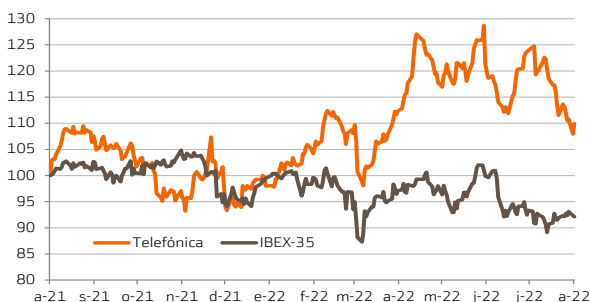
Ratios	2020	2021	2022e	2023e
PER	15,6 x	3,0 x	11,9 x	10,4 x
EV/EBITDA	4,5 x	2,8 x	4,8 x	4,8 x
Rent. Dividendo	9,3%	6,9%	6,9%	6,9%
BPA (€/acc)	0,27	1,42	0,37	0,44
DPA (€/acc)	0,40	0,30	0,30	0,30
DN/OIBDA	3,1x	2,8x	2,9x	3,0x
ROE	10,7%	37,4%	7,4%	8,0%

Magnitudes (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Ingresos	43.076	39.277	38.458	38.840
OIBDA	13.498	21.983	12.530	12.690
Margen OIBDA	31,3%	56,0%	32,6%	32,7%
EBIT	4.139	13.586	4.099	4.384
BNA	1.582	8.137	2.075	2.374
OIBDA-CAPEX	7.511	13.012	6.761	6.864
Margen OIBDA-CAPEX	17,4%	33,1%	17,6%	17,7%
DFN	41.697	35.830	36.624	38.209

#### Desglose OIBDA 2021



#### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



## TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 5,0 €  
 Potencial: +14,8%  
 Recomendación: Comprar  
 Analista: Elena Fernández-Trapiella

Los resultados 2T 2022 baten las expectativas y el grupo eleva ligeramente las guías para el año. En términos orgánicos, Ingresos (+5,2%) y OIBDA (+3,4%) mantienen crecimiento positivo por 5º trimestre consecutivo y aceleran respecto a 1T 2022 (+3,2% y +2,1% respectivamente). Todos los mercados obtienen crecimientos orgánicos positivos. 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 se comprime -60pb en 2T 2022 hasta 32,4%; la mayor eficiencia operativa solo compensa parcialmente la presión inflacionista en costes. En 2S 2022 debería ser más palpable el impacto de la oferta de fútbol, costes de la energía más comparables a los del pasado año y la reducción de plantilla en España. Los objetivos del año se elevan hasta rango alto/medio-alto de "crecimiento de un dígito bajo" de Ingresos y OIBDA. Tras una revalorización en el año de +12,2% vs -14,7% el EuroStoxx50 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, los catalizadores disminuyen, pero una elevada y sostenible rentabilidad por dividendo mantiene el atractivo del valor (rentabilidad de 6,8% al que se añade la reducción prevista de las acciones en circulación de 2,41%). Mantenemos recomendación de Compra y ajustamos el P. Objetivo hasta 5,0€ (vs 5,3€ anterior) por la elevación de la tasa de descuento.

#### Los resultados 2T 2022 superan las estimaciones y se elevan las guías del año.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 10.040M€ (+0,8% en términos reportados, +5,2% orgánico) vs 9.584M€ estimado; OIBDA recurrente 3.157M€ (-3,5% reportado, +3,4% orgánico) vs 3.064M€ estimado; Margen OIBDA 32,2% vs 32,0% estimado, BNA 320M€ vs 286M€ estimado. Cash Flow Libre 835M€ vs 733M€ esperado. Deuda Financiera Neta 28.817M€. Eleva ligeramente los objetivos para 2022: Ingresos desde "crecimiento de un dígito bajo" a "rango alto del crecimiento de un dígito bajo" y OIBDA desde "crecimiento de un dígito bajo" a "rango medio-alto del crecimiento de un dígito bajo".

Los resultados baten las expectativas. En términos orgánicos, Ingresos (+5,2%) y OIBDA (+3,4%) mantienen crecimiento positivo por 5º trimestre consecutivo y aceleran respecto a 1T22 (+3,2% y +2,1% respectivamente). Por países, Ingresos y OIBDA en términos orgánicos: España +1,3% y -3,4% respectivamente (vs +0,9% y -4,9% en 1T 2022); Alemania +5,8% y +3,1% (vs +5,2% y +7,0%); Brasil +11,1% y +8,5% (vs +4,6% y +1,6%); VMO2 +0,2% y +4,8% (vs -0,1% y +2,6%). España sigue siendo el mercado con más presión competitiva del grupo 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 se reduce -60 pb en el 2T22 hasta 32,4%; acusa la presión inflacionista de costes, que solo es parcialmente compensada por mayores eficiencias operativas. A nivel reportado, la apreciación de real brasileño (+19,3% en el semestre) contribuye a un crecimiento de Ingresos de +18,4% en Brasil.

La inversión se mantiene contenida (+2,4% orgánico) por el pago de espectro en Latam y el despliegue de 5G y fibra. El Flujo de Caja Libre asciende a 835 M€ en el 2T22; 1.348M€ en el semestre, lo que supone un aumento de +48,2%. La Deuda Financiera Neta aumenta 1.400M€ hasta 28.817M€ por la adquisición de activos de Oi y BE-terna. Tras el cierre del trimestre, se reduce hasta 27.800M€, 3,0x OIBDA. El grupo sigue gestionando su cartera de activos para monetizar valor, obtener fondos para reducir deuda y compartir esfuerzo de despliegue de redes e infraestructura. Recientemente llegó a un acuerdo para la venta de un 45% de Bluevia, la filial de red de fibra óptica rural en España, por 1.021 M€ y anticipa buen nivel de interés para la venta del 50% de la red de fibra en R. Unido.

Los resultados sitúan al grupo en posición para cumplir los objetivos del año. En 2S 2022 debería ser más palpable el impacto de la oferta de fútbol, costes de la energía más comparables a los del pasado año y la reducción de plantilla en España. Por el lado positivo, destacan el nuevo foco en eficiencia de costes, hasta ahora inferior a la de sus competidores, y el potencial de sinergias en Brasil y R. Unido; por el lado negativo, el entorno competitivo aumenta en Alemania con la entrada de un nuevo operador móvil y el deterioro del frente empresarial en R. Unido. Adicionales apoyos pueden venir de la mano de los Fondos de Recuperación Europeos para digitalización y la inclusión del valor en el EuroStoxx50.

Cifras en millones de €

### Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21-'26
<b>Ingresos</b>	48.693	48.422	43.076	39.277	38.458	38.840	39.146	39.457	39.772	0%
<b>OIBDA</b>	15.571	15.119	13.498	21.983	12.530	12.690	13.177	13.276	13.377	-9%
<i>Margen OIBDA</i>	<i>32,0%</i>	<i>31,2%</i>	<i>31,3%</i>	<i>56,0%</i>	<i>32,6%</i>	<i>32,7%</i>	<i>33,7%</i>	<i>33,6%</i>	<i>33,6%</i>	
<b>EBIT</b>	6.522	4.537	4.139	13.586	4.099	4.384	4.582	4.947	5.267	-17%
<i>Margen EBIT</i>	<i>13,4%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,6%</i>	<i>34,6%</i>	<i>10,7%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,2%</i>	
<b>BAI</b>	5.571	2.718	2.583	12.095	3.141	3.593	3.840	4.278	4.673	-17%
<b>BNA</b>	<b>3.331</b>	<b>1.142</b>	<b>1.582</b>	<b>8.137</b>	<b>2.075</b>	<b>2.374</b>	<b>2.537</b>	<b>2.827</b>	<b>3.088</b>	-18%
<i>Tasa de variación interanual</i>	<i>6,4%</i>	<i>-65,7%</i>	<i>38,5%</i>	<i>414,3%</i>	<i>-74,5%</i>	<i>14,4%</i>	<i>6,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,2%</i>	
<i>Margen OIBDA-CAPEX</i>	<i>14,3%</i>	<i>15,4%</i>	<i>17,4%</i>	<i>33,1%</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>	

\*: 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	87.834	86.980	85.936	85.258
Activo Circulante	23.340	24.328	33.655	24.929	23.149	19.089	21.694	24.364	27.116
<b>Total Activo</b>	<b>114.047</b>	<b>118.877</b>	<b>105.051</b>	<b>109.213</b>	<b>111.266</b>	<b>106.923</b>	<b>108.675</b>	<b>110.300</b>	<b>112.374</b>
Fondos Propios	17.947	17.118	11.235	22.207	24.681	25.421	26.366	27.642	29.221
Minoritarios	9.033	8.332	7.025	6.477	7.149	8.179	8.740	9.738	10.636
Pasivo no corriente	12.084	19.948	16.377	19.744	20.511	17.434	17.642	17.853	18.068
Deuda financiera	54.702	52.364	50.420	42.295	40.463	38.933	36.497	34.001	31.424
Pasivo Corriente	20.281	21.115	19.994	18.490	18.462	16.955	19.430	21.066	23.026
<b>Total Pasivo</b>	<b>114.047</b>	<b>118.877</b>	<b>105.051</b>	<b>109.213</b>	<b>111.266</b>	<b>106.922</b>	<b>108.675</b>	<b>110.300</b>	<b>112.375</b>

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2024e	2024e	VR
<b>EBIT</b>	<b>13.586</b>	<b>4.099</b>	<b>4.384</b>	<b>4.582</b>	<b>4.947</b>	<b>5.267</b>	
Impuesto sobre sociedades	-4.076	-1.230	-1.315	-1.374	-1.484	-1.580	
<b>NOPAT</b>	<b>9.510</b>	<b>2.869</b>	<b>3.069</b>	<b>3.207</b>	<b>3.463</b>	<b>3.687</b>	
Amortizaciones	8.397	8.431	8.306	8.595	8.329	8.110	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	3.089	-6.269	-6.326	-6.372	-6.419	-6.465	
Variación de fondo de maniobra	1.503	-565	-473	17	17	17	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>22.499</b>	<b>4.467</b>	<b>4.576</b>	<b>5.447</b>	<b>5.391</b>	<b>5.349</b>	<b>54.700</b>

WACC 6,9%  
g 0,3%

EV 75.321 M€  
- Deuda Neta -35.830 M€  
- Minoritarios -6.477 M€  
- Compromisos Pensiones -4.617 M€  
EqV 28.397 M€  
Nº acciones 5.727 M  
Estimación DCF **5,0 €/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 5,0€ y nuestra recomendación en Comprar.

### Matriz Sensibilidad

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

Todos nuestros informes disponibles en:

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

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

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
12/05/2022	Comprar	5,3 €
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://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](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 Cabrero- 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