

Rentabilidad por dividendo atractiva. Resiliencia del Cash Flow Libre, pero Deuda elevada. Foco en eficiencia de costes, bienvenida.

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 4,2 €
Potencial: +8,3%
Recomendación: Neutral
Analista: Elena Fernández-Trapiella

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 21.580 M€
 Último: 3,88€/acc
 Nº Acciones(M.): 5.601 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,218 / 4,411€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF.SM

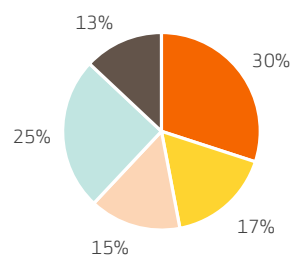
Ev. Trimestre (M€)	2T23	2T22	Var. a/a ¹	Est.
Ingresos	10.133	10.040	3,3%	10.046
OIBDA	3.144	3.146	3,5%	3.138
OIBDA Ordinario	3.161	3.157	n.d.	
Margen OIBDA	31,2%	31,4%	-0,3p.p.	
BNA	462	320	n.d.	301
OIBDA-CAPEX	2.320	2.272	3,4%	
Margen OIBDA-CAPEX	22,9%	22,6%		

¹Crecimiento orgánico

Ratios	2021	2022	2023e	2024e
PER	2,7 x	10,7 x	9,2 x	8,9 x
EV/EBITDA	4,3 x	2,6 x	4,2 x	4,1 x
Rent. Dividendo	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
BPA (€/acc)	1,42	0,35	0,42	0,44
DPA (€/acc)	0,30	0,30	0,30	0,30
DN/OIBDA	2,8x	2,7x	2,5x	2,3x
ROE	37,4%	7,3%	8,0%	8,0%

Magnitudes (M€)	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	43.076	39.277	39.993	40.397
OIBDA	13.498	21.983	12.852	12.971
Margen OIBDA	31,3%	56,0%	32,1%	32,1%
EBIT	4.139	13.586	4.056	4.732
BNA	1.582	8.137	2.011	2.336
OIBDA-CAPEX	7.511	13.012	6.853	7.316
Margen OIBDA-CAPEX	17,4%	33,1%	17,1%	18,1%
DFN	41.697	35.830	35.332	33.038

Desglose OIBDA 2022



■ España ■ Alemania ■ UK ■ Brasil ■ Latam

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Los resultados 2T 2023 baten ligeramente las estimaciones. El crecimiento de Ingresos (+3,3%) y OIBDA (+3,5%) se mantiene resistente en términos orgánicos. **Alemania (+4,4% en Ingresos y +2,8% en OIBDA) y Brasil (+7,6% y +11,1%) son los principales motores. España (+0,3% y -1,0%) sigue siendo el mercado más competitivo y el crecimiento de OIBDA se mantiene negativo** a pesar de las recientes subidas de tarifas, **pero las métricas operativas** (altas de banda ancha y móviles post-pago) mejoran vs 1T 2023. **El grupo eleva levemente los objetivos para 2023:** de "crecimiento de un dígito bajo" en Ingresos y OIBDA a "crecimiento en torno al 4% y 3%" respectivamente; CAPEX (ex espectro) sobre ventas de 14% sin cambios. Con un OIBDA creciente y CAPEX estable, **las perspectivas de generación de Cash Flow Libre mejoran** y permitirán una gradual reducción de la deuda, uno de los objetivos críticos del grupo. El dividendo se mantiene en 0,30 €/acción, resultante en una rentabilidad de 7,7%, que se une a una amortización de autocartera equivalente al 0,4% de la capitalización bursátil. El grupo anuncia una **revisión estratégica 2023-2026** que comunicará en noviembre. Hasta entonces, **mantenemos recomendación de Neutral y Precio Objetivo de 4,2€.**

Los resultados 2T23 baten ligeramente las estimaciones. Eleva las guías del año.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: **Ingresos 10.133M€** (+0,9% en términos reportados, **+3,3% orgánico**) vs. 10.046M€ estimado (+0,1%); **OIBDA Recurrente 3.161M€** (+0,1% reportado, **+3,5% orgánico**) vs. 3.138M€ estimado; **Margen OIBDA 31,3%** vs. 31,2% estimado, BNA 462M€ vs. 301M€ estimado. **Cash Flow Libre 842M€ (+0,9%)** vs 1.093M€ esperado. Deuda Financiera Neta 27.479M€ vs 26.580M€ esperado (vs 26.443M€ en 1T 2023 y 26.687M€ a diciembre 2022). **Eleva levemente los objetivos para 2023:** de "crecimiento de un dígito bajo" en Ingresos y OIBDA a "crecimiento en torno al 4% y al 3%" respectivamente; CAPEX (ex espectro) sobre ventas de 14% sin cambios. Mantiene el dividendo de 2023 en 0,30€/acción. [Link a los resultados](#)

Los resultados baten ligeramente las expectativas. **En términos orgánicos, Ingresos (+3,3%) y OIBDA recurrente (+3,5%) mantienen crecimiento positivo por 9º trimestre consecutivo.** Aunque los ingresos desaceleran vs 1T23 (+3,3% vs +4,9% en términos orgánicos), el OIBDA mejora (+3,5% vs +1,1%). Por países, Ingresos y OIBDA en términos orgánicos: España +0,3% y -1,0% respectivamente; Alemania +4,4% y +2,8%; Brasil +7,6% y +11,1%; VMO2 +6,2% y +3,5%.

España (27% de los Ingresos y 31% del OIBDA) **sigue siendo el mercado con más presión competitiva del grupo, aunque el OIBDA modera su caída hasta -1,0%** (trimestres previos -1,7% en 1T23; -2,1% en 4T22; -2,8% en 3T22; -3,4% en 2T22; -4,9% en 1T22). Las subidas de tarifas aplicadas (+6,8% en enero) no compensan totalmente el incremento de los costes de plantilla (subida salarial de +7,8%) y de contenidos. **Se compensa con mayor fortaleza en el resto de los mercados clave del grupo, especialmente Brasil** (20% de los Ingresos y 26% del OIBDA) **y Alemania** (18% y 17% respectivamente). En UK, las sinergias en Virgin Media O2 aceleran, en Brasil continúa la incorporación de los clientes móviles y activos de Oi y en el resto de los mercados el entorno competitivo permanece estable. Con todo, **el Margen OIBDA retrocede -30pb en el trimestre hasta 31,0%**; acusa la presión inflacionista de costes, que solo es parcialmente compensada por mayores eficiencias operativas. **El BNA aumenta +44,5%** en el trimestre hasta 462 M€; incluye -15M€ de reestructuración en Latam y -250M€ de otros impactos no recurrentes. La Deuda Neta crece +2,6% en el año situando el **apalancamiento en 2,62x OIBDA** (vs 2,6x a diciembre 2022). El **Flujo de Caja Libre asciende a 842 M€ (+0,9%)** reflejando una mejora en el OIBDA-CAPEX y mayores dividendos recibidos de VMO2, parcialmente compensados por mayor pago de intereses y consumo de capital circulante que el grupo declara estacional.

Con un OIBDA creciente y CAPEX estable, las perspectivas de generación de Cash Flow Libre mejoran y permitirán una gradual reducción de la deuda, uno de los objetivos críticos del grupo. El grupo anuncia una **revisión estratégica 2023-2026** que comunicará en un Día del Inversor el 8 de noviembre. Hasta entonces, **mantenemos recomendación de Neutral y Precio Objetivo de 4,2€.**

Creemos que **las oportunidades y los riesgos están equilibrados.** Por el lado positivo, destacan el **nuevo foco en eficiencia de costes**, hasta ahora inferior a la de sus competidores, el **potencial de sinergias en Brasil y R. Unido**, y un objetivo de **menor intensidad de capital**; por el lado negativo, el **entorno competitivo se mantiene elevado en España**, aunque el aumento de precios aplicado en enero debería compensar el aumento de los costes salariales, y el **deterioro del frente empresarial en R. Unido**. La Deuda se mantiene elevada, aunque un 75% a tipo fijo y vencimiento medio de 13 años mitigan el impacto de mayores tipos de interés y el riesgo de rebaja de rating. Adicionales apoyos pueden venir de la mano de los Fondos de Recuperación Europeos para digitalización, nuevas operaciones corporativas y la recuperación del real brasileño (+7,9% en 2023).

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI'22-'27
Ingresos	48.422	43.076	39.277	39.993	40.397	40.725	41.057	41.395	41.737	1%
OIBDA	15.119	13.498	21.983	12.852	12.971	13.275	13.378	13.482	13.588	1%
Margen OIBDA	31,2%	31,3%	56,0%	32,1%	32,1%	32,6%	32,6%	32,6%	32,6%	
EBIT	4.537	4.139	13.586	4.056	4.732	5.269	5.565	5.829	6.063	8%
Margen EBIT	9,4%	9,6%	34,6%	10,1%	11,7%	12,9%	13,6%	14,1%	14,5%	
BAI	2.718	2.583	12.095	2.960	3.592	3.736	4.094	4.423	4.729	8%
BNA	1.142	1.582	8.137	2.011	2.336	2.430	2.663	2.877	3.075	7%
Tasa de variación interanual	-65,7%	38,5%	414,3%	-75,3%	16,2%	4,0%	9,6%	8,0%	6,9%	
Margen OIBDA-CAPEX	15,4%	17,4%	33,1%	17,1%	18,1%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Activo No Corriente	94.549	71.396	84.284	87.053	86.313	85.299	84.614	84.219	84.082
Activo Circulante	24.328	33.655	24.929	22.589	24.228	25.713	27.271	28.918	30.673
Total Activo	118.877	105.051	109.213	109.642	110.541	111.013	111.885	113.137	114.755
Fondos Propios	17.118	11.235	22.207	25.088	25.744	26.536	27.602	28.923	30.486
Minoritarios	8.332	7.025	6.477	6.620	8.034	8.356	9.156	9.892	10.576
Pasivo no corriente	19.948	16.377	19.744	19.775	19.199	19.647	20.115	20.602	21.110
Deuda financiera	52.364	50.420	42.295	39.079	37.706	36.649	35.516	34.287	32.945
Pasivo Corriente	21.115	19.994	18.490	19.080	19.858	19.825	19.496	19.432	19.638
Total Pasivo	118.877	105.051	109.213	109.642	110.541	111.013	111.885	113.137	114.755

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	VR
EBIT	4.056	4.732	5.269	5.565	5.829	6.063	
Impuesto sobre sociedades	-1.217	-1.420	-1.581	-1.670	-1.749	-1.819	
NOPAT	2.839	3.312	3.688	3.896	4.080	4.244	
Amortizaciones	8.796	8.239	8.006	7.812	7.654	7.525	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	-6.499	-6.156	-6.201	-6.248	-6.295	-6.343	
Variación de fondo de maniobra	-345	-1	23	23	24	24	
= CFL Operativo	4.791	5.395	5.515	5.483	5.462	5.450	47.835

WACC 7,7%

g 0,5%

EV 69.385 M€

- Deuda Neta -35.332 M€

- Minoritarios -6.620 M€

- Compromisos Pensiones -3.906 M€

EqV 23.527 M€

Nº acciones 5.601 M

Estimación DCF **4,2 €/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 4,2€ y nuestra recomendación en Neutral.

Matriz Sensibilidad

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

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)
11/05/2023	Neutral	4,2 €
24/02/2023	Neutral	4,2 €
10/11/2022	Neutral	4,2 €
02/08/2022	Comprar	5,0 €
12/05/2022	Comprar	5,3 €
08/03/2022	Neutral	4,5 €

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 Cabrero- Seguros
Cristina Valadas - Assistant Portugal

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

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