

Estabilización de las métricas operativas pero generación de Cash Flow Libre moderada por nuevo ciclo inversor.

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 4,5 €
Recomendación: Neutral
Analista: Elena Fernández-Tripiella

Datos Básicos (mercado)

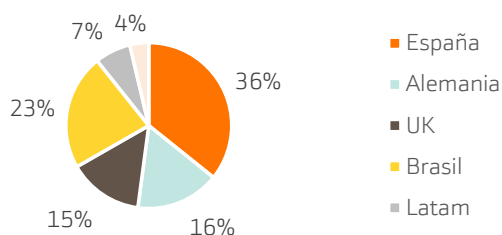
Capitalización (M €): 23.570 M€
 Último: 4,20 €/acc.
 Potencial: 8,3%
 N° Acciones(M.): 5.614 M acc.
 Min / Max (52 sem): 2,71€ / 4,32€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

Ev. Trimestre (M€)	3T21	3T20	Var. a/a	Est.
Ingresos	9.298	10.461	-11,1%	9.699
OIBDA Ordinario	3.034	2.672	13,5%	3.199
Margen OIBDA	32,6%	25,5%	+0,0p.p.	
EBIT	1.579	544	190,3%	744
BNA	706	-160	n.s.	511
OIBDA-CAPEX	2.556	1.326	92,8%	
Margen OIBDA-CAPEX	27,5%	12,7%	n.s.	

Ratios	2019	2020	2021e	2022e
PER	20,6 x	14,9 x	3,1 x	14,3 x
Rent. Dividendo	9,5%	9,5%	7,1%	7,1%
BPA (€/acc)	0,21	0,29	1,37	0,30
DPA (€/acc)	0,40	0,40	0,30	0,30
DN/FFPP	1,8x	2,3x	1,1x	1,0x
DN/OIBDA	3,0x	3,1x	1,5x	2,7x
ROE	6,5%	10,7%	32,5%	6,6%

Magnitudes (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Ingresos	48.422	43.076	39.208	37.285
OIBDA	15.119	13.498	22.818	12.096
Margen OIBDA	31,2%	31,3%	58,2%	32,4%
EBIT	4.537	4.139	14.603	4.198
BNA	1.142	1.582	7.558	1.649
OIBDA-CAPEX	6.335	7.511	16.937	6.503
Margen OIBDA-CAPEX	13,1%	17,4%	43,2%	17,4%
DFN	45.123	41.697	34.709	32.656
DFN/EBITDA	3,0	3,1	1,5	2,7

Desglose OIBDA 2020



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Los resultados 3T 2021 mantienen el crecimiento orgánico positivo iniciado en 2T 2021, pero la caída del OIBDA en España (-8,9%) empaña un desempeño aceptable del grupo, que muestra cierta aceleración de ingresos en el trimestre (+3,6% vs 3,4% en 2T 2021). Frente a otras telecom que han rebajado sus perspectivas, Telefónica mantiene las guías para el año que había mejorado el trimestre anterior: Ingresos y OIBDA "estables o con ligero crecimiento". La Deuda Financiera Neta se reduce con nuevas operaciones corporativas y generación de cash Flow libre hasta 33.000 M€ (-21% en el año) lo que aporta margen al grupo para normalizar el nivel de inversiones y dar sostenibilidad al dividendo. El grupo confirma la remuneración al accionista en 2021 (0,30€/acción) y anuncia una reducción del 1,65% del capital. A pesar del avance en el proceso de desalancamiento y la estabilización a nivel operativo, la incertidumbre acerca del desenlace de la subasta de derechos de La Liga de fútbol que tendrá lugar en diciembre será un freno para el valor. Con una rentabilidad por dividendo de ~10%, mantenemos recomendación de Neutral y P. Objetivo de 4,5€/acción en un escenario satisfactorio de retención de los derechos del fútbol.

Los resultados 3T 2021 batan ligeramente las expectativas y el grupo mantiene las guías del año que había elevado el trimestre anterior.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: **Ingresos 9.298M€** (-11,1% en términos reportados, **+3,6% orgánico**) vs. 8.872M€ (-15,2%) estimado; **OIBDA 3.034M€** (-13,7% reportado, **+1,6% orgánico**) vs. 3.201M€ estimado; **BNA 706M€** vs. 540M€ estimado. La Deuda Financiera neta se reduce -31,8% hasta 25.000M€ (vs 26.670M€ esperados). **Cash Flow Libre 869M€** vs 655 M€ esperado excluyendo las inversiones en espectro.

Los resultados batan ligeramente las estimaciones del consenso. Los ingresos (+3,6%) mantienen el crecimiento orgánico positivo iniciado en 2T 2021. En términos reportados descienden -11,1% principalmente por los cambios en el perímetro de consolidación (Telefónica UK, venta de las torres de Telxius y Costa Rica). El impacto por tipos de cambio no es relevante en el trimestre (-0,2 p.p.) a pesar de la depreciación del real brasileño (-6,5% en el trimestre). Por países: España (+0,4%), Brasil (+2,2%), Alemania (+5,1%). **El OIBDA (+1,6%) se estabiliza a pesar de la caída en España (-8,9%)**. Este mercado, que representa el 34% del OIBDA total, refleja un bajo crecimiento de ingresos por servicios y mayores costes de contenidos y de energía. **El Margen OIBDA - CAPEX, equivalente al cash Flow libre, se mantiene estable** (2.556 M€, -0,5%).

El grupo mantiene las guías para el año que ya elevó en el trimestre anterior: crecimiento de Ingresos y OIBDA "estable o ligero crecimiento" y normalización del CAPEX hasta 15% de las ventas. La ejecución de la JV entre O2 y Virgin Media en R. Unido y la venta de torres a Telxius en España y Latam reducen la Deuda Neta en 11.600 M€ y genera plusvalías de 7.400 M€. Esto aporta margen al grupo para **normalizar el nivel de inversiones y dar sostenibilidad al dividendo en un entorno de estabilización de las métricas operativas**. El grupo confirma la remuneración al accionista en 2021 (**0,30€/acción**) y propondrá una **reducción del 1,65% del capital**.

Valoramos positivamente el **crecimiento positivo de ingresos y OIBDA, la reducción significativa de la deuda** que aleja el riesgo a una rebaja del rating y da sostenibilidad al dividendo (rentabilidad del 10%). La compra de espectro para 5G se desarrolla sin primas excesivas y fortalece el posicionamiento del grupo en los mercados clave. Se mantiene la **opcionalidad de aflorar valor** mediante la venta parcial de activos. Por el lado negativo, el **potencial de crecimiento estructural es reducido, la competencia elevada y el grupo afronta un nuevo ciclo inversor** para el despliegue del 5G. La exposición a divisas latinoamericanas aumenta el perfil de riesgo del grupo. Un riesgo adicional es la próxima subasta de los derechos de la Liga de fútbol para el periodo 2022-2025 que tendrá lugar el 13 de diciembre. La oferta de este contenido ha sido clave para el liderazgo de Telefónica en España (49% de los ingresos, 56% del OIBDA y 69% del Cash Flow libre del sector en 2020). Un desenlace desfavorable podría resultar en una pérdida de clientes y una reducción del consumo medio por cliente (ARPU) desde ~90€/mes hacia la media de ~60€/mes que no se compensaría por el ahorro en la adquisición de los derechos. Telefónica mantiene la cautela pero anticipa la retención de derechos y un entorno deflacionista.

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Ingresos	48.693	48.422	43.076	39.208	37.285	35.956	36.180	36.407	36.638
OIBDA	15.571	15.119	13.498	22.818	12.096	11.697	11.764	11.835	11.904
Margen OIBDA	32,0%	31,2%	31,3%	58,2%	32,4%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%
EBIT	6.522	4.537	4.139	14.603	4.198	4.100	4.420	4.703	4.950
Margen EBIT	13,4%	9,4%	9,6%	37,2%	11,3%	11,4%	12,2%	12,9%	13,5%
BAI	5.571	2.718	2.583	13.233	2.972	2.962	3.320	3.458	3.705
BNA	3.331	1.142	1.582	7.558	1.649	1.598	1.792	1.866	1.999
Tasa de variación interanual	#iREF!	-65,7%	38,5%	377,8%	-78,2%	-3,1%	12,1%	4,2%	7,1%
Margen OIBDA-CAPEX	13,5%	10,0%	17,4%	43,2%	17,4%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%

Resumen Balance de Situación

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Act No Corriente	90.707	94.549	71.396	84.014	81.237	78.614	77.005	75.690	74.627
Act Circulante	23.340	24.328	33.655	29.596	30.578	32.371	33.727	33.809	34.813
Total Activo	114.047	118.877	105.051	113.610	111.815	110.985	110.732	109.498	109.441
FFPP	17.947	17.118	11.235	23.362	23.353	23.321	23.482	23.717	24.085
Minoritarios	9.033	8.332	7.025	9.237	9.422	10.560	10.560	11.836	12.680
Pasivo no corriente	12.084	14.322	12.338	12.558	11.942	11.356	11.427	11.499	11.572
Deuda financiera	54.702	59.590	55.714	53.328	52.906	51.867	51.239	47.390	47.041
Pasivo Corriente	20.281	19.515	18.739	15.125	14.192	13.881	14.024	15.056	14.062
Total Pasivo	114.047	118.877	105.051	113.610	111.815	110.985	110.732	109.499	109.442

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
EBIT	6.791	6.522	4.537	4.139	14.603	4.198	4.100	
Impuesto sobre sociedades	-2.037	-1.957	-1.361	-1.242	-4.381	-1.259	-1.230	
NOPAT	4.754	4.565	3.176	2.897	10.222	2.939	2.870	
Amortizaciones	9.359	8.215	7.898	7.597	7.344	7.132	6.954	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	-5.987	-5.881	-5.593	-5.393	-5.427	-5.461	-5.496	
Variación de fondo de maniobra	-448	56	175	-68	11	12	12	
= CFL Operativo	7.678	6.955	5.655	5.033	12.151	4.621	4.340	62.503

WACC 7,6%
g 0,25%

EV 67.740 M€
- Deuda Neta -32.941 M€
- Minoritarios -9.237 M€
EqV 25.527 M€
Nº acciones 5.614 M
Estimación DCF **4,5 €/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 4,5€ y nuestra recomendación en Neutral.

Matriz Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)				
	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
6,89%	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4
7,14%	4,8	5,1	5,3	5,6	5,9
7,39%	4,5	4,7	4,9	5,2	5,5
7,64%	4,1	4,3	4,5	4,8	5,0
7,89%	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6
8,14%	3,5	3,7	3,8	4,0	4,3
8,39%	3,2	3,4	3,5	3,7	3,9

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

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

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo	(€/acción)
07/09/2021	Neutral		4,5
20/05/2021	Comprar		4,4
26/02/2021	Neutral		4,0
29/10/2020	Neutral		4,2

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

▪ Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

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

▪ 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

▪ La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

▪ Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms

Eduardo Cabero - Seguros

Filipe Aires - Químicas & Papel

Susana André - Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

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

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

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid