

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

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 20.395 M€
 Último: 3,65 €/acc.
 Nº Acciones(M.): 5.588 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,24 / 5,064€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

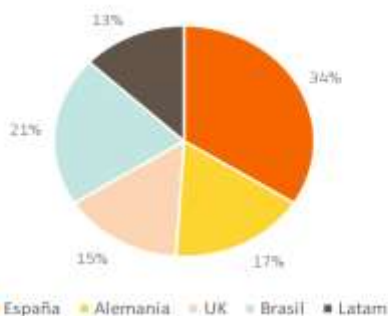
Ev. Trimestre (M€)	3T22	3T21	Var. a/a ¹	Est.
Ingresos	10.343	9.298	3,8%	9.995
OIBDA	3.249	3.734	n.s.	3.193
OIBDA Ordinario	3.293	3.034	3,1%	
Margen OIBDA	31,8%	32,6%	-0,8p.p.	
BNA	460	706	n.s.	391
OIBDA-CAPEX	1.910	869	n.s.	1.786
Margen OIBDA-CAPEX	18,5%	9,3%	n.s.	

¹Crecimiento orgánico

Ratios	2020	2021	2022e	2023e
PER	12,9 x	2,5 x	10,4 x	9,3 x
EV/EBITDA	4,2 x	2,6 x	4,5 x	4,4 x
Rent. Dividendo	11,0%	8,2%	8,2%	8,2%
BPA (€/acc)	0,27	1,42	0,35	0,40
DPA (€/acc)	0,40	0,30	0,30	0,30
DN/OIBDA	3,1x	2,8x	2,9x	3,1x
ROE	10,7%	37,4%	7,1%	7,5%

Magnitudes (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Ingresos	43.076	39.277	39.160	39.871
OIBDA	13.498	21.983	12.538	12.811
Margen OIBDA	31,3%	56,0%	32,0%	32,1%
EBIT	4.139	13.586	4.106	4.484
BNA	1.582	8.137	1.967	2.159
OIBDA-CAPEX	7.511	13.012	6.664	6.830
Margen OIBDA-CAPEX	17,4%	33,1%	17,0%	17,1%
DFN	41.697	35.830	36.624	39.338

Desglose OIBDA 2021



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 4,2 €
 Potencial: +16,1%
 Recomendación: Neutral
 Analista: Elena Fernández-Trapiella

Los resultados 3T 2022 baten las expectativas. En términos orgánicos, Ingresos (+3,8%) y OIBDA (+3,1%) mantienen crecimiento positivo por 6º trimestre consecutivo. Los resultados sitúan al grupo en posición para cumplir los objetivos del año. En 4T 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. 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, 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. La Deuda se mantiene elevada, aunque un 74% a tipo fijo y vencimiento medio de 13 años mitigan el impacto de mayores tipos de interés. Adicionales apoyos pueden venir de la mano de los Fondos de Recuperación Europeos para digitalización, nuevas operaciones corporativas y la recuperación del real brasileño (+2,0% en lo que va de trimestre). A pesar de una elevada rentabilidad por dividendo (8,3%), la generación orgánica de Cash Flow libre se modera en un entorno de presión de costes y desaceleración económica, dificultando el triple objetivo de reducción de deuda, inversión y remuneración al accionista. **Rebajamos la recomendación a Neutral y el Precio Objetivo a 4,2€ (vs 5,0€ anterior).**

Los resultados 3T 2022 baten las estimaciones y mantiene las guías del año.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 10.343M€ (+11,2% en términos reportados, +3,8% orgánico) vs 9.995M€ estimado (+7,5%); OIBDA recurrente 3.293M€ (+8,5% reportado, +3,1% orgánico) vs 3.193M€ estimado; Margen OIBDA 31,8% vs 31,9% estimado, BNA 460M€ vs. 391M€ estimado. Cash Flow Libre 1.125M€ vs 1.786M€ esperado. Deuda Financiera Neta 28.918M€ vs 28.410M€ estimado (vs 28.817M€ en junio y 26.000M€ a diciembre 2021). **Mantiene los objetivos para 2022** que elevó en el anterior trimestre: "crecimiento de un dígito alto" de Ingresos (vs "bajo" anterior) y "crecimiento de un dígito medio-alto" de OIBDA (vs "bajo" previo). El grupo anuncia que pagará el primer dividendo con cargo a 2022 el 15 de diciembre: 0,15€/acción, que supone una rentabilidad de 4,2%.

Los resultados baten las expectativas. En términos orgánicos, Ingresos (+3,8%) y OIBDA (+3,1%) mantienen crecimiento positivo por 6º trimestre consecutivo, aunque desaceleran vs 2T 2022 (+5,2% y +3,4% respectivamente). Por países, Ingresos y OIBDA en términos orgánicos: España +0,2% y -2,8% respectivamente; Alemania +6,0% y +4,2%; Brasil +10,6% y +12,3%; VMO2 -0,6% y +8,1%. Los resultados acercan el cumplimiento de los objetivos para 2022, que el grupo revisó al alza en el 2T 2022. España sigue siendo el mercado con más presión competitiva del grupo lo que resulta en una nueva caída de OIBDA (aunque menor que en los trimestres previos -4,9% en 1T y -3,4% en 2T) reflejando menores costes de plantilla y de contenidos. Se compensa con mayor fortaleza en el resto de los mercados clave del grupo. 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 -80pb hasta 31,8%; acusa la presión inflacionista de costes, que solo es parcialmente compensada por mayores eficiencias operativas. A nivel reportado, la apreciación de real brasileño (+16,3% en el año; +3,7% en 3T) contribuye en +494M€ en Ingresos (+27,4%) y +188M€ en OIBDA (+16,2%).

La Deuda Neta aumenta ligeramente en el trimestre, aunque eventos posteriores al cierre, como la devolución de 1.300 M€ de impuestos, la situarían en 26.700 M€ vs 26.000 M€ en 2021; sitúa el apalancamiento en 2,9x OIBDA (vs 2,8x en 2021).

Los resultados sitúan al grupo en posición para cumplir los objetivos del año. En 4T 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. 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, 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. La Deuda se mantiene elevada, aunque un 74% a tipo fijo y vencimiento medio de 13 años mitigan el impacto negativo de mayores tipos de interés. Adicionales apoyos pueden venir de la mano de los Fondos de Recuperación Europeos para digitalización y la recuperación del real brasileño (+2,0% en lo que va de trimestre).

Los catalizadores disminuyen. A pesar de una elevada rentabilidad por dividendo (8,3%), la generación orgánica de Cash Flow libre (+0,9% en los 9 primeros meses de 2022) se modera en un entorno de presión de costes y desaceleración económica, lo que dificulta el triple objetivo de reducción de deuda, inversión en innovación y fuentes de crecimiento futuro y remuneración al accionista. **Rebajamos la recomendación a Neutral y el Precio Objetivo a 4,2€**

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	39.160	39.871	40.188	40.510	40.836	1%
OIBDA	15.571	15.119	13.498	21.983	12.538	12.811	13.108	13.208	13.309	-10%
<i>Margen OIBDA</i>	32,0%	31,2%	31,3%	56,0%	32,0%	32,1%	32,6%	32,6%	32,6%	
EBIT	6.522	4.537	4.139	13.586	4.106	4.484	4.471	4.821	5.127	-18%
<i>Margen EBIT</i>	13,4%	9,4%	9,6%	34,6%	10,5%	11,2%	11,1%	11,9%	12,6%	
BAI	5.571	2.718	2.583	12.095	2.996	3.288	3.320	3.740	4.479	-18%
BNA	3.331	1.142	1.582	8.137	1.967	2.159	2.180	2.455	2.941	-18%
<i>Tasa de variación interanual</i>	6,4%	-65,7%	38,5%	414,3%	-75,8%	9,7%	1,0%	12,6%	19,8%	
<i>Margen OIBDA-CAPEX</i>	14,3%	15,4%	17,4%	33,1%	17,0%	17,1%	17,6%	17,6%	17,6%	

*: 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	87.989	87.271	86.344	85.768
Activo Circulante	23.340	24.328	33.655	24.929	23.149	18.813	20.660	22.570	25.055
Total Activo	114.047	118.877	105.051	109.213	111.266	106.802	107.932	108.913	110.823
Fondos Propios	17.947	17.118	11.235	22.207	24.681	25.205	25.792	26.696	28.128
Minoritarios	9.033	8.332	7.025	6.477	7.149	7.845	7.922	8.923	10.687
Pasivo no corriente	12.084	19.948	16.377	19.744	20.511	17.434	17.642	17.854	18.070
Deuda financiera	54.702	52.364	50.420	42.295	40.463	39.513	37.840	36.107	33.801
Pasivo Corriente	20.281	21.115	19.994	18.490	18.462	16.805	18.735	19.333	20.138
Total Pasivo	114.047	118.877	105.051	109.213	111.266	106.802	107.932	108.913	110.823

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2024e	2024e	VR
EBIT	13.586	4.106	4.484	4.471	4.821	5.127	
Impuesto sobre sociedades	-4.076	-1.232	-1.345	-1.341	-1.446	-1.538	
NOPAT	9.510	2.874	3.139	3.130	3.375	3.589	
Amortizaciones	8.397	8.431	8.327	8.637	8.387	8.183	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	3.089	-6.374	-6.481	-6.528	-6.576	-6.624	
Variación de fondo de maniobra	1.503	-565	-416	17	18	18	
= CFL Operativo	22.499	4.367	4.569	5.256	5.203	5.165	49.238

WACC 7,7%
g 0,5%

EV 70.006 M€
- Deuda Neta -35.830 M€
- Minoritarios -6.477 M€
- Compromisos Pensiones -4.617 M€
EqV 23.082 M€
Nº acciones 5.448 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 Comprar.

Matriz Sensibilidad

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

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)
02/08/2022	Comprar	5,0 €
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 €

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

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