

*Rentabilidad por dividendo elevada y sostenible.
Movimientos accionariales favorables.*

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 4,2 €
Potencial: +12,6%
Recomendación: Comprar
Analista: Elena Fernández-Traipiella

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 21.028 M€
Último: 3,71 €/acc.
Nº Acciones(M.): 5.674 M acc.
Min / Max (52 sem): 3,218 / 4,147€
Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

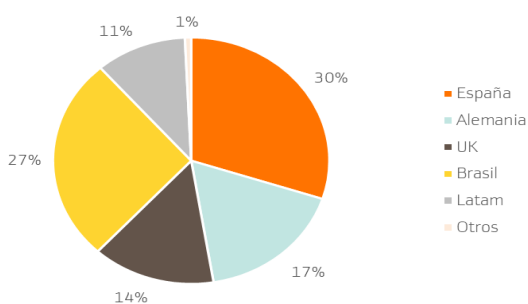
Ev. Trimestre (M€)	3T23	3T22	Var. a/a ¹	Est.
Ingresos	10.321	10.343	2,5%	10.298
OIBDA	3.342	3.293	3,0%	3.259
Margen OIBDA	32,4%	31,8%	0,9p.p.	
BNA	502	460	n.d.	345
OIBDA-CAPEX	2.111	1.910	10,5%	
Margen OIBDA-CAPEX	20,5%	18,5%		
Deuda Neta	26.537	28.918	-8,2%	26.660

¹Crecimiento orgánico

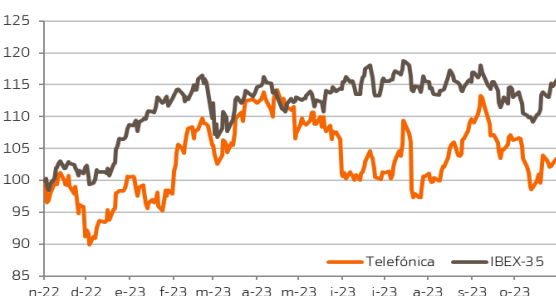
Ratios	2021	2022	2023e	2024e
PER	2,7 x	9,7 x	8,8 x	8,4 x
EV/EBITDA	2,6 x	4,4 x	4,2 x	3,9 x
Rent. Dividendo	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
BPA (€/acc)	1,42	0,35	0,42	0,45
DPA (€/acc)	0,30	0,30	0,30	0,30
DN/OIBDA	2,8x	2,7x	2,5x	2,3x
ROE	37,4%	7,3%	8,1%	8,2%

Magnitudes (M€)	2021	2022	2023e	2024e
Ingresos	39.277	39.993	40.663	41.090
OIBDA	21.983	12.852	13.052	13.388
Margen OIBDA	56,0%	32,1%	32,1%	32,6%
EBIT	13.586	4.056	4.808	5.371
BNA	8.137	2.011	2.386	2.489
OIBDA-CAPEX	13.012	6.853	7.359	7.635
Margen OIBDA-CAPEX	33,1%	17,1%	18,1%	18,6%
DFN	35.830	35.332	33.239	31.263

Desglose OIBDA 2022



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Bajo el lema GPS (**G**rowth, **P**rofitability and **S**ustainability) Telefónica celebra un Día del Inversor en el que presentó su **Plan Estratégico 2023/2026**. Los objetivos de crecimiento del negocio típico son débiles en un contexto de inflación elevada e incertidumbre en cuanto al desenlace de los movimientos corporativos en España, pero el pico del esfuerzo inversor queda atrás y permite una aceleración de la generación de Cash Flow Libre. Esto refuerza el compromiso de un dividendo de 0,30€ anual durante el periodo, manteniendo el nivel de endeudamiento estable o ligeramente a la baja, lo que reduce el riesgo de recorte del rating crediticio. Los motivos que sustentan nuestra recomendación de Compra son: (i) una rentabilidad por dividendo elevada (8,1%) y sostenible, que compara con una inflación del ~4%/3% y un bono español <4%. (ii) La reciente entrada del operador de telecomunicaciones saudí STC en el capital de Telefónica con una participación del 9,9% a un coste de adquisición de 3,69€/acción genera un "suelo informal" para la cotización. En el caso de que este soporte se rompiera de manera estructural (no coyuntural) por algún motivo fundamental, cambiaríamos nuestra recomendación a Vender. Los resultados 3T 2023 baten ligeramente las estimaciones y sitúan al grupo en posición de cumplir las guías del año de crecimiento de Ingresos de ~+4% y ~+3% en OIBDA.

Los resultados 3T23 baten ligeramente las estimaciones. Plan Estratégico 2023/2026.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: **Ingresos 10.321M€** (-0,2% en términos reportados, **+2,5% orgánico**) vs 10.298M€ estimado (-0,4%); **OIBDA Recurrente 3.342M€** (+1,5% reportado, **+3,0% orgánico**) vs 3.259M€ estimado; **Margen OIBDA 32,3%** vs 31,6% estimado BNA 502M€ (+9,3%) vs 345M€. **Cash Flow Libre 1.130M€ (+0,4%)** vs 1.654M€. Deuda Neta 26.537M€ vs 26.660M€ esperado (vs 27.479M€ en 2T 2023). [Link a los resultados](#)

Los resultados sitúan al grupo en posición de cumplir las guías del año de Ingresos ~+4% y OIBDA ~+3%. Destacan en positivo el desempeño en **Brasil** (Ingresos +7,5%; OIBDA +11,6%) y **Alemania** (+2,2% y +3,6% respectivamente) así como la mejora del **Margen OIBDA** (+90pb hasta 32,3%). **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 -0,5% (vs -1,0% en 2T23).

En su primer Día del Inversor en 12 años, **Telefónica expuso sus líneas estratégicas para el periodo 2023/2026**. Los objetivos se resumen en: (i) Crecimiento TAMI (tasa anual media de incremento) de Ingresos de +1%, EBITDA +2%, EBITDA - CAPEX +5%, FCF +10%. (ii) Disminución de 2pp del CAPEX sobre ventas (<12% en 2026 vs 14% actual). (iii) Reducción de Deuda Neta sobre EBITDA hasta 2,2x/2,5x en 2026 (vs 2,7x actual) (iv) Compromiso de dividendo de 0,3€/acción. [Link a la Presentación](#)

Los objetivos de crecimiento del negocio típico son débiles en un contexto de inflación elevada, y no están exentos de cierta incertidumbre ante los posibles desenlaces de los movimientos corporativos recientes en el mercado español. La **fusión Orange/Masmovil**, pendiente de aprobación por parte de la Comisión Europea, y la reciente **oferta de Zegona por Vodafone España** podrían impedir una estabilización del entorno competitivo y resultar en una pérdida de ingresos mayoristas para Telefónica. La imposición por parte de la CE de "remedios" severos a la fusión Orange/Masmovil, implicaría la venta de activos (espectro, red, clientes) a Digi, reforzando su posición competitiva y Telefónica España podría perder a Digi como cliente mayorista en septiembre 2026 (-350 M€/año; 2,8% de Ingresos).

Però el **pico del esfuerzo inversor queda atrás y permite una aceleración de la generación de Cash Flow Libre**. La compra de espectro para 5G ya se ha efectuado en todos los mercados clave, salvo en Alemania donde la subasta se retrasa, y el despliegue de red de fibra se aproxima al objetivo del cobertura (60% vs 90% en términos de población cubierta). El cierre de la red de cobre en España en 2024 y mejoras de eficiencia (digitalización de procesos, reducción de plantilla y de consumo energético) aumentan el **apalancamiento operativo**, que permite un mayor crecimiento del OIBDA. Esto refuerza el **compromiso de un dividendo de 0,30€ anual durante el periodo, manteniendo el nivel de endeudamiento estable o ligeramente a la baja**, lo que reduce el riesgo de recorte del rating crediticio.

Los motivos que sustentan nuestra recomendación de compra son: (i) una rentabilidad por dividendo elevada (8,2%) y sostenible, que compara con una inflación del ~4%/3% y un bono español a 3,65%. Esta rentabilidad resulta en un *payback* (periodo de tiempo en el que se recupera la inversión) de 12 años. (ii) La reciente entrada del operador de telecomunicaciones saudí STC en el capital de Telefónica con una participación del 9,9% a un coste de adquisición de 3,69€/acción genera un "suelo informal" para la cotización, nivel en el que se encuentra ahora. En el caso de que este soporte se rompiera de manera estructural (no coyuntural) por algún motivo fundamental, cambiaríamos nuestra recomendación a Vender.

Los **múltiplos de cotización (PER 2024 9x, EV/EBITDA 4x)** son atractivos en términos relativos a sus competidores aun teniendo en cuenta el mayor perfil de riesgo de Telefónica (mayor exposición a variación de tipos de cambio, mayor endeudamiento) pero el valor puede verse frenado hasta que no se clarifique el escenario de consolidación en el mercado español.

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021	2022	2023e	Comprar	2025e	2026e	2027e	TAMI'22-'27
Ingresos	48.422	43.076	39.277	39.993	40.663	41.090	41.525	41.971	42.426	1%
OIBDA	15.119	13.498	21.983	12.852	13.052	13.388	13.523	13.661	13.802	1%
Margen OIBDA	31,2%	31,3%	56,0%	32,1%	32,1%	32,6%	32,6%	32,5%	32,5%	
EBIT	4.537	4.139	13.586	4.056	4.808	5.371	5.692	5.980	6.241	8%
Margen EBIT	9,4%	9,6%	34,6%	10,1%	11,8%	13,1%	13,7%	14,2%	14,7%	
BAI	2.718	2.583	12.095	2.960	3.668	3.826	4.204	4.554	4.881	9%
BNA	1.142	1.582	8.137	2.011	2.386	2.489	2.735	2.962	3.175	8%
Tasa de variación interanual	-65,7%	38,5%	414,3%	-75,3%	18,6%	4,3%	9,9%	8,3%	7,2%	
Margen OIBDA-CAPEX	15,4%	17,4%	33,1%	17,1%	18,1%	18,6%	18,6%	18,5%	18,5%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021	2022	2023e	Comprar	2025e	2026e	2027e
Activo No Corriente	94.549	71.396	84.284	87.053	86.437	85.501	84.903	84.605	84.575
Activo Circulante	24.328	33.655	24.929	22.589	24.342	25.860	27.455	29.146	30.951
Total Activo	118.877	105.051	109.213	109.642	110.779	111.361	112.358	113.751	115.525
Fondos Propios	17.118	11.235	22.207	25.088	25.772	26.600	27.716	29.101	30.740
Minoritarios	8.332	7.025	6.477	6.620	8.204	8.557	9.403	10.185	10.917
Pasivo no corriente	19.948	16.377	19.744	19.775	19.243	19.721	20.219	20.739	21.280
Deuda financiera	52.364	50.420	42.295	39.079	37.952	36.992	35.953	34.815	33.560
Pasivo Corriente	21.115	19.994	18.490	19.080	19.631	19.536	19.136	19.006	19.153
Total Pasivo	118.877	105.051	109.213	109.642	110.801	111.406	112.428	113.846	115.651

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	VR
EBIT	4.056	4.808	5.371	5.692	5.980	6.241	
Impuesto sobre sociedades	-1.217	-1.442	-1.611	-1.708	-1.794	-1.872	
NOPAT	2.839	3.366	3.760	3.984	4.186	4.368	
Amortizaciones	8.796	8.244	8.017	7.831	7.681	7.562	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	-6.499	-6.193	-6.253	-6.314	-6.376	-6.440	
Variación de fondo de maniobra	-345	17	30	30	31	32	
= CFL Operativo	4.791	5.434	5.554	5.532	5.522	5.522	45.873

WACC 8,0%

g 0,5%

EV 67.459 M€

- Deuda Neta -33.239 M€

- Minoritarios -6.620 M€

- Compromisos Pensiones -3.906 M€

EqV 23.694 M€

Nº acciones 5.674 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%
7,2%	4,9	5,2	5,6	5,9	6,4
7,5%	4,4	4,7	5,1	5,4	5,8
7,7%	4,0	4,3	4,6	4,9	5,3
8,0%	3,6	3,9	4,2	4,5	4,8
8,2%	3,3	3,5	3,8	4,1	4,3
8,5%	2,9	3,2	3,4	3,7	3,9
8,7%	2,6	2,8	3,0	3,3	3,5

Todos nuestros informes disponibles en:

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

www.bankinter.com

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

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
06/09/2023	Comprar	4,2 €
01/08/2023	Neutral	4,2 €
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 €

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
Tiago Brito - 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