

Menor esfuerzo inversor impulsa la generación de Cash Flow Libre. Rentabilidad por dividendo elevada y sostenible.

TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 4,2 € Potencial: +11,6%
 Recomendación: Comprar
 Analista: Elena Fernández-Traipiella

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 21.255 M€
 Cierre (22.02.2024): 3,75 €/acc.
 Nº Acciones(M.): 5.668 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,218 / 4,147€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM
 Evolución 2024: +6,1%

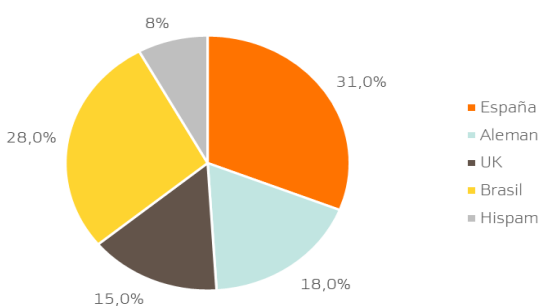
Ev. Trimestre (M€)	4T23	4T22	Var. a/a ¹	Est.
Ingresos	10.153	10.200	4,1%	10.153
OIBDA	1.795	3.259		
OIBDA Recurrente	3.473	3.419	4,5%	3.333
Margen OIBDA	34,2%	33,5%	0,8p.p.	
BNA	-2.154	525	n.d.	-789
OIBDA-CAPEX	1.900	1.601	18,7%	
Margen OIBDA-CAPEX	18,7%	15,7%		
Deuda Neta	27.349	26.687	2,5%	27.130

¹Crecimiento orgánico

Ratios	2022	2023	2024e	2025e
PER	9,7 x	10,1 x	11,2 x	10,1 x
EV/EBITDA	3,6 x	4,2 x	3,7 x	3,5 x
Rent. Dividendo	8,9%	8,5%	8,0%	8,0%
BPA (€/acc)	0,35	-0,16	0,33	0,37
DPA (€/acc)	0,30	0,30	0,30	0,30
DN/OIBDA	2,7x	3,2x	2,8x	2,7x
ROE	7,3%	-2,1%	7,6%	8,0%

Magnitudes (M€)	2022	2023	2024e	2025e
Ingresos	39.993	40.652	41.091	41.540
OIBDA	12.852	11.390	12.977	13.112
Margen OIBDA	32,1%	28,0%	31,6%	31,6%
EBIT	4.056	2.593	4.163	4.393
BNA	2.011	-892	1.841	1.992
OIBDA-CAPEX	7.525	7.104	7.635	7.919
Margen OIBDA-CAPEX	18,8%	17,5%	18,6%	19,1%
DFN	35.332	36.586	36.029	35.248

Desglose OIBDA 2023



Evolución bursátil últimos 12 meses



El negocio subyacente muestra solidez, pero obtiene BNA negativo en 2023 por impactos extraordinarios en VMO2 y reestructuración en España. Excluyendo estos impactos, el BNA ordinario asciende a 2.369 M€ (+17,1%). Con crecimientos orgánicos de +3,7% en Ingresos y +3,1% en OIBDA, el grupo cumple las guías del año y en el 4T23 gana tracción. Tras 5 años de crecimientos de Ingresos planos/negativos (media -1%), Telefónica España da señales de estabilización. Ahorros en costes de personal tras el ajuste efectuado (-12% plantilla) y el cierre de la red de cobre en abril, junto con aumentos de precios en 1T24 darán soporte a la recuperación. Alemania, donde el grupo se ha hecho con el 94% del capital de Telefónica Deutschland (vs 79% antes de la OPA), mantiene un buen desempeño, y en Brasil, el EBITDA-CAPEX alcanza máximos históricos. Los resultados cumplen los objetivos del Plan Estratégico 2023/2026 presentado en noviembre. Éste presenta unos objetivos de crecimiento del negocio típico moderados, 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 (rentabilidad de 8,2%), manteniendo el nivel de endeudamiento estable o ligeramente a la baja. La fusión Orange/Másmóvil se aprueba según lo previsto y no introduce cambios en el Plan Estratégico. Reiteramos recomendación de Comprar y P. Objetivo de 4,2€.

2023: BNA negativo por impactos extraordinarios en VMO2 y España, pero el negocio subyacente muestra solidez.

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 40.652M€ (+1,6% en términos reportados, +3,7% orgánico) vs. 40.630M€ estimado (+1,6%); OIBDA Recurrente 13.121M€ (+1,4% reportado, +3,1% orgánico) vs. 12.998M€ estimado (+0,9%); Margen OIBDA 32,9% vs. 32,0% estimado, BNA -892M€ vs. 1.367M€ estimado. Cash Flow Libre 3.988M€ vs 3.815 M€ esperado. Deuda Financiera Neta 27.349M€ vs 27.130 M€ esperado (vs 26.687M€ a diciembre 2022). Mantiene el dividendo de 2023 en 0,30€/acción y amortizará un 1,4% del capital. En el 4T 2023: Ingresos 10.153 M€ (-0,5% en términos reportados, +4,1% orgánico) vs 10.088M€ (-1,1%) esperado; OIBDA recurrente 3.473M€ (+1,6% en términos reportados, +4,5% orgánico) vs 3.333 M€ esperado; BNA -2.154M€ vs -789 M€ esperado. OIBDA por países: España -138M€ vs -119M€ esperado; Alemania 691M€ vs 685M€; Brasil 1.128M€ vs 1.120M€. Los objetivos para 2024 son crecimiento de Ingresos +1%, OIBDA +1%/2%, OIBDA - CAPEX +1%/+2%, CAPEX/Ingresos 13%, Cash Flow Libre >10%. [Link a los resultados.](#)

Con crecimientos orgánicos de +3,7% en Ingresos y +3,1% en OIBDA, el grupo cumple las guías del año de crecimiento de Ingresos de ~+4% y ~+3% en OIBDA. En el trimestre, Ingresos (+4,1%) y OIBDA recurrente (+4,5%) mantienen crecimiento positivo por 11º trimestre consecutivo y aceleran vs 3T23 (+2,5% y +3,5% respectivamente). Por países, Ingresos y OIBDA en términos orgánicos: España +1,3% y +3,3% respectivamente; Alemania +4,7% y +4,6%; Brasil +8,4% y +6,9%; VMO2 +5,2% y +3,7%. España revierte la caída de OIBDA de los trimestres previos mostrando señales de estabilización (+3,3% en 4T23 vs -1,3% medio en los 4 trimestres anteriores). Las subidas de tarifas aplicadas y mejoras de eficiencia compensan el incremento de los costes de personal (subida salarial de +7,8%) y de contenidos. En 2024, nuevas subidas de tarifas a partir de enero y nuevas medidas de ahorro deberán mantener la mejora. La reducción de plantilla (-12% del total) a partir de marzo generará ahorros de 200 M€ en 2024 y 285 M€ a partir de 2025 y el cierre de la red de cobre en abril 2024 también conllevará reducción de costes. Brasil mantiene crecimientos superiores a la inflación (Ingresos +6,9%; OIBDA +8,9% en 4T23 vs IPC 4,5%). Elevado ARPU y eficiencia operativa mantienen los márgenes en niveles elevados. Alemania mantiene crecimientos saludables en clientes y consumo (Ingresos +4,6%; OIBDA +3,7% en 4T23). En R. Unido, VMO2 muestra un desempeño operativo satisfactorio (Ingresos +3,7%; OIBDA +10,6% en 4T23), pero el grupo se anota un impacto negativo de 1.800 M€ por deterioro de valoración por la elevación de la tasa de descuento (de 7,3% hasta 7,5%).

Éste ajuste junto con un coste neto de reestructuración de plantilla en España de 1.200 M€ resulta en pérdidas de -1.929 M€ en 4T23. Pero el negocio subyacente da señales de solidez: España se estabiliza, los crecimientos orgánicos de Ingresos y OIBDA ganan tracción y el Margen OIBDA subyacente aumenta +1 p.p. hasta 19% debido a mejoras de eficiencia.

La Deuda Neta refleja el desembolso por la OPA sobre Telefónica Deutschland, la compra de espectro y el repago de deuda híbrida; en el año crece +2,5% hasta 28.000 M€, situando el apalancamiento en 2,7x OIBDA (vs 2,5x a diciembre 2022). El 80% de la Deuda es a tipo fijo y con un vencimiento medio de 11,6 años.

Los resultados cumplen los objetivos del Plan Estratégico 2023/2026 presentado en noviembre. Éste presenta unos objetivos de crecimiento del negocio típico moderados, pero el pico del esfuerzo inversor queda atrás y permite una aceleración de la generación de Cash Flow Libre. El despliegue de 5G alcanza una cobertura del 62% en los mercados clave (Alemania 94%, España 87%) y tras un pico de CAPEX sobre Ingresos del 17% en 2017, éste desciende hasta 13,3% en 2023 y <12% en 2026. Esto refuerza el compromiso de un dividendo de 0,30€ anual durante el periodo (rentabilidad de 8,2%), manteniendo el nivel de endeudamiento estable o ligeramente a la baja, lo que reduce el riesgo de recorte del rating crediticio. Reiteramos recomendación de Comprar y Precio Objetivo de 4,2€.

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TAMI'22-'28
Ingresos	43.076	39.277	39.993	40.652	41.091	41.540	41.999	42.468	42.948	1%
OIBDA	13.498	21.983	12.852	11.390	12.977	13.112	13.250	13.390	13.534	1%
Margen OIBDA	31,3%	56,0%	32,1%	28,0%	31,6%	31,6%	31,5%	31,5%	31,5%	
EBIT	4.139	13.586	4.056	2.593	4.163	4.393	4.615	4.817	4.989	4%
Margen EBIT	9,6%	34,6%	10,1%	6,4%	10,1%	10,6%	11,0%	11,3%	11,6%	
BAI	2.583	12.095	2.960	-1.473	2.822	3.053	3.276	3.481	3.656	4%
BNA	1.582	8.137	2.011	-892	1.841	1.992	2.138	2.271	2.386	3%
Tasa de variación interanual	38,5%	414,3%	-75,3%	-144,4%	-306,4%	8,2%	7,3%	6,2%	5,0%	
Margen OIBDA-CAPEX	17,4%	33,1%	18,8%	17,5%	18,6%	19,1%	19,5%	19,5%	19,5%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Activo No Corriente	71.396	84.284	87.053	83.568	83.459	83.402	83.446	83.679	84.165
Activo Circulante	33.655	24.929	22.589	20.756	22.336	23.835	25.537	27.246	28.974
Total Activo	105.051	109.213	109.642	104.324	105.795	107.237	108.983	110.925	113.138
Fondos Propios	11.235	22.207	25.088	21.852	22.034	22.409	22.930	23.585	24.353
Minoritarios	7.025	6.477	6.620	5.244	5.768	6.241	6.698	7.116	7.474
Pasivo no corriente	16.377	19.744	19.775	20.469	20.752	21.040	21.335	21.637	21.944
Deuda financiera	50.420	42.295	39.079	37.061	37.461	37.870	38.289	38.716	39.154
Pasivo Corriente	19.994	18.490	19.080	19.698	19.779	19.676	19.731	19.871	20.212
Total Pasivo	105.051	109.213	109.642	104.324	105.795	107.237	108.984	110.925	113.138

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	VR
EBIT	2.593	4.163	4.393	4.615	4.817	4.989	
Impuesto sobre sociedades	-778	-1.249	-1.318	-1.385	-1.445	-1.497	
NOPAT	1.815	2.914	3.075	3.231	3.372	3.493	
Amortizaciones	8.797	8.814	8.719	8.634	8.573	8.545	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	-4.286	-6.342	-6.192	-6.040	-6.096	-6.154	
Variación de fondo de maniobra	67	-636	25	25	26	26	
= CFL Operativo	6.393	4.750	5.626	5.850	5.875	5.910	49.064

WACC 7,6%

g 0,3%

EV 71.498 M€

- Deuda Neta -36.947 M€

- Minoritarios -6.620 M€

- Compromisos Pensiones -3.906 M€

EqV 24.025 M€

Nº acciones 5.740 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%	0,15%	0,25%	0,35%	0,50%
6,9%	5,3	5,5	5,6	5,8	6,0
7,1%	4,8	5,0	5,1	5,3	5,5
7,4%	4,3	4,5	4,6	4,8	5,0
7,6%	3,9	4,1	4,2	4,3	4,5
7,9%	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0
8,1%	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6
8,4%	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2

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)
13/11/2023	Comprar	4,2 €
06/09/2023	Comprar	4,2 €
01/08/2023	Neutral	4,2 €
11/05/2023	Neutral	4,2 €
24/02/2023	Neutral	4,2 €

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 Cabero- 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