

*El recorte del dividendo permite acelerar la reducción de deuda y normalizar el ritmo inversor*

## TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 4,0 €  
 Recomendación: Neutral  
 Analista: Elena Fernández-Trapiella

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 19.559 M€  
 Último: 3,58 €/acc.  
 Potencial: 11,0%  
 N° Acciones(M.): 5.471 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 2,71€ / 5,89€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

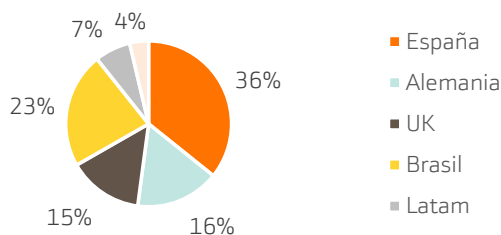
Ev. Trimestre (M€)	4T20	4T19	Var. a/a	Est.
Ingresos	10.909	12.400	-12,0%	10.807
OIBDA	3.751	3.669	2,2%	3.622
Margen OIBDA	34,4%	29,6%	+4,8p.p.	
EBIT	1.471	914	60,9%	1.334
BNA	911	-202	n.s.	635
OIBDA-CAPEX	2.083	1.542	35,1%	
Margen OIBDA-CAPEX	19,1%	12,4%	+6,7p.p.	

Ratios	2019	2020	2021e	2022e
PER*	17,1 x	12,4 x	7,9 x	8,3 x
Rent. dividendo*	11,2%	11,2%	8,4%	8,4%
BPA (€/acc)	0,21	0,29	0,45	0,42
DPA (€/acc)	0,40	0,40	0,30	0,30
DN/FFPP	1,8x	2,3x	1,5x	1,5x
DN/OIBDA	3,0x	3,1x	2,4x	2,4x
ROE	6,5%	10,7%	13,0%	12,2%

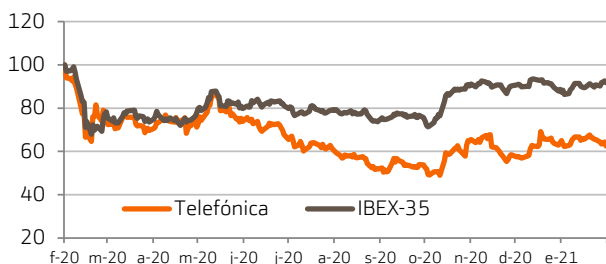
\*2019 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización

Magnitudes (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Ingresos	48.422	43.076	42.295	42.645
OIBDA	15.119	13.498	14.444	14.343
Margen OIBDA	31,2%	31,3%	34,2%	33,6%
EBIT	4.537	4.139	5.382	5.182
BNA	1.142	1.582	2.474	2.344
OIBDA-CAPEX	6.335	7.511	6.944	6.343
Margen OIBDA-CAPEX	13,1%	17,4%	16,4%	14,9%
DFN	45.123	41.697	34.836	35.113
DFN/EBITDA	3,0	3,1	2,4	2,4

### Desglose OIBDA 2020



### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



*Los resultados 2020 acusan el impacto del covid-19 y la depreciación de las divisas latinoamericanas. En el contexto actual el grupo se ha focalizado en la gestión del Cash Flow Libre mediante la reducción de inversiones (5.987M€ vs 9.445M€ de media en 2016-2019). La necesidad de normalizar el ritmo inversor lleva al grupo a recortar el dividendo desde 0,4€/acción hasta 0,3€/acción. Creemos que el recorte del dividendo es positivo a medio plazo porque permitirá destinar la generación de caja a acelerar la reducción de deuda y recuperar los niveles de inversión para no seguir perdiendo competitividad. Asimismo, reducirá la dilución resultante de la emisión de acciones nuevas para pagar los scrip dividends. Revisamos la recomendación a Neutral desde Vender y el P. Objetivo hasta 4,0€ (desde 4,2€).*

### Debilidad operativa en 2020 y recorte del dividendo

Los ingresos siguen afectados por el impacto de la pandemia y la depreciación de las divisas latinoamericanas. Los ingresos descienden -11% acusando un impacto de -1.905M€ por el CV19 y de -3.138M€ por la caída de las divisas latinoamericanas (BRL -29% en el año). En términos orgánicos caen -3,3% en el año, aunque en 4T ralentizan la tendencia negativa de trimestres anteriores (-2,0% en 4T; -4,3% en 3T; -5,6% en 2T). Por países: R. Unido (-4,4%), España (-3,5%), Brasil (-2,6%), Alemania (+1,8%).

El OIBDA cae -10,7% en términos contables y -5,7% en términos orgánicos, aunque el grupo cumple el objetivo de OIBDA-Capex ligeramente negativo (-0,9%). La generación de caja aumenta soportada por la venta de activos (Costa Rica, red de fibra en Chile) y la creación de la JV 02-Liberty Global en R. Unido, y permite una reducción de la Deuda Financiera Neta de -6,7% hasta 35.228M€ (3,1x EBITDA). Las inversiones se reducen -42% hasta 5.987M€ vs 10.285M€ en 2019 y 9.445M€ de media en 2019-2019.

El grupo revisa ligeramente a la baja las previsiones para 2021: "estabilización" de ingresos y OIBDA vs "crecimiento orgánico" anteriormente y normalización del CAPEX hasta 15% de las ventas.

La gran novedad es el recorte del dividendo con cargo a 2021 desde 0,4 €/acción hasta 0,3€/acción. Creemos que el recorte del dividendo es positivo a medio plazo para el grupo porque permitirá destinar la generación de caja a acelerar la reducción de deuda y normalizar los niveles de inversión para no seguir perdiendo competitividad. Asimismo, reducirá la dilución resultante de la emisión de acciones nuevas para pagar los scrip dividends. Revisamos la recomendación a Neutral desde Vender y el P. Objetivo hasta 4,0€/acción (vs 4,2€/acción).

### Perspectivas de medio plazo

A pesar de una rentabilidad por dividendo todavía elevada (8,3%), el potencial de crecimiento estructural es reducido, la competencia elevada y el grupo afronta un nuevo ciclo inversor para el despliegue del 5G y la compra de espectro. La reducción de la deuda se acelerará con la venta de las torres de Telxius y otras operaciones pendientes de ejecución que generarán 9.000M€ en 2021. La exposición a divisas latinoamericanas aumenta el perfil de riesgo del grupo.

A pesar de que en 2021 el contexto será menos adverso en el frente del CV19 y las divisas latinoamericanas, la capacidad de mejora de márgenes se mantiene limitada. La posible venta de Telefónica Hispam, la monetización de los activos de infraestructuras y la creación de alianzas (Alemania, Brasil) para el despliegue de redes compensan unos fundamentales débiles.

Cifras en millones de €

### Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos	52.008	48.693	48.422	43.076	42.295	42.645	36.022	36.244	36.470
OIBDA	16.187	15.571	15.119	13.498	14.444	14.343	12.617	12.689	12.766
Margen OIBDA	31,1%	32,0%	31,2%	31,3%	34,2%	33,6%	35,0%	35,0%	35,0%
EBIT	6.791	6.522	4.537	4.139	5.382	5.182	3.628	3.589	3.559
Margen EBIT	13,1%	13,4%	9,4%	9,6%	12,7%	12,2%	10,1%	9,9%	9,8%
BAI	4.597	5.571	2.718	2.583	4.251	4.085	2.770	2.750	2.449
BNA	<b>3.132</b>	<b>3.331</b>	<b>1.142</b>	<b>1.582</b>	<b>2.474</b>	<b>2.344</b>	<b>1.590</b>	<b>1.578</b>	<b>1.405</b>
Tasa de variación interanual	32,2%	6,4%	-65,7%	38,5%	56,4%	-5,2%	-32,2%	-0,7%	-11,0%
Margen OIBDA-CAPEX	13,4%	13,5%	10,0%	17,4%	16,4%	14,9%	12,8%	12,9%	13,1%

### Resumen Balance de Situación

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Act No Corriente	95.135	90.707	94.549	71.396	72.548	73.299	72.309	73.112	73.889
Act Circulante	19.931	23.340	24.328	33.655	26.667	28.275	28.510	29.243	29.359
<b>Total Activo</b>	<b>115.066</b>	<b>114.047</b>	<b>118.877</b>	<b>105.051</b>	<b>99.215</b>	<b>101.574</b>	<b>100.819</b>	<b>102.355</b>	<b>103.248</b>
FFPP	16.920	17.947	17.118	11.235	12.051	12.738	12.669	12.590	12.337
Minoritarios	9.698	9.033	8.332	7.025	11.561	11.109	11.533	11.450	10.196
Pasivo no corriente	13.050	12.084	14.322	12.338	12.114	12.214	12.316	12.392	12.469
Deuda financiera	55.746	54.702	59.590	55.714	44.982	45.930	44.296	44.127	44.508
Pasivo Corriente	19.652	20.281	19.515	18.739	18.507	19.583	20.005	21.797	23.737
<b>Total Pasivo</b>	<b>115.066</b>	<b>114.047</b>	<b>118.877</b>	<b>105.051</b>	<b>99.214</b>	<b>101.574</b>	<b>100.819</b>	<b>102.355</b>	<b>103.248</b>

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
EBIT	6.791	6.522	4.537	4.139	5.382	5.182	
Impuesto sobre sociedades	-2.037	-1.957	-1.361	-1.242	-1.615	-1.555	
NOPAT	4.754	4.565	3.176	2.897	3.767	3.627	
Amortizaciones	9.359	9.063	9.161	8.989	9.100	9.207	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	-5.987	-7.500	-8.000	-8.000	-8.000	-8.000	
Variación de fondo de maniobra	-448	-360	-416	-499	365	5	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>7.678</b>	<b>5.768</b>	<b>3.921</b>	<b>3.387</b>	<b>5.232</b>	<b>4.839</b>	<b>78.533</b>

WACC 6,4%  
g 0,25%

EV 73.412 M€  
- Deuda Neta -41.697 M€  
- Minoritarios -10.000 M€  
EqV 21.715 M€  
Nº acciones 5.471 M  
Estimación DCF **4,0 €/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 4,0€ y nuestra recomendación en Neutral.

### Matriz Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)				
	-0,25%	0,00%	0,25%	0,10%	0,00%
5,67%	4,9	5,4	5,9	5,6	5,4
5,92%	4,3	4,7	5,2	4,9	4,7
6,17%	3,7	4,1	4,5	4,3	4,1
6,42%	3,2	3,6	<b>4,0</b>	3,7	3,6
6,67%	2,7	3,1	3,4	3,2	3,1
6,92%	2,3	2,6	2,9	2,7	2,6
7,17%	1,9	2,2	2,5	2,3	2,2

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>  
<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

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

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

**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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

**NOTAS DE COMPAÑÍAS**

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

**EQUIPO DE ANÁLISIS:**

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Aránzazu Cortina - Industriales
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Luis Piñas - Consumo
Juan Moreno - Inmobiliarias	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Susana André - Portugal, Assistant
Eduardo Cabrero- Seguros	Rafael Diogo- Portugal

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