

Sostenibilidad del dividendo cuestionable a medio plazo en un entorno de bajo crecimiento y rentabilidad.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 15.026 M€
 Último: 2,82 €/acc.
 Nº Acciones(M.): 5.328 M acc.
 Min / Max (52 sem): 2,77€ / 7,12€
 Cód. Reuters / Bloomberg: TEF.MC / TEF SM

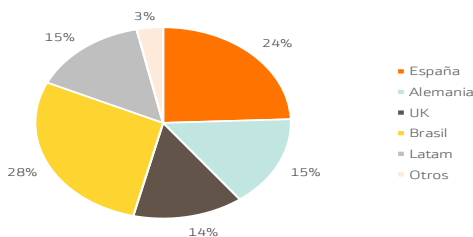
Ev. Trimestre (M€)	3T20	3T19	Var. a/a	Est.
Ingresos	10.461	11.902	-12,1%	10.376
OIBDA	2.672	2.748	-2,8%	3.469
Margen OIBDA	25,5%	23,1%	-2,4p.p.	
EBIT	544	169	221,9%	1.289
BNA	-160	-443	-63,9%	547
OIBDA-CAPEX	1.326	918	44,4%	
Margen OIBDA-CAPEX	12,7%	7,7%	-5,0p.p.	

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
PER*	36,6 x	4,7 x	4,7 x	4,5 x
Rent. dividendo*	6,4%	14,2%	14,2%	14,2%
BPA (€/acc)	0,17	0,60	0,60	0,62
DPA (€/acc)	0,40	0,40	0,40	0,40
DN/FFPP	1,8x	2,1x	2,2x	2,0x
DN/OIBDA	3,0x	2,8x	3,1x	3,0x
ROE	4,5%	14,5%	13,6%	13,1%

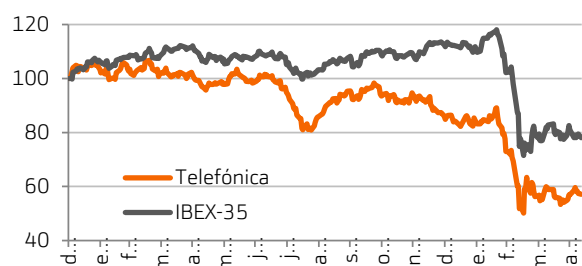
*2019 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización

Magnitudes (M€)	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos	48.422	43.263	42.572	43.076
OIBDA	15.119	13.402	14.320	14.910
Margen OIBDA	31,2%	31,0%	33,6%	34,6%
EBIT	4.537	3.908	5.291	6.092
BNA	1.142	1.280	2.061	2.543
OIBDA-CAPEX	6.335	6.480	7.509	8.018
Margen OIBDA-CAPEX	13,1%	15,0%	17,6%	18,6%
DFN	45.123	43.367	52.589	50.068
DFN/EBITDA	3,0	3,2	3,7	3,4

Desglose OIBDA 2019



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



TELEFÓNICA

Precio Objetivo: 4,2 €
 Recomendación: Neutral
 Analista: Elena Fernández-Trajiella

Los resultados del 3T20 siguen acusando el impacto del covid-19 y la depreciación de las divisas latinoamericanas. Un ajuste por valoración de 785M€ en Argentina resulta en pérdidas de -160M€ en el trimestre. En el contexto actual el grupo se focaliza en la gestión del Cash Flow Libre para preservar el pago del dividendo, mediante la reducción de inversiones. El dividendo se mantiene en 0,4€/acción y la deuda, uno de los principales lastres del grupo, se reduce -3% en el año. A largo plazo, el potencial de crecimiento estructural es bajo, la competencia elevada y la capacidad de maniobra limitada. El entorno actual dificulta la venta de activos no estratégicos a precios adecuados y cuestiona la sostenibilidad del dividendo. Mantenemos recomendación de Neutral y rebajamos el P. Objetivo hasta 4,2€ (desde 4,6€).

Debilidad operativa en 3T20 pero mantiene dividendo

Los resultados no alcanzan las estimaciones del consenso. Acusan el impacto del CV-19, diferencias negativas de cambio y un **cargo especial de ajuste por valoración de 785M€ en Argentina** que origina pérdidas de -160 M€ en el trimestre. Sin este impacto, el BNA hubiera alcanzado 734M€. **Los ingresos caen -4,3% en términos orgánicos** (-3,7% en 9M20), acusando la caída de ingresos de roaming y la menor actividad comercial por el COVID-19. **El OIBDA cae -8,3% orgánicamente**, reduciendo el margen -1,5p.p hasta 25,5%. El OIBDA-CAPEX asciende a 1.326 M€, -0,8% tras una reducción de la inversión de -18% hasta 1.346 M€. **La deuda financiera neta disminuye en 525 M€ en el trimestre hasta 36.676M€** (-2,9% desde cierre de 2019).

Reitera una **previsión de crecimiento orgánico de OIBDA-Capex en 2020 de ligeramente negativo a estable**; de cara a 2022 mantiene que los ingresos crecerán en términos orgánicos y el ratio OIBDA-Capex/Ingresos mejorará +2p.p. frente a 2019. **Confirma el dividendo anunciado de 0,4 €/acción y anuncia la amortización de autocartera (1,5% del capital)**.

Telefónica anuncia la **creación de una "joint venture" con Allianz para el despliegue de fibra en Alemania**. Junto con otras operaciones anunciadas este año, como la fusión de su filial en R. Unido con Liberty Global o la venta de Telefónica Costa Rica, **Telefónica busca vías para compartir esfuerzo inversor y generar caja para reducir el apalancamiento**. Telefónica percibirá 2.500 M€ por la operación en R. Unido (5.500M€/5.800M€ a medio plazo apalancando la nueva compañía) y 425 M€ por C. Rica. La reducción de la deuda y las operaciones corporativas pendientes dotan al grupo de suficiente liquidez para mantener el compromiso con los accionistas de momento.

Perspectivas de medio plazo

A pesar de una rentabilidad por dividendo elevada (14%), el potencial de crecimiento estructural es reducido y la reducción de la deuda progresa **lentamente** lastrando la evolución del grupo. En el entorno actual, el objetivo de estabilizar el Cash Flow libre (OIBDA - Capex) requiere necesariamente una **contención de la inversión que merma la competitividad del grupo a medio plazo**. El mantenimiento del dividendo en 0,4€/acción implica payouts >100% en 2019-2021 y niveles de 80-90% en 2022-2024. En este contexto **no es descartable un recorte del dividendo en 2021**. Se mantiene la posibilidad de extraer valor de las filiales a través de ventas totales o parciales (Telxius, JV en R. Unido, venta de negocio en Latam), pero en el entorno actual posibles nuevas operaciones tienen mayor riesgo de retrasarse y/o obtener una menor valoración. (iii) **Las perspectivas y depreciación de las divisas latinoamericanas aumentan el perfil de riesgo del grupo.**

Cifras en millones de €

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI'19-24
Ingresos	52.036	52.008	48.693	48.422	43.263	42.572	43.076	36.100	36.326	-6%
OIBDA	15.118	16.187	15.571	15.119	13.402	14.320	14.910	12.643	12.716	-3%
Margen OIBDA	29,1%	0,0%	31,1%	0,0%	32,0%	0,0%	31,2%	0,0%	35,3%	
EBIT	5.469	6.791	6.522	4.537	3.908	5.291	6.092	5.212	5.338	3%
Margen EBIT	10,5%	0,0%	13,1%	0,0%	13,4%	0,0%	9,4%	0,0%	13,9%	
BAI	3.245	4.597	5.571	2.718	2.257	3.583	4.422	3.815	3.940	8%
BNA	2.369	3.132	3.331	1.142	1.280	2.061	2.543	2.194	2.266	15%
Tasa de variación interanual		32,2%	6,4%	-65,7%	12,1%	61,0%	23,4%	-13,7%	3,3%	
Margen OIBDA-CAPEX	11,4%	13,8%	14,3%	15,4%	15,0%	17,6%	18,6%	19,0%	17,0%	

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Act No Corriente	103.667	95.135	90.707	94.549	89.439	89.438	89.522	88.454	93.352
Act Circulante	19.974	19.931	23.340	24.328	22.513	19.322	19.568	17.391	18.375
Total Activo	123.641	115.066	114.047	118.877	111.952	108.759	109.090	105.846	111.727
FFPP	18.157	16.920	17.947	17.118	14.135	15.171	16.324	14.019	11.771
Minoritarios	10.228	9.698	9.033	8.332	7.339	7.761	8.351	7.171	6.022
Pasivo no corriente	14.193	13.050	10.194	11.394	10.647	11.041	11.075	10.745	11.342
Deuda financiera	60.361	55.746	54.702	59.590	59.699	56.631	54.951	57.882	65.805
Pasivo Corriente	20.702	19.652	22.171	22.443	20.132	18.156	18.389	16.028	16.786
Total Pasivo	123.641	115.066	114.047	118.877	111.952	108.759	109.090	105.846	111.727

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
EBIT	6.791	6.522	4.537	3.908	5.291	
Impuesto sobre sociedades	-2.037	-1.957	-1.361	-1.172	-1.587	
NOPAT	4.754	4.565	3.176	2.735	3.704	
Amortizaciones	9.495	9.029	8.817	7.431	7.378	
Inversiones en activo fijo (CAPEX)	-6.922	-6.811	-6.892	-5.776	-6.539	
Variación de fondo de maniobra	-750	-3.141	140	-344	53	
= CFL Operativo	6.576	3.642	5.242	4.046	4.596	51.312

WACC 6,4%
g 0,3%

EV 72.219 M€
- Deuda Neta -42.992 M€
- Minoritarios -7.000 M€
EqV 22.227 M€
Nº acciones 5.328 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)				
	0,75%	0,50%	0,25%	0,00%	-0,25%
5,67%	7,2	6,6	6,0	5,5	5,1
5,92%	6,4	5,9	5,4	4,9	4,5
6,17%	5,7	5,2	4,7	4,3	3,9
6,42%	5,0	4,6	4,2	3,8	3,4
6,67%	4,4	4,0	3,6	3,3	3,0
6,92%	3,9	3,5	3,2	2,8	2,6
7,17%	3,4	3,0	2,7	2,4	2,2

Todos nuestros informes disponibles en:

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

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

www.bankinter.com

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

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	Ana de Castro - Analista
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias	Luis Piñas - Consumo
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Eduardo Cabrero- Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
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