



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ICADE

VALORACIÓN DE TELEFÓNICA

Autor: Claudia Castro Cortina

Supervisor: Álvaro Caballo Trébol

Madrid | Junio 2024

Resumen

El presente trabajo busca valorar la compañía Telefónica y evaluar si su precio de mercado refleja su precio objetivo. Para ello se han empleado los métodos de valoración de descuento de flujos de caja y valoración por múltiplos comparables.

Llegaremos a la conclusión de que las acciones de Telefónica están cotizando a un precio por debajo de su valor objetivo.

Previo a la valoración, se presentará el marco teórico de Telefónica, que incluirá una breve descripción de la compañía. Se mostrarán sus Estados Financieros, se comentarán las partidas más relevantes, y se realizará un análisis fundamental en base a múltiplos.

Telefónica es la compañía multinacional líder en el sector de las telecomunicaciones en España y Latinoamérica, con una fuerte presencia en 12 países. Desde el pasado septiembre de 2023 ha habido un gran movimiento en el accionariado de la compañía. Dos nuevos accionistas, la SEPI y el grupo Saudí STC han tomado respectivamente una participación del 10% de la compañía (este segundo de manera indirecta).

Este movimiento ha puesto a Telefónica en el punto de mira, generando un gran clima de incertidumbre en la compañía y en el mundo financiero, al operar en un sector tan estratégico como es el de las telecomunicaciones.

Palabras clave

Telefónica, valoración, flujos de caja, comparables, WACC, precio por acción, SEPI

Abstract

This paper aims to value Telefónica and assess whether its market price reflects its target price. To do so, the discounted cash flow valuation and valuation by comparable multiples methods have been used.

We will conclude that Telefónica shares are trading at a price below their target price.

Prior to the valuation, the theoretical framework of Telefónica will be presented, including a brief description of the company. Its financial statements will be presented, the most relevant items will be discussed, and a fundamental analysis based on multiples will be carried out.

Telefónica is the leading multinational telecommunications company in Spain and Latin America, with a strong presence in 12 countries. Since September 2023, there has been a great movement in the company's shareholding structure. Two new shareholders, SEPI and the Saudi group STC have respectively taken a 10% stake in the company (the latter indirectly).

This movement has put Telefónica in the spotlight, generating a great climate of uncertainty in the company and in the financial world, as it operates in such a strategic sector as telecommunications.

Key words

Telefónica, valuation, cash flows, comparables, WACC, price per share, SEPI

Índice de contenidos

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

- 1.1 Propósito y tema objeto de estudio
- 1.2 Objetivos y metodología

CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO

- 2.1 Descripción de Telefónica
- 2.2 Principales accionistas
- 2.3 Reciente movimiento en el accionariado

CAPÍTULO 3: ESTADOS FINANCIEROS

- 3.1 Balance de Situación
- 3.2 Cuenta de Pérdidas y Ganancias
- 3.3 Estado de Flujos de Caja

CAPÍTULO 4: ANÁLISIS FUNDAMENTAL

- 4.1 Solvencia a corto plazo
- 4.2 Solvencia a largo plazo
- 4.3 Rotación
- 4.4 Rentabilidad
- 4.5 Valor de mercado

CAPÍTULO 5: VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

- 5.1 Cálculo de los Flujos de Caja actuales (FCFF)
- 5.2 Proyección de los Flujos de Caja futuros
- 5.3 Cálculo del WACC
- 5.4 Cálculo del Valor Terminal (TV)
- 5.5 Cálculo del del Valor Presente (PV) y del precio por acción
- 5.6 Formulación de hipótesis propia

CAPÍTULO 6: VALORACIÓN POR COMPARABLES

6.1 PER

6.2 EV/EBITDA

CAPÍTULO 7: CONCLUSIÓN

*Declaración del uso de Inteligencia Artificial

BIBLIOGRAFÍA

Índice de tablas

Tabla 1: Participaciones Significativas

Tabla 2: Balance-Activo

Tabla 3: Balance-Patrimonio Neto y Pasivos

Tabla 4: Evolución de la Deuda Neta

Tabla 5: Estado de Flujos de Caja

Tabla 6: Ratio de liquidez

Tabla 7: Ratio de tesorería

Tabla 8: Ratio de caja

Tabla 9: Ratio de apalancamiento

Tabla 10: Ratio de endeudamiento

Tabla 11: Ratio de solvencia

Tabla 12: Ratio de cobertura de intereses

Tabla 13: Ratio de cobertura de efectivo

Tabla 14: Ratio de rotación de inventario

Tabla 15: Ratio de rotación de activos

Tabla 16: Ratio de rotación de cuentas a cobrar

Tabla 17: Ratio de cuentas a pagar

Tabla 18: ROA

Tabla 19: ROE

Tabla 20: Margen sobre ventas

Tabla 21: ROIC

Tabla 22: Rentabilidad por dividendo

Tabla 23: PER

Tabla 24: Márgen EBITDA

Tabla 25: Flujos de Caja

Tabla 26: Capex

Tabla 27: Incremento en Capital Circulante

Tabla 28: Proyecciones de Flujos de Caja

Tabla 29: Cálculo del WACC

Tabla 30: Cálculo del Valor Terminal

Tabla 31: Cálculo del Valor Presente

Tabla 32: Cálculo del Precio por Acción

Tabla 33: Nuevo cálculo de los Flujos de Caja

Tabla 34: Nuevo cálculo del WACC

Tabla 35: Nuevo cálculo del Valor Presente

Tabla 36: Nuevo cálculo del precio por acción

Tabla 37: Valoración por Múltiplos-PER

Tabla 38: Valoración por Múltiplos-EV/EBITDA(1)

Tabla 39: Valoración por Múltiplos-EV/EBITDA(2)

Índice de gráficos

Gráfico 1: Evolución del Total de Activo

Gráfico 2: Evolución de la Deuda Neta

Gráfico 3: Evolución del Resultado del Ejercicio

Gráfico 4: Evolución del Beneficio por Acción

Gráfico 5: Evolución Beneficio y Dividendo por Acción

Gráfico 6: Evolución de los Flujos de Caja

Gráfico 7: Evolución FCF Actividades de financiación

Gráfico 8: Evolución del Capex

Gráfico 9: Evolución del Capital Circulante

Gráfico 10: Evolución Precio por Acción

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

1.1 Propósito y tema objeto de estudio

El propósito de este trabajo es valorar la compañía Telefónica en base a los métodos de descuentos de flujos de caja y múltiplos comparables. Previo a la valoración, se mostrarán los Estados Financieros de la compañía, se comentarán las partidas más relevantes, y se realizará un análisis fundamental en base a múltiplos.

Finalmente se llegará a una conclusión comparando la valoración de la empresa frente a su valor de mercado.

La elección de la compañía Telefónica para realizar este trabajo se basa en su posición de liderazgo en un sector que se encuentra en completa reestructuración, con operaciones societarias de compraventa tanto entre empresas nacionales como internacionales. Al operar Telefónica en un sector tan estratégico, como es el de las telecomunicaciones, el reciente movimiento que ha habido en su accionariado pone a la compañía en el punto de mira.

El pasado mes de septiembre de 2023, el grupo saudí STC Group expresó su intención de adquirir el 9,9% del capital de Telefónica (con una participación directa del 4,5% y otra a través de derivados financieros pendientes de autorización del 5%). Esto generó un clima de incertidumbre en el sector de las telecomunicaciones y en el mundo financiero, debido a la toma de una participación tan importante de una compañía extranjera en una de las compañías líderes a nivel nacional e internacional en dicho sector.

Esta noticia desencadenó una serie de movimientos en el accionariado de la compañía, entre los que destacan la autorización por parte del Gobierno de España de una toma de participación del 10% por parte de la SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales) y el aumento de hasta el 5% del capital de Telefónica por parte de la filial Critería Caixa.

1.2 Objetivos y metodología

El objetivo principal del trabajo es la valoración de Telefónica mediante el método de descuento de flujos de caja, partiendo de las expectativas de crecimiento proporcionadas por la compañía en comunicados de prensa y en su memoria anual, y aportando valor mediante el

apoyo o puesta en cuestión de esas hipótesis. De la misma forma, se busca dar una segunda valoración de la compañía en base a múltiplos comparables del sector.

La estructura del trabajo se divide en tres grandes bloques: el marco teórico, el análisis fundamental del Grupo Telefónica y la valoración financiera de la compañía.

El periodo temporal que ha sido seleccionado para la realización tanto del análisis como de la estimación del valor del grupo Telefónica es el comprendido entre los años 2017-2023. Se ha decidido establecer un rango de estudio mayor al habitual de cinco años con el fin de minimizar el efecto negativo que haya podido causar la pandemia mundial del Covid-19 a lo largo de los años 2020 y 2021. Con ello se ha logrado tener una visión más completa de Telefónica a la hora de establecer las proyecciones de los flujos de caja futuros para la valoración de la compañía.

En el marco teórico se presenta Telefónica, se incluye una breve descripción del grupo y sus principales accionistas. Seguidamente se ha hecho mención a las últimas notas de prensa de la compañía, en las que se mencionan las recientes adquisiciones de participaciones significativas por grupos inversores.

En segundo lugar se expone el análisis fundamental de la compañía, que incluye (i) un análisis de la composición y evolución de sus principales estados financieros (balance, cuenta de pérdidas y ganancias y estado de flujos de caja); y (ii) el análisis de sus principales múltiplos/ratios (solventía corto y largo plazo, rentabilidad, rotación y valor de mercado).

Por último, y para establecer la valoración más precisa, se han empleado dos de los principales métodos de valoración, (i) valoración por descuento de flujos de caja, y (ii) valoración por múltiplos comparables. Para la valoración mediante descuentos de flujos de caja se han planteado dos escenarios, ambos con proyecciones para un periodo de 5 años. El primero se ha basado en las previsiones de la compañía publicadas en sus informes financieros anuales consolidados; y el segundo, partiendo de dichas asunciones, ha sido adaptado en base a consideraciones propias.

Para la valoración por comparables se han seleccionado los principales competidores europeos del mercado de telecomunicaciones.

Cabe destacar que para la realización tanto del análisis fundamental de la compañía en base a múltiplos/ratios, como de ambos procesos de valoración, se ha empleado la teoría y el conocimiento adquirido en las asignaturas de finanzas corporativas estudiadas en el grado, tratando de aplicarlos con la mayor precisión posible.

CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO

1. Descripción de Telefónica

Telefónica es la compañía multinacional líder en el sector de las telecomunicaciones en España y Latinoamérica, y tiene una fuerte presencia en 12 países. Fue fundada en el año 1924 y su actual director ejecutivo es José María Álvarez-Pallete. Con ya cien años de historia, Telefónica se sitúa a nivel europeo como la cuarta empresa más importante y la decimotercera a nivel mundial.

La compañía tiene tres principales líneas de negocio: servicios para empresas, servicios para particulares y servicio de redes y tecnología. La primera línea incluye desde proyectos de ayuda a la transformación digital de las PYMES, hasta servicios de ciberseguridad, inteligencia artificial y blockchain para empresas globales. La segunda se centra en ofrecer diversos servicios de telecomunicaciones a particulares en España, Brasil, Alemania, Reino Unido e Hispano América. Por último, Telefónica se centra también en ofrecer servicios de fibra y móvil en ámbitos B2B y B2C en los mismos países anteriormente mencionados. (Telefónica, 2024)

Actualmente, la capitalización de la multinacional se sitúa alrededor de los 24.000 millones de euros.

1.2 Principales accionistas

Tabla 1: Participaciones Significativas

Denominación	% de derechos de voto atribuidos a las acciones			% de derechos de voto a través de instrumentos financieros	% de derechos de voto total	F.Registro Entrada CNMV
	% Total (A)	% Directo	% Indirecto	% (B)	(A+B)	
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	4,839	4,815	0,024	0,000	4,839	26/02/2021
BLACKROCK INC.	4,807	0,000	4,807	0,176	4,983	31/03/2020
CRITERIA CAIXA, S.A.U.	5,007	5,007	0,000	0,000	5,007	08/04/2024
FUNDACION BANCARIA CAIXA D ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA	5,007	0,000	5,007	0,000	5,007	08/04/2024
MORGAN STANLEY	0,007	0,000	0,007	12,171	12,178	11/09/2023
PUBLIC INVESTMENT FUND	4,900	0,000	4,900	5,000	9,900	08/09/2023
SOCIEDAD ESTATAL DE PARTICIPACIONES INDUSTRIALES	10,000	10,000	0,000	0,000	10,000	20/05/2024

Elaboración propia

1.3 Reciente movimiento en el accionariado

Hasta mediados de 2023, la participación mayoritaria de Telefónica estaba en manos del banco BBVA (con un control del 4,87% de las acciones), seguido de la gestora americana Blackrock (con un 4,48% de participación) y Caixabank con un 3,50%. (Mesones & Lorenzo, 2023)

En el tercer trimestre de 2023, el grupo saudí STC Group, asesorado por el banco de inversión americano Morgan Stanley, adquirió por 2.100€ millones el 9,9% de las acciones de la compañía. De ese 9,9%, el 4,5% lo posee mediante participación directa en el capital de la compañía, mientras que el 5,0% restante lo posee a través de participaciones en derivados financieros pendientes de liquidar. Será el Gobierno español quien deba autorizar esa posición a través de derivados, que a fecha de hoy sigue sin aprobar, ante la inquietud de incluir en el accionariado a un grupo inversor extranjero. (Mesones & Lorenzo, 2023)

STC Group, controlado mayoritariamente por el Estado de Arabia Saudí, alegó que la compra de estas acciones se había realizado con fin amistoso y sin el objetivo de obtener control sobre la compañía española. Esta estrategia formaba parte del plan de expansión del grupo saudí al extranjero, viéndolo como un apoyo y muestra de confianza hacia Telefónica. (Mesones & Lorenzo, 2023)

Como consecuencia de lo acontecido en septiembre de 2023, y a modo de respuesta, en diciembre del mismo año el gobierno de Pedro Sánchez autorizó a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) a realizar la compra de hasta un 10% de las acciones de Telefónica por un total de 2.000€ millones. (Lacort, 2023)

La compañía, que hasta ahora permanecía bajo el control de inversores privados, pasaría a tener en su accionariado al Estado español. El gobierno hizo saber que la compra se realizaría con el objetivo de estabilizar el accionariado de Telefónica y reforzar el plan estratégico del grupo.

Tras la autorización por parte del Gobierno, fue finalmente a lo largo de la última semana del mes de marzo cuando la SEPI adquirió su primera participación del 3% por valor de 700 millones de euros en el capital de Telefónica. Posteriormente, la primera semana del mes de abril, Critería Caixa, el holding de Caixabank, comunicó a la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) que su participación en el accionariado de Telefónica había alcanzado el

5,01%, y que sumado a la participación que poseía previamente Caixabank, alcanzaban en conjunto la participación directa mayoritaria del grupo. (Agencias, 2024)

Seguidamente, a mediados de marzo de 2024 la SEPI comunicó a la CNMV su posesión del 5,03% del accionariado de Telefónica, superando el porcentaje de participación directa que posee Criteria Caixa, y superando así el 4,9% de participación directa del grupo saudí. A finales de mayo, la SEPI alcanzó una participación total del 10%, superando el 9,9% que posee STC Group a través de participaciones directas (4,5%) e inversiones en derivados (5% aún pendiente de ser autorizado por el presidente del gobierno español). (Herráiz, 2024 ; SEPI, s.f.)

CAPÍTULO 3: ESTADOS FINANCIEROS

Previo a ahondar en la valoración de Telefónica es fundamental entender sus Estados Financieros, y la evolución que han tenido las distintas partidas a lo largo de los años. Por ello, a continuación se analizarán el Balance de Situación, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y el Estado de Flujos de Caja de Telefónica para el periodo 2017-2023.

La elaboración de las siguientes tablas se ha hecho con información procedente de las Cuentas Anuales Consolidadas Auditadas de la compañía, y en ellas aparecen tanto las cifras de cada partida como la variación anual de algunas de las partidas principales, para entender de manera más fácil y visual la evolución que éstas han tenido.

3.1 Balance de Situación

El Balance de Situación que se presenta a continuación muestra la situación financiera de Telefónica a fecha de cierre (31 de diciembre) de cada año.

Composición del Activo

Tabla 2: Balance-Activo

BALANCE							
Millones de €	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
A) ACTIVOS NO CORRIENTES	83.568,00 €	87.053,00 €	84.284,00 €	71.396,00 €	94.549,00 €	90.707,00 €	95.135,00 €
	-4,00%	3,20%	18,05%	-24,49%	4,24%	-4,65%	
Intangibles	11.370,00 €	12.017,00 €	11.725,00 €	11.488,00 €	16.034,00 €	16.856,00 €	18.005,00 €
Fondo de comercio	18.708,00 €	18.471,00 €	16.519,00 €	17.044,00 €	25.403,00 €	25.748,00 €	26.841,00 €
Inmovilizado material	22.944,00 €	23.714,00 €	22.725,00 €	23.769,00 €	32.228,00 €	33.295,00 €	34.225,00 €
Derechos de uso	8.448,00 €	8.279,00 €	7.579,00 €	4.982,00 €	6.939,00 €	0,00 €	0,00 €
Inversiones puestas en equivalencia	8.590,00 €	11.587,00 €	12.773,00 €	427,00 €	140,00 €	68,00 €	77,00 €
Activos financieros y otros activos no corrientes	7.268,00 €	8.101,00 €	7.347,00 €	7.270,00 €	7.123,00 €	7.109,00 €	8.167,00 €
Activos por impuestos diferidos	6.240,00 €	4.884,00 €	5.616,00 €	6.416,00 €	6.682,00 €	7.631,00 €	7.820,00 €
B) ACTIVOS CORRIENTES	20.756,00 €	22.589,00 €	24.929,00 €	33.655,00 €	24.328,00 €	23.340,00 €	19.931,00 €
	-8,11%	-9,39%	-25,93%	38,34%	4,23%	17,10%	
Existencias	929,00 €	1.546,00 €	1.749,00 €	1.718,00 €	1.999,00 €	1.692,00 €	1.117,00 €
Cuentas a cobrar y otros activos corrientes	10.132,00 €	9.134,00 €	8.287,00 €	7.523,00 €	10.785,00 €	10.579,00 €	10.093,00 €
Administraciones públicas deudoras	1.193,00 €	2.213,00 €	2.120,00 €	902,00 €	1.561,00 €	1.676,00 €	1.375,00 €
Otros activos financieros corrientes	1.078,00 €	2.444,00 €	3.835,00 €	2.495,00 €	3.123,00 €	2.209,00 €	2.154,00 €
Efectivo y equivalentes de efectivo	7.151,00 €	7.245,00 €	8.580,00 €	5.604,00 €	6.042,00 €	5.692,00 €	5.192,00 €
Activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta	273,00 €	7,00 €	358,00 €	15.413,00 €	818,00 €	1.492,00 €	0,00 €
TOTAL ACTIVOS (A+B)	104.324,00 €	109.642,00 €	109.213,00 €	105.051,00 €	118.877,00 €	114.047,00 €	115.066,00 €
	-4,85%	0,30%	3,96%	-11,63%	4,24%	-0,89%	

Elaboración propia

Al fijarnos en la “Tabla 2: Balance-Activo” observamos la evolución del total de activos del grupo en el periodo 2017-2023. Destacaríamos una disminución del total de activos del 11,63% en el año 2020. Ese año la compañía vendió su negocio en Costa Rica, las torres de Telxius en España y parte de la fibra en Chile. Esta reducción, según lo relatado por el presidente del

grupo José María Álvarez-Pallete, formaba parte del plan estratégico de Telefónica enfocado en la creación de valor para los accionistas. (Álvarez-Pallete, 2020)

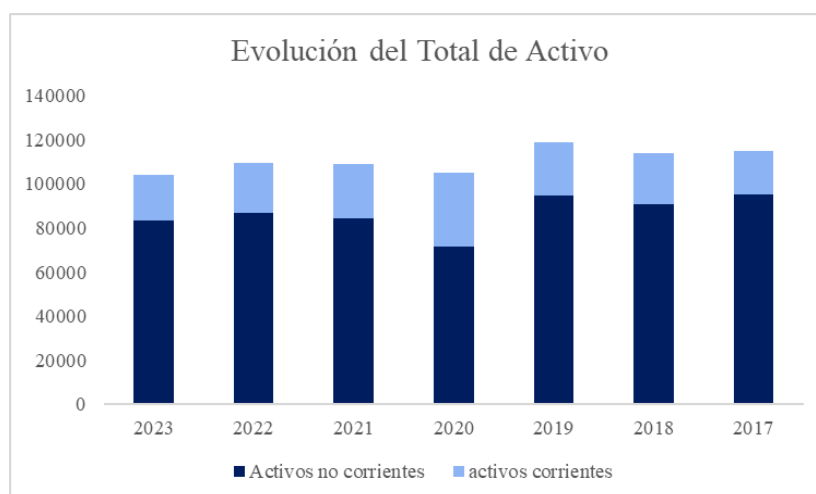
Esta disminución resulta llamativa ya que, como se puede observar, el total de activos corrientes de la compañía experimentó un crecimiento del 38,3% a causa de la subida en la partida “Activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta” (con un crecimiento del 1.700%).

A pesar del crecimiento en activos corrientes, el efecto de la caída de valor de los activos no corrientes es mayor. Vemos que esa disminución se debe a un descenso del inmovilizado inmaterial (caída del 24,49% respecto al año 2019), y más concretamente de las grandes bajadas en las partidas de intangibles (-28,35%), fondo de comercio (-32,91%) e inmovilizado material (-26,25%), fruto de las ventas realizadas.

Intangibles	11.488,00 €	16.034,00 €
<i>Variación</i>	<i>-28,35%</i>	
Fondo de comercio	17.044,00 €	25.403,00 €
<i>Variación</i>	<i>-32,91%</i>	
Inmovilizado material	23.769,00 €	32.228,00 €
<i>Variación</i>	<i>-26,25%</i>	

En los años 2021 y 2022 vemos como el total de activos de la compañía empieza a recuperarse, con leves crecimientos del 3,96% y 0,39%, y finalmente vuelven a caer en el año 2023 (disminución del 4,85% respecto al 2022), como reflejo de la rotación de activos que está llevando a cabo.

Gráfico 1: Evolución del Total de Activo



Elaboración propia

Composición del patrimonio neto y pasivo

Tabla 3: Balance-Patrimonio Neto y Pasivos

BALANCE							
Millones de €	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
PASIVO Y PATRIMONIO NETO	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
A) PATRIMONIO NETO	27.096,00 €	31.708,00 €	28.684,00 €	18.260,00 €	25.450,00 €	26.980,00 €	26.618,00 €
	-14,55%	10,54%	57,09%	-28,25%	-5,67%	1,36%	
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de la Sociedad dominante	21.852,00 €	25.088,00 €	22.207,00 €	11.235,00 €	17.118,00 €	17.947,00 €	16.920,00 €
Patrimonio neto atribuible a intereses minoritarios	5.244,00 €	6.620,00 €	6.477,00 €	7.025,00 €	8.332,00 €	9.033,00 €	9.698,00 €
B) PASIVOS NO CORRIENTES	53.829,00 €	54.834,00 €	55.034,00 €	58.674,00 €	63.236,00 €	57.418,00 €	59.382,00 €
	-1,83%	-0,36%	-6,20%	-7,21%	10,13%	-3,31%	
Pasivos financieros no corrientes	33.360,00 €	35.059,00 €	35.290,00 €	42.297,00 €	43.288,00 €	45.334,00 €	46.332,00 €
Deudas no corrientes por arrendamientos	6.708,00 €	6.657,00 €	6.391,00 €	4.039,00 €	5.626,00 €	0,00 €	1.687,00 €
Cuentas a pagar y otros pasivos no corrientes	3.605,00 €	3.546,00 €	3.089,00 €	2.561,00 €	2.928,00 €	1.890,00 €	0,00 €
Pasivos por impuestos diferidos	2.702,00 €	3.067,00 €	2.602,00 €	2.620,00 €	2.908,00 €	2.674,00 €	2.145,00 €
Provisiones a largo plazo	7.454,00 €	6.505,00 €	7.662,00 €	7.157,00 €	8.486,00 €	7.520,00 €	9.218,00 €
C) PASIVOS CORRIENTES	23.399,00 €	23.100,00 €	25.495,00 €	28.117,00 €	30.191,00 €	29.649,00 €	29.066,00 €
	1,29%	-9,39%	-9,33%	-6,87%	1,83%	2,01%	
Pasivos financieros corrientes	3.701,00 €	4.020,00 €	7.005,00 €	8.123,00 €	9.076,00 €	9.368,00 €	9.414,00 €
Deudas corrientes por arrendamientos	2.239,00 €	2.020,00 €	1.679,00 €	1.255,00 €	1.600,00 €	0,00 €	0,00 €
Cuentas a pagar y otros pasivos corrientes	13.957,00 €	13.509,00 €	13.210,00 €	10.912,00 €	14.903,00 €	15.485,00 €	15.095,00 €
Administraciones públicas acreedoras	1.869,00 €	1.920,00 €	2.026,00 €	1.732,00 €	2.560,00 €	2.047,00 €	2.341,00 €
Provisiones a corto plazo	1.596,00 €	1.631,00 €	1.441,00 €	1.304,00 €	1.672,00 €	1.912,00 €	2.216,00 €
Pasivos asociados con ANC y grupos enajenables mantenidos para la venta	37,00 €	0,00 €	134,00 €	4.791,00 €	380,00 €	837,00 €	0,00 €
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO NETO (A+B+C)	104.324,00 €	109.642,00 €	109.213,00 €	105.051,00 €	118.877,00 €	114.047,00 €	115.066,00 €
	-4,85%	0,39%	3,96%	-11,63%	4,24%	-0,89%	

Elaboración propia

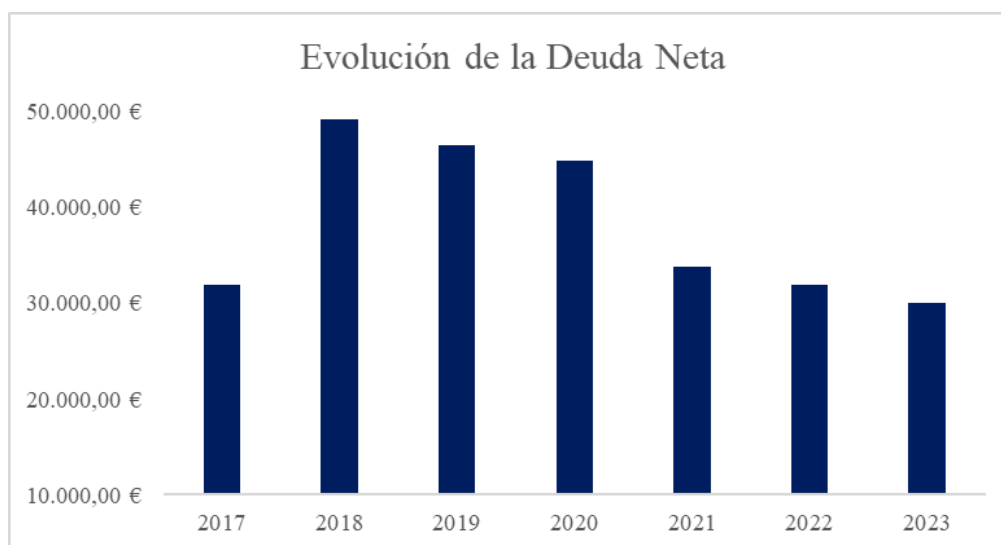
Observando ahora la “Tabla 3: Balance-Patrimonio Neto y Pasivos”, y en concreto la evolución que ha tenido el patrimonio neto en el mismo periodo 2017-2023, nos fijamos en que la tendencia ha sido siempre creciente, a excepción del año 2020, cuando experimentó una caída del 28,25% debido a las desinversiones anteriormente mencionadas.

Por otro lado, al observar la evolución del pasivo, vemos que ambas subdivisiones de la cuenta han mostrado estabilidad a lo largo de los años, con leves descensos de entre un 7,7%-9,5% a partir del año 2020. Algo que llama la atención ese mismo año (2020) es la subida que tiene la cuenta de pasivos asociados con ANC y grupos enajenables para la venta de cerca de un 1.160% (380€ en 2019 frente a 4.791€ en 2020), debido a reestructuraciones societarias (Reino Unido, Telxius y Costa Rica).

Como se puede observar en el “Gráfico 2: Evolución de la Deuda Neta” y la “Tabla 3: Evolución de la Deuda Neta” a continuación, a partir del año 2019 la deuda neta de Telefónica ha ido reduciéndose año tras año, siendo este uno de los principales objetivos a nivel financiero del grupo. “Las operaciones pendientes de completarse en 2021 generarán en torno a 9.000 millones de euros para rebajar aún más la deuda”. (Álvarez-Pallete, 2020)

Vemos que este objetivo se ha ido cumpliendo, con reducciones del 3,3% en 2020, 24,8% en 2021, 5,6% en 2022 y 6% en 2023.

Gráfico 2: Evolución de la Deuda Neta



Elaboración propia

Tabla 4: Evolución de la Deuda Neta

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deuda financiera	55.746,00 €	54.702,00 €	52.364,00 €	50.420,00 €	42.295,00 €	39.079,00 €	37.061,00 €
Efectivo	5.192,00 €	5.692,00 €	6.042,00 €	5.604,00 €	8.580,00 €	7.245,00 €	7.151,00 €
Deuda Neta Financiera	31.869,00 €	49.010,00 €	46.322,00 €	44.816,00 €	33.715,00 €	31.834,00 €	29.910,00 €
		53,79%	-5,48%	-3,25%	-24,77%	-5,58%	-6,04%

Elaboración propia

3.2 Cuenta de pérdidas y ganancias

Al observar la “Tabla 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias” y el “Gráfico 3: Evolución del Resultado del Ejercicio”, destacaría que Telefónica obtuvo resultados negativos (pérdidas de 574 millones de euros) en 2023. Esto resulta muy llamativo ya que es el primer año en el que la compañía incurre en pérdidas desde 2002, a pesar de que los ingresos del grupo hayan superado los 40.500 millones de euros, suponiendo un aumento del 1,65% respecto a 2022.

Hasta el tercer trimestre de 2023, el grupo seguía presentando resultados positivos, y fue a partir de septiembre cuando éstos se desplomaron. La causa de esto proviene del efecto fiscal que ocasionó la provisión dotada para cubrir la reducción de plantilla que tuvo que realizar

Telefónica por el ERE llevado a cabo en España, y por una revisión contable que se realizó del negocio de la compañía en Reino Unido.

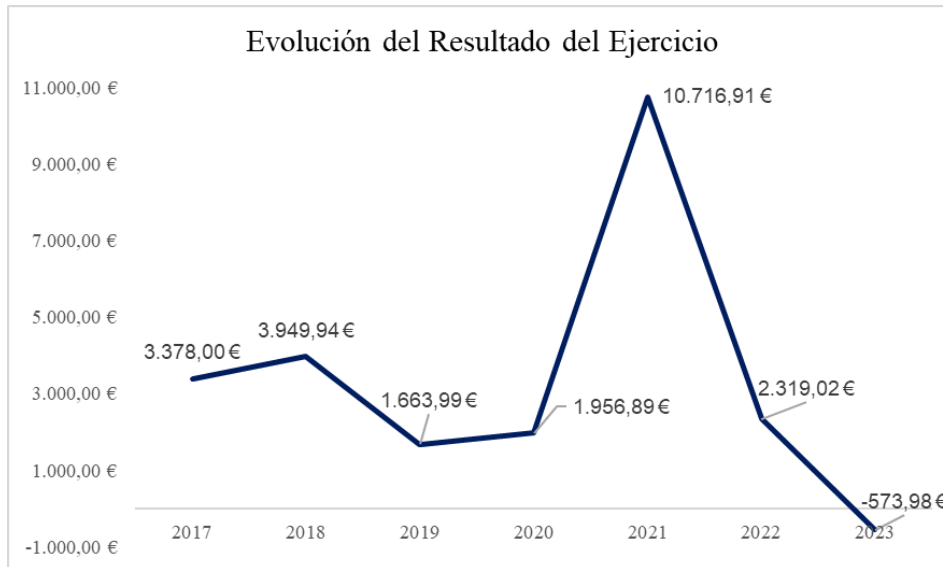
La plantilla de trabajadores se redujo en más de 3.000 empleados, muchos de ellos con salida voluntaria, y esto tuvo un impacto negativo en las cuentas anuales del 2023 de 1.185 millones de euros. Por otro lado, los resultados extraordinarios negativos de 1.786 millones, reflejados en la partida en la partida de “Participación en resultados de inversiones puestas en equivalencia”, provienen de la subida de los tipos de interés y las condiciones macroeconómicas en Reino Unido, que afectaron negativamente a las estimaciones de los flujos de caja que la compañía esperaba obtener, reduciendo considerablemente la cifra del fondo de comercio. (Larrouy, 2024)

Tabla 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS							
Millones de €	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Ventas y prestaciones de servicios	40.652,00 €	39.993,00 €	39.277,00 €	43.076,00 €	48.422,00 €	48.693,00 €	52.008,00 €
	1,65%	1,82%	-8,82%	-11,04%	-0,56%	-6,37%	
Otros ingresos	1.541,00 €	2.065,00 €	12.673,00 €	1.587,00 €	2.842,00 €	1.622,00 €	1.489,00 €
Aprovisionamientos	-13.298,00 €	-12.941,00 €	-12.258,00 €	-13.014,00 €	-13.635,00 €	-14.013,00 €	-15.022,00 €
Gastos de personal	-7.207,00 €	-5.524,00 €	-6.733,00 €	-5.280,00 €	-8.066,00 €	-6.332,00 €	-6.862,00 €
Otros gastos	-10.298,00 €	-10.741,00 €	-10.976,00 €	-12.871,00 €	-14.444,00 €	-14.399,00 €	-15.426,00 €
EBITDA	11.390,02 €	12.852,02 €	21.982,91 €	13.497,89 €	15.118,99 €	15.570,94 €	16.187,00 €
	-11,38%	-41,54%	62,86%	-10,72%	-2,90%	-3,81%	
Amortizaciones	-8.797,00 €	-8.796,00 €	-8.397,00 €	-9.359,00 €	-10.582,00 €	-9.049,00 €	-9.396,00 €
	0,01%	4,75%	-10,28%	-11,56%	16,94%	-3,69%	
Resultado Operativo (EBIT)	2.593,02 €	4.056,02 €	13.585,91 €	4.138,89 €	4.536,99 €	6.521,94 €	6.791,00 €
Participación en resultados de inversiones puestas en equivalencia	-2.162,00 €	217,00 €	-127,00 €	2,00 €	13,00 €	4,00 €	5,00 €
Ingresos financieros	1.099,00 €	1.803,00 €	614,00 €	677,00 €	842,00 €	1.458,00 €	1.073,00 €
Diferencias positivas de cambio	1.837,00 €	2.910,00 €	2.801,00 €	3.847,00 €	2.461,00 €	3.389,00 €	3.958,00 €
Gastos financieros	-3.014,00 €	-3.030,00 €	-2.028,00 €	-2.417,00 €	-2.795,00 €	-2.690,00 €	-3.363,00 €
Diferencias negativas de cambio	-1.826,00 €	-2.996,00 €	-2.751,00 €	-3.665,00 €	-2.340,00 €	-3.112,00 €	-3.867,00 €
Resultado financiero neto	-1.904,00 €	-1.313,00 €	-1.364,00 €	-1.558,00 €	-1.832,00 €	-955,00 €	-2.199,00 €
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	-1.472,98 €	2.960,02 €	12.094,91 €	2.582,89 €	2.717,99 €	5.570,94 €	4.597,00 €
Impuesto sobre beneficios	899,00 €	-641,00 €	-1.378,00 €	-626,00 €	-1.054,00 €	-1.621,00 €	-1.219,00 €
RESULTADO DEL EJERCICIO	-573,98 €	2.319,02 €	10.716,91 €	1.956,89 €	1.663,99 €	3.949,94 €	3.378,00 €
	-124,75%	-78,36%	447,65%	17,60%	-57,87%	16,93%	
Atribuido a los accionistas de la Sociedad dominante	-892,00 €	2.011,00 €	8.137,00 €	1.582,00 €	1.142,00 €	3.331,00 €	3.132,00 €
Atribuido a intereses minoritarios	318,00 €	308,00 €	2.580,00 €	375,00 €	522,00 €	619,00 €	246,00 €
Resultado básico por acción (euros)	-0,20 €	0,31 €	1,34 €	0,22 €	0,17 €	0,57 €	0,56 €
Resultado diluido por acción (euros)	-0,20 €	0,31 €	1,34 €	0,22 €			

Elaboración propia

Gráfico 3: Evolución del Resultado del Ejercicio



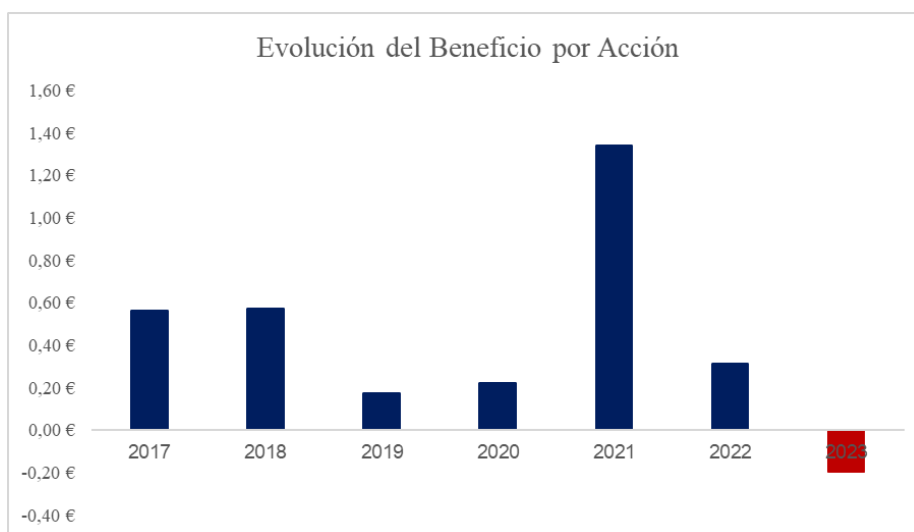
Elaboración propia

De no haberse dado estas circunstancias, el resultado del ejercicio hubiera sido un beneficio neto de 2.367 millones de euros, con un crecimiento del 17% respecto al año 2022, según su informe de cuentas auditadas enviado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este incremento iría en línea con el objetivo que se había marcado Telefónica en 2023, aumentar su cifra de ventas y facturación. En lo referente a España, los ingresos aumentaron más de un 3% respecto al 2022, principalmente por la venta de terminales de la compañía en el país, y acompañado del aumento en el número de clientes y la disminución de la tasa de abandono (*churn rate*). (Larrouy, 2024)

Algo que también llama la atención es el ingreso de 899 millones de euros que tuvo Telefónica por impuestos en el año 2023. Esto se debe al “registro del efecto fiscal de la provisión asociada al plan de despidos colectivos y al reconocimiento de activos por impuestos diferidos por el uso futuro de créditos fiscales, ambos en España.” (Telefónica, 2023)

Como se puede observar en la “Tabla 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias” y en el “Gráfico 4: Evolución del Beneficio por Acción”, el beneficio por acción para el año 2023 fue de -0,20€ para los accionistas de la sociedad.

Gráfico 4: Evolución del Beneficio por Acción



Elaboración propia

Asimismo, se puede observar en la “Tabla 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias” un incremento del 62.9% para el año 2021 en el EBITDA respecto al año anterior, a causa del incremento en la partida “Otros ingresos” de un 700%.

Durante el año 2021 la compañía obtuvo un múltiplo de beneficio récord con la fusión de las líneas O2 y Virgin Media, y la venta de las torres de Telxius a American Tower, con el fin de reforzar el posicionamiento del grupo como líder en telecomunicaciones en la nueva era digital. Estas han sido dos de las transacciones más importantes realizadas por Telefónica desde su origen. A esto se une también la mejora de la operativa interna del grupo gracias a la digitalización de cerca del 80% de todos sus procesos. (Telefónica, 2022)

El resultado del ejercicio para 2021 alcanzó la cifra de 10.717 millones de euros, representando un aumento del 447,65% respecto al año 2020. Como se observa en el “Gráfico 4: Evolución del Beneficio por Acción”, el beneficio por acción para el año 2021 fue de 1,34€, suponiendo un aumento de un 509,1% respecto al beneficio por acción del año anterior (0,22€ por acción en 2020).

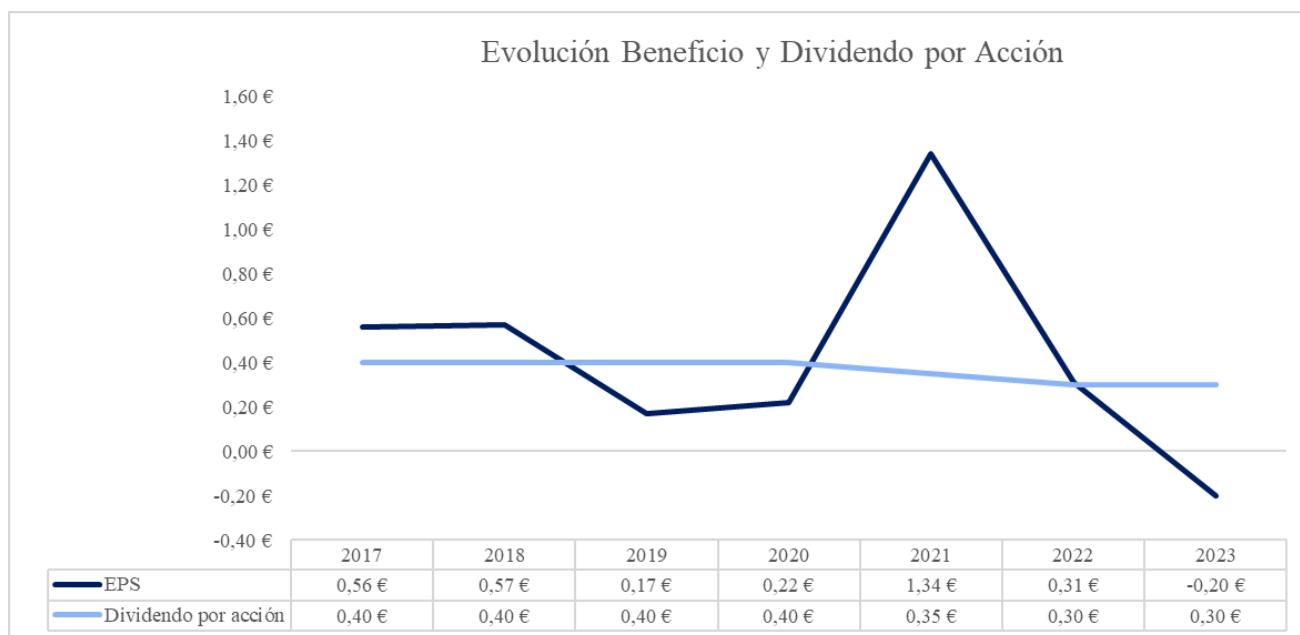
Como se puede observar en el “Gráfico 5: Evolución Beneficio y Dividendo por Acción” la evolución del beneficio por acción de Telefónica ha fluctuado bastante en el periodo analizado (2017-2023). En el año 2021 el valor del beneficio por acción llegó a alcanzar 1,34€ por acción, lo cual representa un incremento del 509% respecto al valor del año 2020.

Esta subida se debe mayoritariamente a ingresos extraordinarios que generó la compañía por la fusión de su filial inglesa O2 con Virgin Media y a la venta de sus torres de telecomunicaciones de Telxius a American Tower. (Fernández, 2022)

Se aprecia también un beneficio por acción negativo de 0,20€ en el año 2023, a causa de las pérdidas en que incurrió la compañía a causa del ERE que se dió en España y una revisión contable en Reino Unido. (Larrouy, 2024)

A diferencia del beneficio por acción, el dividendo por acción repartido por Telefónica desde 2017 hasta 2023 ha sido bastante estable, con variaciones apenas significativas de año a año, y oscilando en el rango de 0,30€-0,40€ por acción. Llama la atención en el año 2023 que, a pesar de que el resultado del ejercicio de ese año fuera negativo, Telefónica repartió dividendo a sus accionistas fruto de su resultado operativo positivo, sin tener en cuenta la provisión fiscal que tuvo que dotar a causa del ERE para empleados. (Público, 2024)

Gráfico 5: Evolución Beneficio y Dividendo por Acción



Elaboración propia

3.3 Estado de flujos de caja

Tabla 5: Estado de Flujos de Caja

ESTADO DE FLUJOS DE CAJA							
Millones de €	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Cobros de explotación	47.314,00 €	46.925,00 €	46.415,00 €	51.353,00 €	57.699,00 €	58.815,00 €	63.456,00 €
Pagos de explotación	-34.646,00 €	-34.778,00 €	-34.379,00 €	-36.477,00 €	-41.224,00 €	-42.891,00 €	-46.929,00 €
Pagos netos de intereses y otros gastos financieros netos de los cobros de dividendos	-565,00 €	-292,00 €	-1.309,00 €	-1.171,00 €	-1.725,00 €	-1.636,00 €	-1.726,00 €
(Pagos)/cobros por impuestos	-454,00 €	-92,00 €	-459,00 €	-509,00 €	272,00 €	-865,00 €	-1.005,00 €
Flujo de efectivo neto procedente de las operaciones	11.649,00 €	11.763,00 €	10.268,00 €	13.196,00 €	15.022,00 €	13.423,00 €	13.796,00 €
<i>Variación respecto al año anterior</i>	<i>-0,97%</i>	<i>14,56%</i>	<i>-22,19%</i>	<i>-12,16%</i>	<i>11,91%</i>	<i>-2,70%</i>	
(Pagos)/cobros por inversiones materiales e intangibles	-5.851,00 €	-5.508,00 €	-6.164,00 €	-7.020,00 €	-7.659,00 €	-8.585,00 €	-8.992,00 €
(Pagos)/Cobros por desinversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes enajenados	1.004,00 €	-115,00 €	13.369,00 €	81,00 €	1.723,00 €	29,00 €	40,00 €
Pagos por inversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes adquiridos	-252,00 €	-1.628,00 €	-414,00 €	-79,00 €	-12,00 €	-3,00 €	-128,00 €
Cobros procedentes de inversiones financieras no incluidas en equivalentes de efectivo	1.432,00 €	2.967,00 €	2.163,00 €	2.308,00 €	1.835,00 €	1.004,00 €	296,00 €
Pagos por inversiones financieras no incluidas en equivalentes de efectivo	-1.475,00 €	-2.575,00 €	-1.474,00 €	-3.297,00 €	-1.132,00 €	-965,00 €	-1.106,00 €
Cobros (pagos) netos por inversiones financieras temporales	856,00 €	1.532,00 €	-1.584,00 €	217,00 €	-396,00 €	-202,00 €	-357,00 €
Government Grants Received	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	37,00 €	2,00 €
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de inversión	-4.286,00 €	-5.327,00 €	5.896,00 €	-7.790,00 €	-5.641,00 €	-8.685,00 €	-10.245,00 €
<i>Variación respecto al año anterior</i>	<i>19,54%</i>	<i>-190,35%</i>	<i>175,69%</i>	<i>-38,10%</i>	<i>35,05%</i>	<i>15,23%</i>	
Pagos por dividendos	-2.139,00 €	-1.397,00 €	-3.630,00 €	-1.296,00 €	-2.742,00 €	-2.794,00 €	-2.459,00 €
Cobros por ampliación de capital de intereses minoritarios	113,00 €	1.022,00 €	0,00 €	323,00 €	0,00 €	0,00 €	2,00 €
(Pagos)/cobros por acciones propias y otras operaciones con accionistas y con intereses minoritarios	-1.771,00 €	-555,00 €	-604,00 €	-223,00 €	-504,00 €	379,00 €	1.269,00 €
Operaciones con otros tenedores de instrumentos de patrimonio	-329,00 €	-268,00 €	-354,00 €	-1.020,00 €	390,00 €	-561,00 €	646,00 €
Emissiones de obligaciones y bonos, y otras deudas	967,00 €	1.746,00 €	561,00 €	4.011,00 €	4.186,00 €	4.289,00 €	8.390,00 €
Cobros por préstamos, créditos y pagarés	1.707,00 €	839,00 €	3.085,00 €	4.516,00 €	1.702,00 €	3.973,00 €	4.844,00 €
Amortización de obligaciones y bonos, y otras deudas	-1.910,00 €	-3.541,00 €	-5.847,00 €	-6.728,00 €	-3.653,00 €	-4.654,00 €	-6.687,00 €
Pagos por amortización de préstamos, créditos y pagarés	-1.465,00 €	-3.077,00 €	-4.146,00 €	-2.852,00 €	-6.356,00 €	-4.040,00 €	-6.711,00 €
Pagos de principal de deuda por arrendamientos	-2.114,00 €	-1.996,00 €	-1.782,00 €	-1.787,00 €	-1.518,00 €	0,00 €	0,00 €
Pagos de explotación e inversiones materiales e intangibles financiados	-245,00 €	-698,00 €	-273,00 €	-382,00 €	-526,00 €	-472,00 €	-1.046,00 €
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de financiación	-7.186,00 €	-7.925,00 €	-12.990,00 €	-5.438,00 €	-9.021,00 €	-3.880,00 €	-1.752,00 €
<i>Variación respecto al año anterior</i>	<i>9,32%</i>	<i>38,99%</i>	<i>-138,87%</i>	<i>39,72%</i>	<i>-132,50%</i>	<i>-121,46%</i>	
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	-258,00 €	156,00 €	-179,00 €	-402,00 €	7,00 €	-244,00 €	-341,00 €
Efectivo reclasificado a activos mantenidos para la venta	-14,00 €	0,00 €	-7,00 €	-4,00 €	-14,00 €	-111,00 €	0,00 €
Efecto de cambios en métodos de consolidación y otros	1,00 €	-2,00 €	0,00 €	-12,00 €	0,00 €	-3,00 €	-2,00 €
Variación neta en efectivo y equivalentes durante el periodo	-94,00 €	-1.335,00 €	2.976,00 €	-438,00 €	350,00 €	500,00 €	1.456,00 €
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL INICIO DEL PERIODO	7.245,00 €	8.580,00 €	5.604,00 €	6.042,00 €	6.042,00 €	5.192,00 €	3.736,00 €
<i>Variación respecto al año anterior</i>	<i>-1,30%</i>	<i>-15,56%</i>	<i>53,10%</i>	<i>-7,25%</i>	<i>6,15%</i>	<i>9,63%</i>	

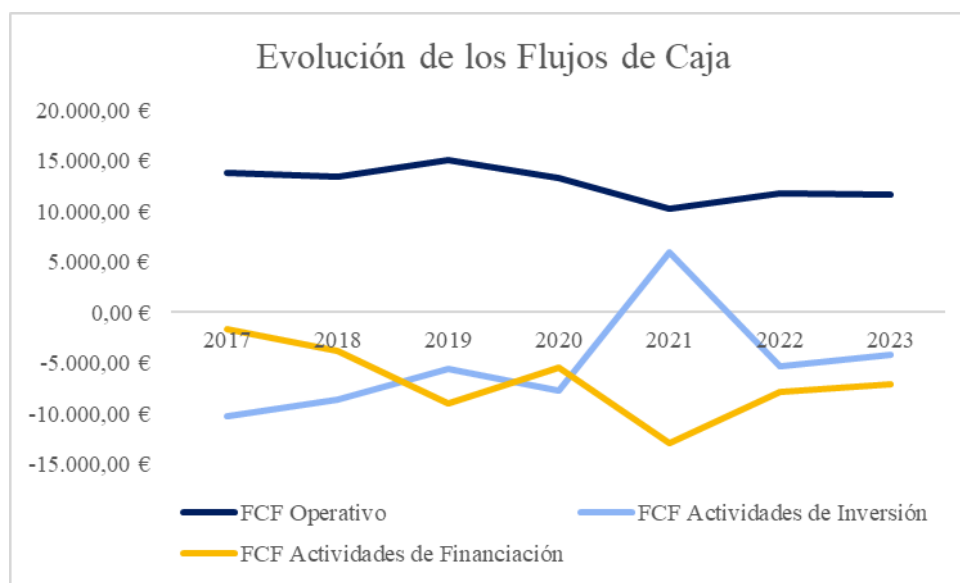
Elaboración propia

En lo referente al flujo de caja generado por Telefónica en el año 2023, el grupo obtiene un total de 7,15 millones de euros, disminuyendo un 1,3% respecto al año anterior. Si analizamos la procedencia de cada uno de los flujos de caja, observamos como el procedente de las actividades operativas del grupo ha disminuido cerca de un 1% respecto a 2022 (con un importe de 11,65 millones de euros), el procedente de las actividades financieras del grupo ha disminuido un 19,54% (con un importe de -4,29 millones de euros), siendo un descenso bastante menor al que hubo en los años 2021 y 2022; y el flujo de caja procedente de las actividades financieras ha disminuido un 9,32% (con un importe de -7,19 millones de euros).

En el “Gráfico 6: Evolución de los Flujos de Caja” que se presenta a continuación se puede observar la evolución que éstos han tenido para el periodo 2017-2023. Por lo general, el flujo de caja operativo se ha mantenido relativamente estable con el paso de los años, con ligeros descensos tras la pandemia del Covid-19 y una posterior recuperación. El flujo de caja procedente de las actividades de inversión ha tenido mayor variación, con una tendencia creciente y un significativo aumento en el periodo 2020-2021 (175,7%), seguido de un gran descenso en el periodo 2021-2022 (-190,4%). Por último, en cuanto al flujo de caja

procedente de las actividades de financiación, se observa como la tendencia ha sido decreciente, con tres bajadas significativas en los periodos 2017-2018 (-121,5%), 2018-2019 (-132%) y 2020-2021 (-138,9%).

Gráfico 6: Evolución de los Flujos de Caja



Elaboración propia

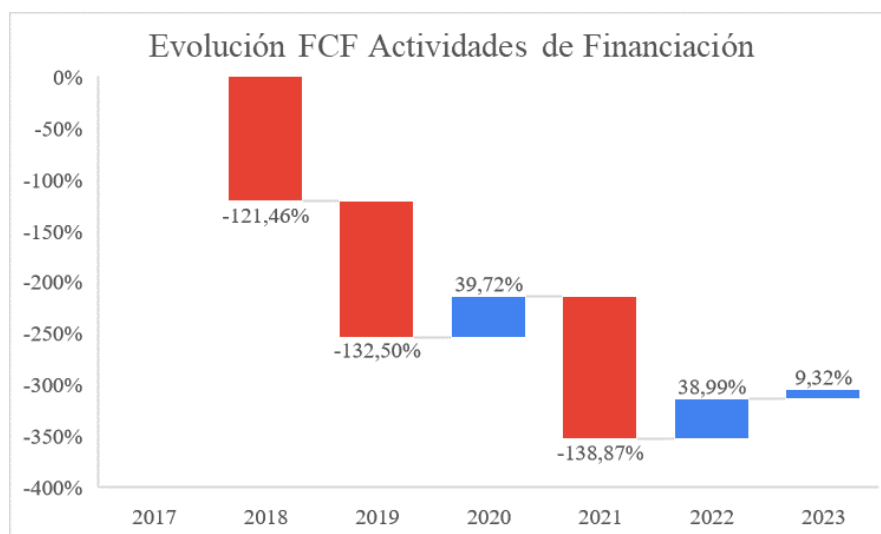
En los referente al incremento en el flujo de caja procedente de las actividades de inversión en el periodo mencionado con anterioridad, en la “Tabla 5: Estado de Flujos de Caja” se observa como Telefónica obtuvo un ingreso de 13.369 millones de euros para el año 2021 en la cuenta “Cobros por desinversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes enajenados”, a causa de la fusión y la venta previamente mencionadas. Esa cifra es más de siete veces la obtenida en el año 2019 (1.723 millones de euros), la segunda mayor cifra para esa cuenta en el periodo analizado (2017-2023). Este ingreso extraordinario genera un flujo de caja positivo para 2021, a diferencia del flujo negativo generado por las actividades de inversión de la compañía durante el resto de años analizados.

Seguidamente, si entramos más en detalle en el flujo de caja financiero del grupo con el “Gráfico 7: Evolución FCF Actividades de financiación”, observamos como la disminución que se da entre los años 2017-2018 proviene principalmente de las reducciones de las cifras de las partidas “(Pagos)/cobros por acciones propias y otras operaciones con accionistas y con intereses minoritarios” (bajada del 70%), “Operaciones con otros tenedores de

instrumentos de patrimonio” (bajada del 187%) y “Emisiones de obligaciones y bonos, y otras deudas” (bajada del 49%).

La siguiente disminución del flujo de caja financiero entre los años 2018-2019 proviene principalmente de un descenso del 57% en las partidas “Cobros por préstamos, créditos y pagarés” y “Pagos por amortización de préstamos, créditos y pagarés”. También se puede apreciar cómo a partir del año 2019 la cuenta “Pagos de principal de deuda por arrendamientos” comienza a generar flujos de caja negativos, lo cual afecta a esa disminución del flujo de caja financiero en el año 2019. Por último, entre los años 2021-2022, la disminución del flujo de caja es ocasionado por el reparto de dividendos tan elevado (1,21€ por acción), la disminución en emisiones de obligaciones y bonos y otras deudas (bajada del 615%), y el incremento en amortización de préstamos, créditos y pagarés.

Gráfico 7: Evolución FCF Actividades de financiación



Elaboración propia

CAPÍTULO 4: ANÁLISIS FUNDAMENTAL

A continuación se presenta el análisis fundamental del Grupo Telefónica, el cual se ha realizado en base a diferentes múltiplos. Mediante este análisis se busca evaluar la solvencia, rentabilidad, liquidez y valor de mercado de la empresa. El principal beneficio de este tipo de valoración, es la obtención de una visión rápida y global de la evolución que ha tenido la compañía a lo largo del tiempo, y el poder compararla con compañías similares y evaluar nuestro desempeño frente al mercado.

Cabe mencionar que en capítulos posteriores se pasará a valorar Telefónica S.A. en base a la obtención de múltiplos comparables de sus competidores en el mercado español.

4.1 Solvencia a corto plazo

La capacidad de liquidez o solvencia a corto plazo de una empresa viene dada por la facilidad o rapidez que ésta tiene para hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo (aquellas con duración inferior a un año). El análisis de liquidez es uno de los más importantes, ya que está directamente relacionado con el riesgo financiero de una empresa. El futuro de una compañía recae sobre la capacidad que ésta tiene de hacer frente a sus deudas a corto plazo, porque cuando esta capacidad no es suficiente, el resto de objetivos de rentabilidad pasan a estar en un marco secundario. (Palenzuela, 1995)

Liquidez

El ratio de liquidez se mide como el coeficiente entre los activos circulantes y pasivos circulantes de una empresa, y mide su capacidad al instante de afrontar sus obligaciones a corto plazo. Un buen ratio de liquidez es aquel cercano o superior a uno.

Este coeficiente mide el margen de seguridad de una empresa frente a la incertidumbre que tienen sus flujos de caja. Ha de tenerse en cuenta que este cálculo es estático, ya que la evolución de la entrada y salida de flujos de caja en la empresa es un factor fundamental a la hora de estudiar la solvencia a corto plazo de una empresa. (Palenzuela, 1995)

Tabla 6: Ratio de liquidez

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Liquidez	0,89	0,98	0,98	1,20	0,81	0,79	0,69
Variación %	-9,29%	0,01%	-18,31%	48,54%	2,36%	14,80%	

Elaboración propia

Al analizar la evolución de este ratio en Telefónica observamos que en durante los años posteriores al Covid-19 se ha mantenido en el rango 0,9-1,2, lo cual indica la salud financiera de la compañía. A pesar de que en el año 2023 este valor se encuentre algo por debajo de 1, no significa que Telefónica sea insolvente, ya que, como se mencionó anteriormente, éste ratio es estático y para obtener una visión más dinámica de la liquidez de la compañía se deben estudiar otros ratios y, sobre todo, el estado de flujos de caja.

Tesorería / Test ácido

El ratio de tesorería o test ácido es una medida de solvencia a corto plazo más inmediata que el ratio de liquidez, ya que evalúa la capacidad de la empresa de repagar sus deudas a corto plazo con sus activos más líquidos. Se calcula como el cociente entre los activos corrientes (sin tener en cuenta el inventario) y el pasivo corriente, y para que éste sea bueno también ha de ser cercano a uno.

Tabla 7: Ratio de tesorería

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Tesorería	0,85	0,91	0,91	1,14	0,74	0,73	0,65
Variación %	-6,98%	0,19%	-19,96%	53,58%	1,29%	12,80%	

Elaboración propia

De la misma manera que al analizar el ratio de liquidez, observamos que Telefónica también muestra una situación estable en cuanto a su ratio de tesorería (con valores en el rango de 0,9-1,1 en los años más recientes), mostrando capacidad de solvencia a corto plazo con sus flujos de caja más directos y rápida capacidad de pago a sus deudores a corto plazo.

Caja

El último indicador de la liquidez de una empresa a corto plazo es su ratio de caja, calculado como el cociente entre su caja y su pasivo corriente. Esta medida, a pesar de no ser la más empleada a la hora de estudiar la solvencia a corto plazo (ya que la gran mayoría de empresas disponen de poca caja en comparación al resto de sus partidas), es la más representativa de la inmediatez de hacer frente a obligaciones a corto plazo.

Tabla 8: Ratio de caja

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Caja	0,31	0,31	0,34	0,20	0,20	0,19	0,18
Variación %	-2,56%	-6,80%	68,85%	-0,41%	4,24%	7,47%	

Elaboración propia

Como se puede observar, el ratio de caja de Telefónica es inferior a 0,5 en todos los años, indicando que tiene poca capacidad de repagar con caja sus deudas a corto plazo. A pesar de esto, es preferible que este ratio se encuentre entre en el rango de 0,2-0,5, ya que indica que Telefónica tiene su dinero en movimiento. Esto quiere decir que en lugar de mantener el dinero bajo llave, éste está siendo invertido en hacer crecer la compañía y está generando valor. Mientras que los ratios de liquidez y tesorería sean cercanos a uno, Telefónica no ha de darle gran importancia a su ratio de caja.

4.2 Solvencia a largo plazo

Al estudiar la capacidad de solvencia a largo plazo de una compañía, se analiza su estabilidad financiera mediante su capacidad de hacer frente a sus obligaciones de pago a largo plazo. El riesgo de insolvencia depende en gran medida de la estructura de capital de una empresa, es decir, de la relación entre sus recursos propios y sus recursos ajenos. A mayor proporción de recursos ajenos, mayor riesgo tiene la compañía de incurrir en quiebra si no se lleva una buena gestión. (Palenzuela, 1995)

Apalancamiento

El apalancamiento es uno de los tres componentes principales a la hora de estudiar la rentabilidad de una empresa. Éste se obtiene dividiendo el total de activos entre el valor de

los recursos propios, e indica la capacidad de la compañía y sus accionistas de apalancar su inversión con financiación ajena. (Toro, 2022)

Tabla 9: Ratio de apalancamiento

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Apalancamiento	3,85	3,46	3,81	5,75	4,67	4,23	4,32
Variación %	11,35%	-9,18%	-33,82%	23,17%	10,50%	-2,22%	

Elaboración propia

Como se puede ver, en el periodo de tiempo indicado, Telefónica mantiene un nivel de apalancamiento apropiado, situándose en torno al 35%-40%, indicando que menos de la mitad de los activos de la compañía. Al pertenecer la industria de las telecomunicaciones a un sector cíclico, el grupo tenderá a comportarse de forma más conservadora, lo cual supone tener un menor porcentaje de deuda en el balance.

Poniendo el foco en el año 2023, se entiende que por cada 1€ de capital propio aportado, se tiene 3,85€ de capital ajeno.

Endeudamiento

El ratio de endeudamiento se calcula como el cociente entre el total de la deuda de una compañía y el total de sus recursos propios, indicando la relación entre ambos tipos de financiación. Un buen ratio de endeudamiento, generalmente hablando, es aquel que se encuentra entre el rango 0,4-0,6, el cual indica que hay un balance estable entre los recursos de financiación propia y ajena dentro de la empresa. Cuanto más apalancada esté la empresa, mayor ratio de endeudamiento tendrá.

Tabla 10: Ratio de endeudamiento

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Endeudamiento	2,85	2,46	2,81	4,75	3,67	3,23	3,32
Variación %	15,96%	-12,45%	-40,93%	29,48%	13,76%	-2,88%	

Elaboración propia

Tal y como se observa en la imagen anterior, a partir del año 2020 el ratio de endeudamiento de Telefónica ha ido disminuyendo (con un ligero aumento en el año 2023), situándose en un rango de 2,5-3,0. A diferencia de lo mencionado anteriormente, el ratio de la compañía se

sitúa por debajo de lo recomendado, no obstante, esta diferencia negativa es pequeña por lo que no representa un motivo de alarma para la compañía.

Centrándonos en el ratio de 2023, se entiende que por cada 1€ aportado de capital propio, se tienen 2,85€ de capital ajeno en el balance de Telefónica.

Solvencia

El ratio de solvencia muestra la capacidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones a largo plazo, indicando el grado de solidez de la base de activos de la misma. Este múltiplo se calcula como el cociente entre el total de activos de la compañía y el total de pasivos, y debe situarse en torno a 1,5.

Tabla 11: Ratio de solvencia

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Solvencia	1,35	1,41	1,36	1,21	1,27	1,31	1,30
Variación %	-3,98%	3,74%	12,05%	-4,87%	-2,86%	0,69%	

Elaboración propia

Como se puede observar la evolución de este ratio ha sido positiva, situándose próximo a 1,5. Esto indica que Telefónica es capaz de repagar su deuda total 1,35 veces (para el año 2023) con su activo total, indicando estabilidad financiera a largo plazo. También da a entender que el grupo tiene capacidad de reacción ante situaciones inesperadas.

Al comparar el valor de este ratio con el del ratio de liquidez que se analizó anteriormente, observamos que a pesar de que Telefónica no es capaz de hacer frente al total de su deuda a corto plazo con su activo corriente, sí que es capaz de cubrir toda su deuda con el activo. Por ello es una empresa solvente.

Cobertura de intereses

A continuación se presenta el ratio de cobertura de intereses, el cual indica el número de veces que una compañía es capaz de repagar los intereses de la deuda que tiene con el beneficio operativo que genera. Éste se calcula como el cociente entre el EBIT y los intereses, y el objetivo es que sea mayor que 2.

Este índice es considerado importante por inversores y acreedores, ya que muestra la capacidad de la empresa de cumplir con sus obligaciones deudoras.

Tabla 12: Ratio de cobertura de intereses

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Cobertura de intereses	4,59	13,89	10,38	3,53	2,63	3,99	3,93
<i>Variación %</i>	<i>-66,96%</i>	<i>33,83%</i>	<i>193,64%</i>	<i>34,38%</i>	<i>-34,02%</i>	<i>1,32%</i>	

Elaboración propia

Podemos observar como este ratio se mantiene siempre positivo y por encima de la cifra considerada adecuada, llegando a alcanzar valores muy elevados en los años 2021 y 2022 (10,38 y 13,89, respectivamente), indicando una sobrecapacidad por parte de la compañía de repagar intereses.

Como se menciona en el capítulo anterior, en el año 2021 Telefónica obtuvo un resultado operativo muy por encima de años anteriores, debido a ingresos extraordinarios que provenían del éxito de la fusión de O2 y Virgin Media para crear un operador en Reino Unido. (Telefónica, 2022)

Cobertura de efectivo

El ratio de cobertura de efectivo, al igual que el anterior, muestra la capacidad de la empresa para hacer frente a sus intereses de deuda con el beneficio operativo que genera. La única diferencia es que el índice de cobertura de efectivo incluye gastos no monetarios como la amortización y depreciación del activo, lo cual muestra una visión más realista, aunque menos conservadora, de la capacidad de repago de intereses.

Tabla 13: Ratio de cobertura de efectivo

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Cobertura de efectivo	20,16	44,01	16,79	11,53	8,76	9,52	9,38
<i>Variación %</i>	<i>-54,20%</i>	<i>162,09%</i>	<i>45,69%</i>	<i>31,51%</i>	<i>-7,91%</i>	<i>1,49%</i>	

Elaboración propia

Siguiendo la misma línea de análisis que en el apartado anterior, los ratios de cada año son positivos, mostrando la capacidad de Telefónica de hacer frente a su deuda. Observamos

como para el año 2022 este ratio es muy superior al de otros periodos (44,0), y esto se debe a la disminución de pago neto de intereses que tuvo Telefónica en ese año.

4.3 Rotación

Rotación de inventario

El ratio de rotación de inventario indica la eficiencia con la que una compañía gestiona su inventario para generar beneficios, y se calcula como el cociente entre los aprovisionamientos (coste de ventas) y el inventario promedio del año.

Tabla 14: Ratio de rotación de inventario

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Rotación de inventario	14,31	8,37	7,01	7,58	6,82	8,28	13,45
<i>Variación %</i>	<i>71,01%</i>	<i>19,43%</i>	<i>-7,48%</i>	<i>11,06%</i>	<i>-17,64%</i>	<i>-38,42%</i>	

Elaboración propia

Como se puede observar el ratio para el año 2023 experimenta una subida del 71%, debido mayoritariamente a la disminución de las existencias ese año (bajada del 40%). Para el resto de años se puede ver que el valor oscila entre el rango de 6,8%-8,3% (sin tener en cuenta el del año 2017).

Rotación de activos

El ratio de rotación de activos sirve como indicador de la eficiencia con la que una compañía gestiona sus activos para generar beneficio. Hace referencia al número de veces que una empresa renueva su inventario durante el ejercicio y se calcula como el cociente entre el total de ventas y el el total de activo. (Berezo, 2016)

Tabla 15: Ratio de rotación de activos

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Rotación de activos	0,39	0,36	0,36	0,41	0,41	0,43	0,45
<i>Variación %</i>	<i>6,83%</i>	<i>1,42%</i>	<i>-12,29%</i>	<i>0,67%</i>	<i>-4,60%</i>	<i>-5,54%</i>	

Elaboración propia

Como se puede observar, el ratio de rotación de activos de Telefónica se mantiene en el rango de 0,4-0,5 para el periodo analizado (2017-2023), lo que indica que alrededor del 40%-50% de los activos de la empresa son empleados para generar ventas. (Berezo, 2016)

Rotación de cuentas a cobrar

El ratio de rotación de cuentas a cobrar se emplea para medir la eficiencia de una compañía a la hora de gestionar sus derechos de cobro y se calcula como el total de ventas dividido por el total de clientes (cuentas a cobrar).

Tabla 16: Ratio de rotación de cuentas a cobrar

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Rotación de cuentas a cobrar	4,01	4,38	4,74	5,73	4,49	4,60	5,15
<i>Variación %</i>	<i>-8,36%</i>	<i>-7,62%</i>	<i>-17,23%</i>	<i>27,53%</i>	<i>-2,46%</i>	<i>-10,68%</i>	

Elaboración propia

Como se puede ver en la tabla, Telefónica mantiene una ratio de cuentas a cobrar en un rango de 4,5-5, con una tendencia decreciente a partir del año 2020. Para el año 2023 el grupo generó cuatro veces en beneficio por ventas la cantidad que tenía pendiente de cobro.

Rotación de cuentas a pagar

El ratio de rotación de cuentas a pagar o ratio de rotación de proveedores es un indicador de la eficiencia con la que una empresa gestiona sus deudas y a la vez es un indicador de solvencia a corto plazo, y se calcula como el coste de ventas del periodo entre el total de cuentas a pagar.

Tabla 17: Ratio de cuentas a pagar

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Rotación de cuentas a pagar	2,91	2,96	2,97	3,95	3,25	3,14	3,45
<i>Variación %</i>	<i>-1,61%</i>	<i>-0,43%</i>	<i>-24,68%</i>	<i>21,50%</i>	<i>3,33%</i>	<i>-8,73%</i>	

Elaboración propia

Como se puede observar, Telefónica tiene un ratio de rotación de cuentas a pagar situado en el rango de 2,9-3,5, manteniéndose relativamente estable con el paso de los años y con

tendencia decreciente a partir del año 2020. Para el año 2023 el coste de ventas fue tres veces mayor que el importe de deudas con proveedores, es decir, que la compañía o bien no financió todas sus compras con pagos a largo plazo o bien que pudo cubrir parte de esas deudas con ingresos generados. Estos valores de ratios indican la solvencia de la compañía durante todo el periodo.

4.4 Rentabilidad

El análisis de la rentabilidad de una compañía es el más importante a la hora de estudiar una oportunidad de inversión, ya que estudia los beneficios y retornos que ha ido obteniendo la compañía a lo largo de los años y se evalúa el rendimiento que se le puede sacar a la adquisición de participaciones.

Existen varios ratios para estudiar la rentabilidad, y entre ellos destacan los siguientes.

Rentabilidad económica

La rentabilidad económica o ROA (Return on Assets) de una empresa es un indicador de desempeño que mide la relación entre el beneficio neto y el total de activos. Este ratio mide la eficiencia de una compañía para generar beneficio, con independencia de si el capital empleado para ello es propio o ajeno. (Gaillard, 2023)

Tabla 18: ROA

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
ROA	-0,55%	2,12%	9,81%	1,86%	1,40%	3,46%	2,94%
Variación %	-126,01%	-78,45%	426,78%	33,08%	-59,58%	17,98%	

Elaboración propia

Se observa como para el año 2023 la compañía obtuvo un ratio negativo, y es a causa de las pérdidas en que incurrió Telefónica el mismo año, a causa del ERE en España y de la revisión de las cuentas contables en Reino Unido. Se comprueba también que la fusión realizada en el año 2021 se ve reflejada en este ratio (9,81), siendo sustancialmente mayor que el de otros años y representando un crecimiento del 427% respecto a 2020.

Para el resto de años se observan ratios positivos en torno al 2%, algo inferior al 5% que se suele considerar como óptimo, aunque aquí influye el grado de madurez de la compañía y el tamaño de la misma. Por estas razones se considera que Telefónica (salvo para el 2023) es una compañía rentable, aunque deberá de establecer objetivos estratégicos para superar el bache vivido.

Rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera o ROE (Return on Equity) es el ratio más empleado para analizar la rentabilidad de una empresa y el retorno sobre la inversión de los accionistas. Éste relaciona el margen de beneficio (beneficio neto sobre ventas), la rotación de activos (ventas sobre el total de activos) y el apalancamiento (total de activos sobre el total de capital propio) de una compañía con la capacidad de generar beneficios de la misma. Indica el beneficio o pérdida que obtienen los accionistas de su inversión.

Tabla 19: ROE

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
ROE	-2,12%	7,31%	37,36%	10,72%	6,54%	14,64%	12,69%
Variación %	-128,96%	-80,42%	248,63%	63,91%	-55,34%	15,36%	

Elaboración propia

Vemos como el ROE se mantiene positivo a lo largo de los años, a excepción del año 2023 a causa del ERE en España y de la revisión de las cuentas contables en Reino Unido, como ocurre también al analizar el ROA. Al igual que en el estudio del ratio anterior, para el año 2021, se observa un ROE muy elevado (37,36%), con un crecimiento del 249% respecto al 2020, y esto es debido a la rentabilidad obtenida por la fusión de O2 y Virgin Media que se mencionó previamente. Como puede deducirse, la operación fue financiada en mayor medida con recursos ajenos, de los cuales se obtuvo un elevado rendimiento.

Se puede observar que Telefónica es capaz de generar un mayor beneficio a través de recursos ajenos, ya que el ROE de cada año es superior al ROA, indicando que el empleo de capital de terceros contribuye a la mejora de la rentabilidad de la empresa. (Gaillard, 2023) No obstante, para el año 2023 se observa que el ratio es bastante inferior al ROA del mismo año, y esto se debe a que al igual que el financiar operaciones con deuda aumenta la

rentabilidad cuando estas salen bien, también la disminuye cuando las condiciones no son favorables, al tener más riesgo.

Márgen sobre ventas

El márgen sobre ventas muestra el beneficio que genera una compañía en relación al volumen de ventas, es decir, el porcentaje de las ventas de las compañía que realmente se convierten en ingresos para la misma, una vez se han cubierto los costes y pagado intereses e impuestos. A continuación se presenta la evolución del mismo en el periodo 2017-2023.

Tabla 20: Margen sobre ventas

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Márgen sobre ventas	-1,4%	5,8%	27,3%	4,5%	3,4%	8,1%	6,5%
Variación %	-124,35%	-78,75%	500,62%	32,20%	-57,64%	24,89%	

Elaboración propia

Al observar la evolución del márgen en el periodo 2017-2023 se puede ver cómo la cifra para el año 2021 es mucho mayor que la del resto de años, con un crecimiento del 500,6% respecto al año anterior. Esto es debido a que las ventas de Telefónica S.A. en 2021 disminuyeron un 8,8%, mientras que el resultado del ejercicio aumentó un 447,7% a causa del ingreso extraordinario por la venta de las torres de Telxius y la fusión de las dos líneas de negocio.

De la misma forma observamos cómo el márgen disminuye un 124,4% en el año 2023 (respecto al año 2022) a causa de las pérdidas por el ERE y el ajuste en las cuentas contables de Reino Unido.

Rentabilidad sobre capital invertido

El ratio de rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) resulta de mucha utilidad a la hora de mostrarle a los accionistas la rentabilidad que van a obtener en función de las acciones que posean en la compañía. Éste se calcula como el cociente entre el beneficio neto de explotación después de impuestos y el capital invertido. Este tipo de ratio resulta muy

interesante de estudiar cuando se analizan compañías que invierten grandes cantidades de capital a menudo. (Toro, 2022)

Tabla 21: ROIC

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
ROIC	2,00%	2,97%	10,13%	3,12%	3,02%	4,51%	4,64%
Variación %	-32,63%	-70,66%	224,38%	3,51%	-33,20%	-2,62%	

Elaboración propia

Observamos como el ratio de retorno sobre capital invertido de Telefónica se mantiene positivo a lo largo de los años, a pesar de que la cifra no sea elevada. En 2021 este ratio experimenta un crecimiento del 224% debido a la fusión anteriormente mencionada. Se puede deducir que los accionistas obtienen retornos sobre sus inversiones aunque éstos no sean muy elevados, al tratarse de una compañía con bajo riesgo crediticio.

Rentabilidad por dividendo

El ratio de rentabilidad por dividendo indica el porcentaje de beneficios anuales que una empresa destina al reparto de dividendos para sus accionistas, y se calcula como el cociente entre el dividendo repartido por acción y el precio por acción de ese mismo año.

Tabla 22: Rentabilidad por dividendo

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Payout	373%	60%	34%	66%	165%	71%	73%
Variación %	-518,61%	-77,85%	48,86%	59,81%	-132,96%	2,83%	

Elaboración propia

Observamos como el ratio de rentabilidad por dividendo de Telefónica es bastante bueno, situándose por encima del 50%, lo que indica que la empresa dedica más del 50% de sus ingresos anuales a la compensación de sus accionistas. Para el año 2023 Telefónica repartió un dividendo de 0,30€ por acción, a pesar de las pérdidas en que incurrió la compañía ese mismo año. Es por ello que la rentabilidad por dividendo se encuentra por encima del 370%. Para el año 2019 también se observa como la rentabilidad por dividendo es bastante elevada (165%), y esto se debe a que repartió un dividendo mayor a la cifra que obtuvo como resultado del ejercicio para ese año.

4.5 Valor de mercado

Los ratios que hacen referencia al valor de mercado de una empresa son fundamentales a la hora de estudiar compañías cotizadas en bolsa, ya que permiten analizar de forma rápida el valor de la compañía y el precio a pagar por sus acciones. También sirve para evaluar si una compañía está infra o sobre valorada, ver la evolución del valor que ha tenido a lo largo del tiempo y comparar su valoración con la de compañías operadores en el mismo sector.

Cabe mencionar de nuevo que en capítulos posteriores, en la valoración por empresas comparables, se verá de una forma más clara la situación de Telefónica en comparación con la de sus principales competidores en el sector.

PER

El PER (Price Earnings Ratio) es uno de los múltiplos más importantes a la hora de valorar una compañía que cotiza en bolsa. Éste nos indica la relación entre el precio a pagar y el beneficio generado por una acción cotizada, o lo que es lo mismo, la relación entre la capitalización bursátil de la compañía y su beneficio neto.

El estudio de este ratio indica cómo está valorada una compañía en el mercado. (Serer, 2009) Un PER de cerca de 20 , en rangos generales ya que la cifra varía en función de la industria, puede llegar a suponer que las acciones están sobrevaloradas.

Este ratio se suele ver influenciado por la estructura de capital de cada empresa, y por ello puede variar más entre empresas y es menos representativo a la hora de comparar una compañía con otra.

Tabla 23: PER

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
PER	-19,09	13,65	2,46	13,99	35,87	10,81	13,92
Variación %	-239,89%	454,58%	-82,41%	-61,00%	231,88%	-22,38%	

Elaboración propia

El ratio precio-beneficio por acción ha variado bastante a lo largo de los años en Telefónica. El promedio de este valor se sitúa en 15,1, si no se tiene en cuenta el valor del año 2023, el cual experimentó una bajada del 240% en relación al del año 2022, debido a la pérdidas en

que incurrió la compañía. Observamos como para el año 2023 el PER es -19,1, lo que indica que por cada 19,1 euros invertidos en Telefónica el beneficiario de la acción perdía 1 euro.

No obstante el año 2023 se trata de una situación extraordinaria, y que de media por cada 15,1€ invertidos en la compañía, se genera un beneficio de 1€. Esta relación precio-beneficio (descartando el año 2023) de cerca de 15 es un indicador positivo del valor de mercado de la compañía, ya que indica que sus acciones no están ni infravaloradas ni sobrevaloradas en el mercado. Al tratarse Telefónica de una empresa madura, con expectativas de crecimiento progresivo, el PER que posee es considerado adecuado.

Márgen EBITDA

El segundo ratio más empleado a la hora de valorar una compañía cotizada es el margen EBITDA, el cual relaciona el valor de mercado de la empresa (valor de mercado del capital propio + deuda neta + intereses minoritarios) con el beneficio operativo que ésta genera.

A diferencia del PER, este ratio no se ve influido por la estructura de capital de cada empresa, por lo que proporciona una visión más certera de la rentabilidad operativa de la compañía.

Tabla 24: Márgen EBITDA

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017
Márgen EBITDA	8,53	7,97	4,58	7,37	7,46	6,96	6,79
Variación %	7,08%	74,04%	-37,87%	-1,28%	7,25%	2,52%	

Elaboración propia

Se puede observar que en el periodo 2017-2023 Telefónica siempre mantiene un márgen EBITDA positivo en el rango 7,5-8,5, a excepción del año 2021 (debido al beneficio obtenido tras la fusión de O2 y Virgin Media, que supuso un ingreso extraordinario de cerca de diez mil millones de euros y que aumentaron cerca de un 63% el EBITDA del año en comparación con el del año 2020). Se observa como este márgen ha ido aumentando año tras año hasta situarse en 8,5x en 2023, lo cual significa que Telefónica tiene un valor de mercado ocho veces y media superior al EBITDA que genera.

CAPÍTULO 5: VALORACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

La valoración por descuento de flujos de caja es el método más empleado a la hora de valorar compañías, ya que es el más preciso de todos al permitir anteponer y ver el efecto que causarían posibles riesgos de mercado al valor de una empresa.

Este método consiste en valorar una compañía en base a los futuros flujos de caja que ésta va a generar, descontados a una tasa de descuento (WACC) afectada tanto por el exceso de riesgo que tiene una compañía frente al mercado (beta) y por la estructura de capital de la misma. A esta suma de descuentos de flujos de caja, se le suma el Valor Terminal de la compañía, es decir, el valor traído a presente de la suma de los flujos de caja que generará la compañía a partir del último año de proyección. (Vélez-Pareja & Tham, 2012)

Se ha calculado la proyección de flujos de caja a un periodo de cinco años, ya que se considera el periodo medio de una inversión. La fórmula empleada para el cálculo del Valor Presente (PV o Present Value) de la compañía es la siguiente:

$$PV = \sum \left[FCFF \div (1 + WACC)^t \right] + TV \div (1 + WACC)^t$$

El objetivo de obtener el PV de la compañía es poder dar finalmente una valoración de Telefónica en base a obtener su precio por acción. A continuación se presenta el desglose del procedimiento seguido para el cálculo del PV (proyección de los flujos de caja futuros, cálculo del WACC y cálculo del TV) y posteriormente el cálculo del precio por acción de Telefónica.

5.1 Cálculo de los Flujos de Caja actuales (FCFF)

El Flujo de Caja Libre (FCFF o Free Cash Flow to the Firm) equivale al sumatorio de los flujos de caja generados por la compañía durante el año, sin tener en cuenta la estructura de capital de la compañía, es decir, el endeudamiento de la misma (y por consiguiente tampoco los intereses que genera la deuda), y después de impuestos. (Morán, 2020)

A continuación se detalla la fórmula empleada para el cálculo del FCCF:

$$FCFF = \text{NOPAT} + \text{amortización} - \text{Capex} - \text{incremento en NWC}$$

- NOPAT (Net Operating Profit After Tax): está compuesto por el Beneficio Operativo de la empresa (EBIT), el cual representa una entrada de caja, al que se le deducen los impuestos, que representan una salida de caja, calculados como si la empresa no tuviera beneficios fiscales (Altimira, 2024)

$$\text{NOPAT o BAIT} = \text{EBIT} * (1 - t) ; \text{ siendo } t \text{ la tasa de impuestos (25\%)}$$

- Amortización: ésta había sido previamente deducida para la obtención del EBIT, no obstante, al no representar una salida de caja real de la empresa, ha de volver a incluirse.
- Capex: se ha de deducir la inversión en activos de capital/reinversión en activos fijos de la empresa, ya que suponen una salida de caja.
- Incremento en Capital Circulante: un incremento en capital circulante de un año a otro representa un aumento en el capital necesario para la actividad diaria de la empresa, lo cual indica una salida de caja. De forma contraria, una disminución en capital circulante, indica una necesidad menor de capital para el funcionamiento diario de la compañía, por lo que queda representado como una entrada de caja. (Mendez, 2024)

Tabla 25: Flujos de Caja

Millones de €	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas	52.008,00 €	48.693,00 €	48.422,00 €	43.076,00 €	39.277,00 €	39.993,00 €	40.652,00 €
<i>crecimiento</i>		-6,37%	-0,56%	-11,04%	-8,82%	1,82%	1,65%
EBITDA	16.187,00 €	15.570,94 €	15.118,99 €	13.497,89 €	21.982,91 €	12.852,02 €	11.390,02 €
<i>margen EBITDA</i>	31,12%	31,98%	31,22%	31,34%	55,97%	32,14%	28,02%
Depreciación	9.396,00 €	9.049,00 €	10.582,00 €	9.359,00 €	8.397,00 €	8.796,00 €	8.797,00 €
<i>como % de ventas</i>	18,07%	18,58%	21,85%	21,73%	21,38%	21,99%	21,64%
EBIT	6.791,00 €	6.521,94 €	4.536,99 €	4.138,89 €	13.585,91 €	4.056,02 €	2.593,02 €
<i>Margen EBIT</i>	13,06%	13,39%	9,37%	9,61%	34,59%	10,14%	6,38%
Impuestos	-1.697,75 €	-1.630,48 €	-1.134,25 €	-1.034,72 €	-3.396,48 €	-1.014,00 €	-648,25 €
<i>tasa de impuestos</i>	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
CAPEX	8.697,00 €	8.119,00 €	8.784,00 €	5.861,00 €	7.267,00 €	5.819,00 €	5.579,00 €
<i>como % de ventas</i>	16,72%	16,67%	18,14%	13,61%	18,50%	14,55%	13,72%
Variación en NWC	n.d.	2.280,00 €	-196,00 €	10.886,00 €	-10.198,00 €	-1.595,00 €	-2.357,00 €
<i>como % de ventas</i>		4,68%	-0,40%	25,27%	-25,96%	-3,99%	-5,80%
Flujos de Caja	n.d.	3.541,45 €	5.396,75 €	-4.283,83 €	21.517,43 €	7.614,01 €	7.519,76 €

Elaboración propia

Se observa como para el año 2020 el flujo de caja es negativo, debido al incremento que tuvo el cambio en capital circulante y a la bajada en la cifra de gasto en Capex. Para el año 2021 el flujo de caja es tan elevado a causa de la fusión de las líneas O2 y Virgin Media y la venta de las torres de Telxius, entre otros. Por último el flujo de caja para el año 2022 vuelve a descender, no obstante se ve como se está empezando a recuperar tras las variaciones tan bruscas que tuvo los años anteriores.

Capex

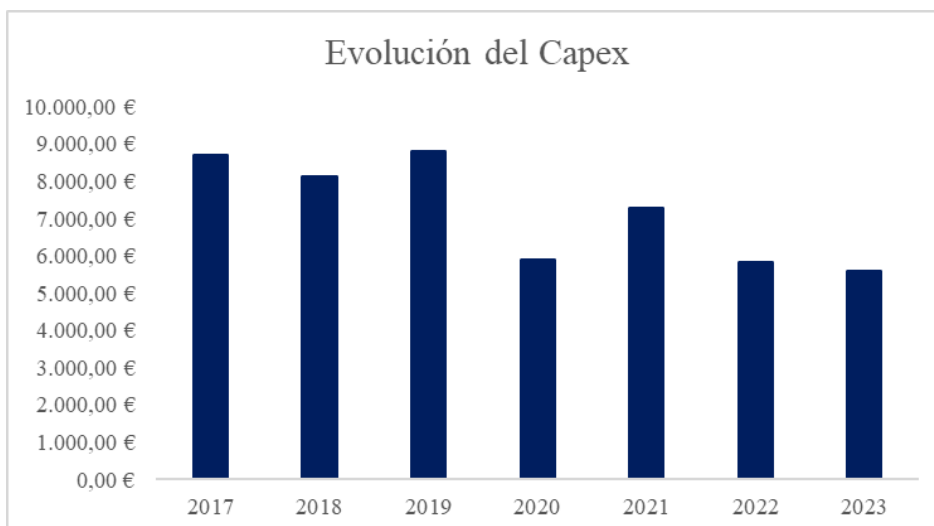
El Capex de una compañía hace referencia al gasto anual de la misma en la adquisición de activos fijos o en la mejora de los bienes de la empresa para hacerla crecer, y se calcula como la variación neta en activos fijos durante el ejercicio. Esta se calcula como la diferencia entre los activos fijos (inmovilizado material), también considerados como bienes de capital, del año a estudiar y el año anterior, y a esa diferencia se le ha añadido la depreciación del año a estudiar. La cifra del gasto en Capex de cada año ha sido obtenida de los informes de Cuentas Anuales Consolidadas de Telefónica, siendo los valores los siguientes:

Tabla 26: Capex

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
CAPEX	8.697,00 €	8.119,00 €	8.784,00 €	5.861,00 €	7.267,00 €	5.819,00 €	5.579,00 €
<i>crecimiento</i>		<i>-6,65%</i>	<i>8,19%</i>	<i>-33,28%</i>	<i>23,99%</i>	<i>-19,93%</i>	<i>-4,12%</i>

Elaboración propia

Gráfico 8: Evolución del Capex



Elaboración propia

Como se puede observar tanto en la “Tabla 26: Capex” como en el “Gráfico 8: Evolución del Capex”, la inversión en Capex de Telefónica para el año 2020 se vio negativamente afectada debido a la pandemia del Covid-19, disminuyendo un 33,3%. No obstante, en el año 2021 la inversión en el crecimiento de la compañía se recuperó, con un aumento del 24%. A finales del año 2023 se puede ver como el gasto en Capex del grupo se mantiene en 5.579 millones de euros.

Cálculo del Incremento en Capital Circulante

El capital circulante de una compañía representa la diferencia entre el Activo Corriente Operativo (Activo Corriente - Efectivo) y el Pasivo Corriente Operativo (Pasivo Corriente - Deuda Financiera a Corto Plazo). Para obtener la variación de un año a otro simplemente hemos de calcular la diferencia en Capital Circulante de un año a otro.

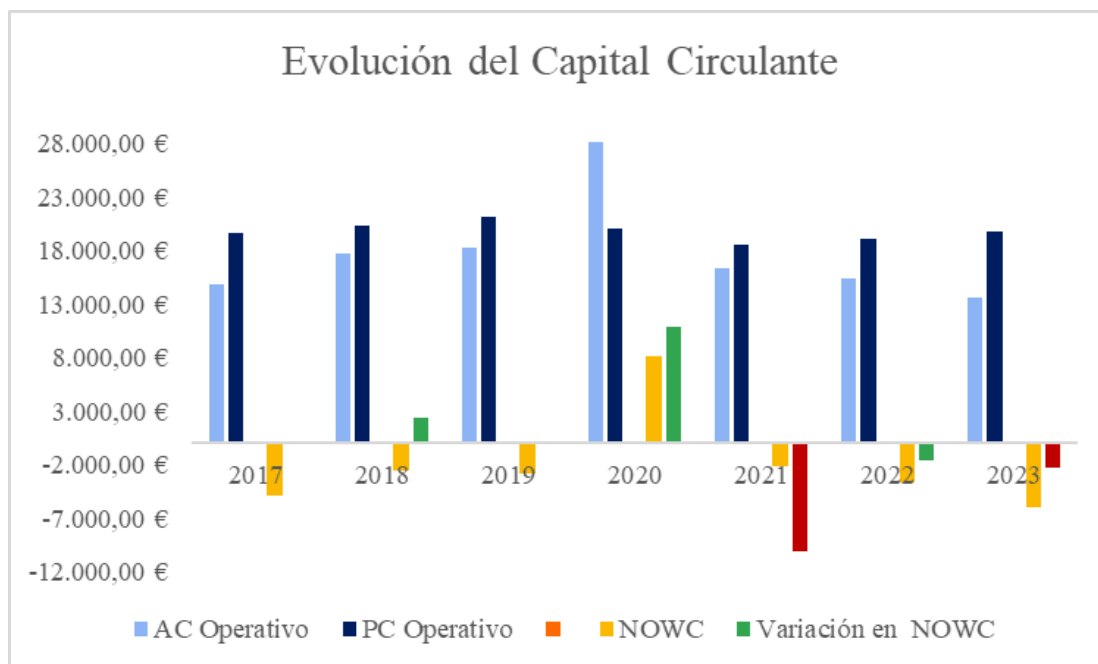
Tabla 27: Incremento en Capital Circulante

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Activos corrientes	19.931,00 €	23.340,00 €	24.328,00 €	33.655,00 €	24.929,00 €	22.589,00 €	20.756,00 €
- Efectivo	5.192,00 €	5.692,00 €	6.042,00 €	5.604,00 €	8.580,00 €	7.245,00 €	7.151,00 €
AC Operativo	14.739,00 €	17.648,00 €	18.286,00 €	28.051,00 €	16.349,00 €	15.344,00 €	13.605,00 €
Pasivos corrientes	29.066,00 €	29.649,00 €	30.191,00 €	28.117,00 €	25.495,00 €	23.100,00 €	23.399,00 €
- Deuda financiera a corto plazo	9.414,00 €	9.368,00 €	9.076,00 €	8.123,00 €	7.005,00 €	4.020,00 €	3.701,00 €
PC Operativo	19.652,00 €	20.281,00 €	21.115,00 €	19.994,00 €	18.490,00 €	19.080,00 €	19.698,00 €
NOWC	-4.913,00 €	-2.633,00 €	-2.829,00 €	8.057,00 €	-2.141,00 €	-3.736,00 €	-6.093,00 €
Variación en NOWC		2.280,00 €	-196,00 €	10.886,00 €	-10.198,00 €	-1.595,00 €	-2.357,00 €
<i>crecimiento</i>		<i>-46,41%</i>	<i>7,44%</i>	<i>384,80%</i>	<i>-126,57%</i>	<i>74,50%</i>	<i>63,09%</i>
<i>como % de ventas</i>	<i>-9,45%</i>	<i>-5,41%</i>	<i>-5,84%</i>	<i>18,70%</i>	<i>-5,45%</i>	<i>-9,34%</i>	<i>-14,99%</i>

Elaboración propia

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del Activo y Pasivo Corriente del grupo Telefónica para el periodo 2017-2023, junto con la cifra de Capital Circulante (NWC) y la variación que ésta ha tenido de un año a otro (en color verde cuando la variación es positiva y color rojo cuando la variación es negativa).

Gráfico 9: Evolución del Capital Circulante



Elaboración propia

Al observar tanto en la “Tabla 27: Incremento en Capital Circulante” como en el “Gráfico 9: Evolución del Capital Circulante” se puede apreciar cómo el Capital Circulante de Telefónica para el año 2020 es significativamente superior al del resto de años, situándose por encima de los 8.000 millones de euros (frente a capitales circulantes negativos el resto de años). Esto se debe al incremento en los Activos Corrientes de Telefónica el año 2020 a causa de la fusión de las líneas de negocio O2 y Virgin Media y la venta de las Torres de Telxius al triple de su valor en balance, que supusieron un ingreso extraordinario de 7.700 millones de euros. (Jiménez, 2021)

5.2 Proyecciones para el cálculo de los flujos de caja futuros

A continuación se presenta la “Tabla 28: Proyecciones de Flujos de Caja”, en la que se puede observar las estimaciones que se han tenido en cuenta para el cálculo de los Flujos de Caja futuros de Telefónica.

Tabla 28: Proyecciones de Flujos de Caja

ASUNCIONES	Millones de €	PREDICCIONES				
		2024	2025	2026	2027	2028
	Ventas	41.058,52 €	41.469,11 €	41.883,80 €	42.302,63 €	42.725,66 €
1,00%	<i>crecimiento</i>	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
	EBITDA	11.560,87 €	11.734,28 €	11.910,29 €	12.088,95 €	12.270,28 €
1,50%	<i>margen EBITDA</i>	28,16%	28,30%	28,44%	28,58%	28,72%
	Depreciación	8.909,70 €	8.998,80 €	9.088,78 €	9.179,67 €	9.271,47 €
21,70%	<i>como % de ventas</i>	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%
	EBIT	2.651,17 €	2.735,48 €	2.821,51 €	2.909,28 €	2.998,81 €
	<i>Margen EBIT</i>	6,46%	6,60%	6,74%	6,88%	7,02%
	Impuestos	-662,79 €	-683,87 €	-705,38 €	-727,32 €	-749,70 €
25,00%	<i>tasa de impuestos</i>	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
	CAPEX	4.927,02 €	4.976,29 €	5.026,06 €	5.076,32 €	5.127,08 €
12,00%	<i>como % de ventas</i>	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
	NWC	-3.369,31 €	-3.403,00 €	-3.437,03 €	-3.471,40 €	-3.506,12 €
-8,21%	<i>Variación</i>	2.723,69 €	-33,69 €	-34,03 €	-34,37 €	-34,71 €
	Flujos de Caja	3.247,36 €	6.107,81 €	6.212,89 €	6.319,68 €	6.428,21 €

Elaboración propia

Para la estimación de las proyecciones de crecimiento de los Flujos de Caja de Telefónica se han asumido las siguientes hipótesis:

Crecimiento en ventas

Se ha asumido un tasa anual de crecimiento en ventas del 1%, de acuerdo con el comunicado que dio la compañía en lo referente a sus objetivos para el año 2024 y los siguientes. (Telefónica, 2024)

La evolución del crecimiento en ventas de Telefónica S.A. en el periodo 2017-2022 ha fluctuado mucho. Debido a la pandemia del Covid-19 las ventas se desplomaron un 11,4% en 2020 y un 8,82% en 2021, siendo bajadas muy significativas en comparación con el resto de años. Tras la pandemia, la compañía experimenta una rápida recuperación con crecimientos del 1,85% y 1,65% en los años 2022 y 2023, respectivamente. Dado el grado de madurez de la compañía y los últimos crecimientos en ventas, se considera una cifra conservadora el aumento del 1% anual, y por ello adecuada.

Crecimiento del EBITDA

Según notas de prensa de Telefónica, en su plan estratégico para 2024 y años sucesivos, la compañía estimaba crecimientos del EBITDA entre el 1% y el 2% anuales. (Telefónica, 2024) Para la proyección del EBITDA se ha asumido un punto intermedio, con un crecimiento anual del 1,5%. Al asumir un crecimiento del EBITDA (1,5% anual) superior al crecimiento de las ventas (1% anual), se estima una optimización en la estructura de costes de la compañía.

Telefónica es una empresa pionera en establecer acuerdos de colaboración con empresas en aquellos mercados en los que opera, implementando modelos de compartición de red. Esto permite a la compañía reducir costes y mejorar su eficiencia. (Telefónica, 2024)

Tras la proyección, observamos en la “*Tabla 28: Proyecciones de Flujos de Caja*” que el margen EBITDA de los años 2014-2028 se mantiene en el rango 28,2%-28,7%. Estos valores son muy acordes al margen EBITDA de la compañía en los años previos (28,0%-30,0%), dejando de lado el margen EBITDA del año 2021 (55,97%) que aumentó debido al ingreso extraordinario por la fusión de O2 y la venta a American Tower.

Depreciación y amortización

Para la estimación de la amortización anual se ha calculado el porcentaje sobre ventas promedio que representaba la misma en el periodo 2017-2023. La media obtenida de los 5 años analizados equivale a un 20,8%. No obstante, si obviamos los años 2017 y 2018, años más lejanos y con menor porcentaje, la media aumenta a un 21,7%. Por ello, se ha asumido que la amortización de cada año para el periodo 2024-2028 equivale a un 21,7% de la cifra de ventas.

EBIT

Para la estimación del valor del EBIT de cada año, se ha partido del EBITDA anual y se le ha sustraído la amortización anual. Esto resulta en un margen EBIT para los años proyectados de valores situados en el rango 6,5%-7,0%, tal y como se observa en la “*Tabla 28: Proyecciones de Flujos de Caja*”.

Dejando de lado el margen EBIT del año 2021 (34,59%) debido al ingreso extraordinario a causa de la fusión en las líneas de negocio y la venta de las torres de Telxius, entre otros, la media del periodo 2017-2023 es de un 10,33%. No obstante, el margen EBIT de la compañía a partir del año 2019 (obviando de nuevo el año 2021) se encuentra en el rango 6,4%-10,1%, siendo el del año 2023 el más pequeño. Por ello, se considera que el margen EBIT que se ha estimado para las proyecciones de los flujos de caja de Telefónica es adecuado.

Tasa de impuestos

Como norma general desde el año 2021, las multinacionales españolas han de pagar un impuesto sobre beneficios del 25%. Sin embargo, como es el caso de Telefónica, algunas compañías pueden ser sometidas a deducciones fiscales. No obstante, de forma más conservadora se ha decidido mantener la tasa de impuestos del 25% sobre el EBIT anual.

Crecimiento del Capex

De acuerdo a un comunicado de prensa de la compañía, Telefónica tenía un margen esperado de Capex sobre ventas del 14% para el año 2023, el cual logró, tal y como se puede apreciar también en la “*Tabla 25: Capex*” que aparece anteriormente (Capex sobre ventas de 13,72%). (Telefónica, 2024)

De la misma manera, en un comunicado que dio Telefónica el 8 de noviembre de 2023 en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la compañía mencionó la previsión de un Capex sobre ventas del 12% para el año 2026. Por ello, y de forma conservadora, se ha asumido un margen de Capex sobre ventas del 12% para todos los años proyectados. (Telefónica, 2023)

Variación del Capital Circulante

Para proyectar la variación en Capital Circulante, en primer lugar se ha calculado el Capital Circulante como porcentaje de ventas para cada año del periodo 2017-2023. Posteriormente se ha hallado la media del periodo, excluyendo el valor del año 2021 a causa del incremento en Activos Corrientes que se comentó en capítulos previos, obteniendo un valor de -8,21%.

5.3 Cálculo del WACC

A continuación se presenta la fórmula para el cálculo de la tasa de Descuento de los Flujos de Caja o WACC (Weighted Average Cost of Capital). El WACC representa una media ponderada del coste de los recursos propios y el coste de los recursos ajenos, y se calcula como la suma de los cocientes del coste de financiación de la deuda y el coste de financiación propia, por el porcentaje de deuda (al que se le añade la tasa de impuestos) y el porcentaje de financiación propia, respectivamente. Es decir, se trata de un cálculo del coste de capital de la empresa ponderado por el valor de sus acciones y de su deuda en el mercado. (Morán, 2020)

El objetivo del cálculo del WACC es obtener la tasa de descuento lo más acorde a la compañía posible, para obtener la valoración más acertada posible. Es por ello que este cálculo se ve afectado por la estructura de capital de la compañía (la cantidad de deuda y financiación propia que tiene en su balance). A continuación se muestra la fórmula.

$$\text{WACC} = K_e * \text{PN}/(\text{DT}+\text{PN}) + K_d * (1 - t) * \text{DT}/(\text{DT}+\text{PN})$$

K_e = Coste de financiación propia

PN = Patrimonio neto

DT = Deuda total

K_d = Coste de la deuda

t = Tasa de impuestos (se ha empleado un 25%)

Para obtener el valor del coste de financiación propia (K_e), lo que representa la rentabilidad que van a exigir los accionistas de la compañía sobre su inversión, se ha empleado el modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model). Este modelo calculará la rentabilidad a exigir por los accionistas en función de la tasa libre de riesgo del mercado y el exceso de riesgo que tenga la compañía. (Morán, 2020)

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

K_e = Coste de financiación propia

R_f = Tasa libre de riesgo

β = Beta apalancada de Telefónica

R_m = Retorno esperado del mercado

Se ha empleado como tasa libre de riesgo (R_f) la rentabilidad del bono español a 10 años, sacada de Datosmacro, el cual tiene un valor de 3,34% (valor actualizado a 26/05/2024).

La beta apalancada de Telefónica S.A. representa la volatilidad de la compañía o riesgo sistemático de la misma, es decir, el exceso de riesgo que ésta tiene frente al mercado. Se ha empleado la beta apalancada a cinco años con valor de 0,69 (valor actualizado a 26/05/2024), y se ha obtenido de Yahoo Finance. Que el valor de la beta sea inferior a 1 significa que Telefónica representa un menor riesgo que el mercado, estando el mercado representado por el IBEX 35, por lo que si este índice sube o cae, las acciones de Telefónica subirán o caerán en menor medida, ya que tienen una menor volatilidad. (Morán, 2020)

$(R_m - R_f)$ equivale a la prima de riesgo de mercado, calculada como la diferencia entre el retorno esperado de mercado y la tasa libre de riesgo, y representa la rentabilidad adicional que se le exige a los activos de renta variable frente a los activos libres de riesgo (bono español a 10 años).

A principios de 2024, las principales sociedades de valores estimaban la rentabilidad esperada del Ibex35 (R_m) para este año entre un 12%-17%. (ING, s.f.) El valor que se ha asumido para el cálculo ha sido un 13,5%, media del consenso de mercado, lo que resulta en una prima de riesgo (R_p) del 10,2%.

Tras aplicar el modelo de CAPM se obtiene un valor de coste de financiación propio (K_e) de 10,35%.

El coste de la deuda (K_d) de Telefónica a marzo de 2024 se sitúa en 3,51%, debido principalmente al bajo tipo de interés en Brasil y a un tipo fijo en divisas fuertes que contrarresta el efecto de las subidas de interés. (Telefónica, 2024)

Tras aplicar la fórmula del WACC especificada con anterioridad, se llega a un WACC de 5,89% para Telefónica S.A.

De acuerdo con una reciente publicación de la CNMV (Comisión Nacional de Mercado de Valores), el WACC de Telefónica antes de impuestos para el año 2023 fue de 5,55%. (CNMV, 2024) Este valor es muy similar al que se ha obtenido, por lo que se asume que la tasa de descuento obtenida es representativa y válida. A continuación se presenta la “*Tabla 29: Cálculo del WACC*” en la que aparece el procedimiento seguido y los cálculos realizados.

Tabla 29: Cálculo del WACC

Coste de Financiación Propia	10,35%
Tasa libre de riesgo	3,34%
Beta	0,690
Retorno esperado del mercado	13,50%
Prima de riesgo	10,2%
Coste de Deuda (antes de impuestos)	3,51%
Para calcular el WACC	2023
Total Patrimonio Neto	27.096,00 €
Total Deuda Financiera (sin arrendamientos)	37.061,00 €
%Patrimonio Neto	42,23%
%Deuda Financiera	57,77%
Tasa de impuestos	25%
WACC	5,89%

Elaboración propia

5.4 Cálculo del valor terminal (TV)

El valor terminal de una compañía (TV) equivale al valor de todos los flujos de caja posteriores al del último año de proyección. Este se calcula como el flujo de caja del último año proyectado, multiplicado por la tasa de crecimiento perpetuo y dividido por la diferencia entre el WACC y la tasa de crecimiento perpetuo. (Vélez-Pareja & Tham, 2012)

A continuación se muestra la fórmula empleada para el cálculo del valor terminal:

$$TV = [FCF_{t+1} * (1 + g)] \div [WACC - g]$$

g = tasa de crecimiento perpetuo

Se ha establecido una tasa de crecimiento a perpetuidad de Telefónica del 1%, según la hipótesis establecida por la compañía para el cálculo del valor razonable de la empresa a 1 de junio de 2021. (Telefónica, 2024)

Como se puede apreciar en la “Tabla 30: Cálculo del Valor Terminal” el valor terminal de Telefónica equivale a 132.714,7 millones de euros.

Tabla 30: Cálculo del Valor Terminal

WACC	5,89%
Crecimiento perpetuo	1,00%
FCFF 2028	6.428,21 €
Valor Terminal	132.714,70 €

Elaboración propia

5.5 Cálculo del Valor Presente (PV) y del precio por acción

El valor presente (PV) de una compañía equivale al valor actual de la suma de los flujos de caja futuros que va a generar la misma, que han sido descontados a una tasa de descuento (el WACC en nuestro caso). La fórmula del valor presente aplicada para el cálculo se muestra a continuación.

$$PV = \sum \left[FCFF \div (1 + WACC)^t \right] + TV \div (1 + WACC)^t$$

Tras haber calculado los flujos de caja para el periodo 2024-2028, el WACC y el valor terminal para Telefónica, al aplicar la fórmula del PV (Valor Presente) se obtiene un valor de 123.279 millones de euros.

Tabla 31: Cálculo del Valor Presente

Millones de €	2024	2025	2026	2027	2028	TV
FCFF	3.247,36 €	6.107,81 €	6.212,89 €	6.319,68 €	6.428,21 €	132.714,70 €
WACC	5,89%					
PV	123.278,99 €					

Elaboración propia

Seguidamente, si dividimos este valor entre el total de acciones que tiene actualmente en circulación el grupo, el cual asciende a 5.670,16 millones de acciones (a mayo de 2024), el valor obtenido del precio por acción de Telefónica es 15,54€/acción.

Tabla 32: Cálculo del Precio por Acción

Millones de €	2024	
EV	123.278,99 €	
Total Deuda Financiera	37.061,00 €	
Efectivo y equivalentes de efectivo	7.151,00 €	
Deuda Financiera Neta	29.910,00 €	
Intereses Minoritarios	5.244,00 €	
Nº Acciones (millones)	5.670,16	Mayo 2024
Valor del Patrimonio Neto (MVE)	88.124,99 €	
Precio por acción	15,54 €	

Elaboración propia

Según los datos del BME Exchange, el valor de mercado de la compañía a fecha 3 de junio de 2024 es de 4,29€/acción, es decir, 3,6 veces inferior al que hemos obtenido tras la valoración.

5.6 Formulación de hipótesis propia

Como se ha podido observar con anterioridad en la “Tabla 26: Capex”, el gasto promedio de Telefónica en capex para el periodo 2017-2023 ronda la cantidad de 7.161 millones de euros. Por otro lado, el gasto promedio asumido, según los objetivos de la compañía, para los años proyectados es de cerca de 5.027 millones de euros, lo que equivale a una inversión anual en capex un 30% inferior a la de años previos.

Teniendo en cuenta el plan de crecimiento que se propone Telefónica para los próximos años, con aumento de ingresos y EBITDA, mejorando su estructura de costes, resulta inusual lograr todo esto con una inversión en capex inferior a la que la compañía suele tener. Por ello, se considera que la estimación de capex para 2024-2028 del 12% sobre ventas es inferior a la que la compañía alcanzará esos años.

Para la nueva valoración, se va a asumir una inversión en capex de 7.160,86 millones de euros para cada uno de los años proyectados (cifra promedia del periodo 2017-2023).

Tabla 33: Nuevo cálculo de los Flujos de Caja

ASUNCIONES	Millones de €	PREDICCIONES				
		2024	2025	2026	2027	2028
	Ventas	41.058,52 €	41.469,11 €	41.883,80 €	42.302,63 €	42.725,66 €
1,00%	crecimiento	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
	EBITDA	11.560,87 €	11.734,28 €	11.910,29 €	12.088,95 €	12.270,28 €
1,50%	margen EBITDA	28,16%	28,30%	28,44%	28,58%	28,72%
	Depreciación	8.909,70 €	8.998,80 €	9.088,78 €	9.179,67 €	9.271,47 €
21,70%	como % de ventas	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%
	EBIT	2.651,17 €	2.735,48 €	2.821,51 €	2.909,28 €	2.998,81 €
	Margen EBIT	6,46%	6,60%	6,74%	6,88%	7,02%
	Impuestos	-662,79 €	-683,87 €	-705,38 €	-727,32 €	-749,70 €
25,00%	tasa de impuestos	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
	CAPEX	7.160,86 €	7.160,86 €	7.160,86 €	7.160,86 €	7.160,86 €
	como % de ventas					
	NWC	-3.369,31 €	-3.403,00 €	-3.437,03 €	-3.471,40 €	-3.506,12 €
-8,21%	Variación	2.723,69 €	-33,69 €	-34,03 €	-34,37 €	-34,71 €
	Flujos de Caja	1.013,53 €	3.923,24 €	4.078,09 €	4.235,14 €	4.394,44 €
		-86,52%	287,09%	3,95%	3,85%	3,76%

Elaboración propia

Tabla 34: Nuevo cálculo del WACC

WACC	5,89%
Crecimiento perpetuo	1,00%
FCFF 2028	4.394,44 €
Valor Terminal	90.726,02 €

Elaboración propia

Tabla 35: Nuevo cálculo del Valor Presente

Millones de €	2024	2025	2026	2027	2028	TV
FCFF	1.013,53 €	3.923,24 €	4.078,09 €	4.235,14 €	4.394,44 €	90.726,02 €
WACC	5,89%					
PV	82.701,29 €					

Elaboración propia

Tabla 36: Nuevo cálculo del precio por acción

Millones de €	2024	
EV	82.701,29 €	
Total Deuda Financiera	37.061,00 €	
Efectivo y equivalentes de efectivo	7.151,00 €	
Deuda Financiera Neta	29.910,00 €	
Intereses Minoritarios	5.244,00 €	
N ^a Acciones (millones)	5.670,16	Mayo 2024
Valor del Patrimonio Neto (MVE)	47.547,29 €	
Precio por acción	8,39 €	

Elaboración propia

Tras la obtención de los nuevos Flujos de Caja y el cálculo del nuevo Valor Terminal (90.726 millones de euros) y Valor Presente (82.701,3 millones de euros), se obtiene un valor de 8,39€ por acción. Esta cifra se sitúa más cerca del precio por acción de mercado actual de Telefónica (4,29€ a junio de 2024), a pesar de que siga siendo superior.

Como se puede observar en el “Gráfico 10: Evolución Precio por Acción”, la evolución del precio por acción de Telefónica en el 2024 presenta una tendencia alcista en línea con el comportamiento del IBEX 35, después de haber experimentado una drástica caída en el año 2020 a causa de la pandemia del Covid-19. En ese año, el precio por acción del grupo cayó un 42,6% respecto al año anterior, lo cual supuso una gran pérdida monetaria para los accionistas de la compañía, al ver el valor de sus inversiones disminuídas en casi la mitad de su valor.

Tras la bajada de la cotización, Telefónica ha ido recuperándose año tras año, hasta alcanzar el valor de 4,29€ por acción a fecha de junio de 2024. Si analizamos el gráfico, podemos esperar que con el paso de los años la cotización en bolsa de la acción vaya incrementándose, llegando a alcanzar valores cercanos a los que tenía antes de la pandemia. No obstante, podemos observar como en el período 2017-2019, el precio de las acciones seguía una tendencia decreciente.

Gráfico 10: Evolución Precio por Acción



Elaboración propia

CAPÍTULO 6: VALORACIÓN POR COMPARABLES

La valoración por múltiplos comparables de empresas que operan en el mismo sector, y por tanto competidores de la industria, es otro de los métodos más empleados a la hora de valorar una empresa. Este método se basa en la selección de compañías públicas lo más similares posibles a la compañía que se va a valorar, para que los múltiplos seleccionados sean lo más acordes/similares posibles.

Las empresas seleccionadas como “comparables” son las siguientes: Orange, Vodafone, Deutsche Telekom y Cellnex Telecom. La selección se ha basado en los factores detallados a continuación:

- Industria y modelo de negocio: Todas las compañías operan en el sector de las telecomunicaciones, con modelos de negocio similares.
- Ubicación: Los comparables seleccionados se tratan de compañías europeas. Orange es la marca comercial de la compañía francesa France Telecom; Vodafone es una compañía británica, Deutsche Telekom (compañía alemana) y Cellnex Telecom es una de las principales compañías operadoras de telecomunicaciones inalámbricas españolas.
- Tamaño y riesgo: Todas las empresas seleccionadas son consideradas grandes multinacionales de bajo/medio riesgo, al igual que Telefónica, por lo que son consideradas grandes comparables.

Para la valoración, se han seleccionado dos múltiplos considerados como más representativos de la eficiencia operativa de las empresas comparables y del valor de mercado de las mismas.

Los múltiplos seleccionados han sido los siguientes:

Múltiplo de valor de mercado

El PER suele ser el múltiplo más empleado a la hora de comparar una compañía con sus principales competidores. El PER de Telefónica para 2024 rondaría las 13x. Observamos que Telefónica está cotizando a un PER por debajo del de la media del sector de telecomunicaciones, lo que significa que la acción está comparativamente más barata.

Tabla 37: Valoración por Múltiplos-PER

Millones de €	PER (2024)
Orange	12,54
Vodafone	20,49
Deutsche Telecom	24,53
Cellnex Telecom	n.d.
Media	19,19

Elaboración Propia

Múltiplo de eficiencia operativa

De igual manera que con el múltiplo anterior, el EV/EBITDA es el múltiplo operativo por excelencia empleado a la hora de valorar compañías.

Como se puede observar, el valor promedio de los comparables para 2024 es de 7,94x, resultando en una valoración de 90.380 millones de euros aproximadamente. Este dato se ve distorsionado por el múltiplo tan elevado que presenta Cellnex Telecom. Por ello se ha realizado una segunda valoración omitiendo esta compañía, resultando en un múltiplo de 5,37x. La valoración final es de 61.202 millones de euros.

Se puede comprobar que la valoración por descuento de flujos de caja de 82.701 millones de euros (que incluye la hipótesis final del apartado 5.6) es superior a la obtenida con éste múltiplo. Esto se debe a que el EV/EBITDA de Telefónica para el año 2024 es superior al de sus comparables de mercado, siendo de 5,8x (dato obtenido de Yahoo finance)

Tabla 38: Valoración por Múltiplos-EV/EBITDA (1)

Millones de €	EV/EBITDA (2024)
Orange	5,55
Vodafone	4,65
Deutsche Telecom	5,92
Cellnex Telecom	15,62
Media	7,94
Valoración Telefónica	90.379,78 €

Elaboración Propia

Tabla 39: Valoración por Múltiplos-EV/EBITDA (2)

Millones de €	EV/EBITDA (2024)
Orange	5,55
Vodafone	4,65
Deutsche Telecom	5,92
Media	5,37
Valoración Telefónica	61.202,36 €

Elaboración Propia

CAPÍTULO 7: CONCLUSIÓN

Telefónica ha experimentado un gran movimiento en su accionariado desde el tercer trimestre de 2023. Dos nuevos accionistas, la SEPI y el grupo Saudí STC han tomado respectivamente una participación del 10% de la compañía (este segundo de manera indirecta). Este movimiento accionarial generó un gran clima de incertidumbre en la compañía y en el mundo financiero.

Tras la realización de ambas valoraciones por descuento de flujos de caja, se ha podido comprobar que el precio al que están cotizando las acciones de Telefónica se sitúa muy por debajo del precio objetivo que nos da la compañía.

Habiendo basado las proyecciones para los flujos de caja en los objetivos y expectativas de crecimiento de Telefónica para los años próximos (crecimiento del 1% anual en ventas, crecimiento del 1,5% anual del EBITDA y margen de capex sobre venta del 12%), la valoración objetiva de la compañía se sitúa en 3,6 veces por encima de su precio de mercado. Del mismo modo, tras hacer el ajuste en el gasto en capex anual de los años proyectados, se llega a un precio objetivo por acción inferior al del primer escenario, aunque todavía 2 veces superior al valor de cotización de la compañía.

De la misma manera, la valoración por múltiplos (PER, EV/EBITDA) ha sustentado la creencia de que Telefónica debería cotizar a un precio superior al actual de mercado, tras observar que la compañía está cotizando más barata que la media de su sector y que genera una retorno sobre capital mayor al de sus comparables.

Tal y como se ha podido observar en el “*Gráfico 10: Evolución Precio por Acción*”, el precio por acción de Telefónica sigue ahora una tendencia alcista. Estimo que el valor podrá llegar a alcanzar precios cercanos a los 6€ por acción, rango previo a la pandemia.

Por otro lado, las acciones de Telefónica ofrecen una rentabilidad por dividendo superior a sus comparables del sector de telecomunicaciones, siendo la media del sector 5,51% y la de Telefónica 7,33%.

Creo que el mercado valorará positivamente la reducción del nivel de apalancamiento que está llevando a cabo la compañía. La reestructuración de personal acordada en España a finales del 2023 (ERE) encaja en el plan de eficiencia que está llevando a cabo Telefónica.

Esto supondrá una rebaja sustancial de los costes operativos y representará una fuente de creación de valor para la compañía.

La recomendación para un potencial inversor sería de compra, basándonos en la infravaloración que presentan las acciones de Telefónica y su mayor rentabilidad por dividendo, y que estimo experimentarán una más que probable subida de precio en el corto-medio plazo.

*** Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado**

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Claudia Castro Cortina, estudiante del doble grado en ADE y Business Analytics de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Valoración de Telefónica", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

No he usado ninguna

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 05/06/2024

Firma: Claudia Castro Cortina

BIBLIOGRAFÍA

CNMV. (s.f.) *Participaciones significativas y autocartera de la entidad - Telefónica*, disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/DerechosVoto/Notificaciones-Participaciones.aspx?qS={117cb0b5-bbdc-472a-a5c8-660ca5147f29}>

Fernández, A. M. (2022). *Telefónica ganó 8.137 millones en 2021, cinco veces más por extraordinarios, y retoma el pago del dividendo en efectivo*. El Español, disponible en https://www.elespanol.com/invertia/empresas/tecnologia/20220224/telefonica-millones-veces-extraordinarios-retoma-dividendo-efectivo/652435204_0.html (2022, febrero)

Público. (2024). *Telefónica perdió 892 millones en 2023 por su filial de Reino Unido y por el impacto del ERE*. Público, disponible en <https://www.publico.es/economia/telefonica-perdio-892-millones-2023-filial-reino-unido-impacto-ere.html> (2024, febrero)

Telefónica. (2024). *Servicios*. Telefónica, disponible en <https://www.telefonica.com/es/servicios/>

Mesones, J., & Lorenzo, A. (2023). *Saudi Telecom compra el 9,9% de Telefónica por 2.100 millones y se convierte en su mayor accionista*. elEconomista.es, disponible en <https://www.eleconomista.es/telecomunicaciones/noticias/12432382/09/23/saudi-telecom-compra-el-99-de-telefonica-por-2100-millones-y-se-convierte-en-su-mayor-accionista.html> (2023, septiembre)

C, C. & M,C., (2023). *La acción de Telefónica sube un 0,26% tras la entrada de STC en el capital*. Cinco Días, disponible en <https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-09-06/reaccion-de-telefonica-en-bolsa-tras-la-entrada-de-stc-en-su-capital.html> (2023, septiembre)

Lacort, J. (2023). *El Gobierno aprueba la compra de hasta un 10% de Telefónica, que volverá a tener al Estado entre sus accionistas*. Xataka, disponible en <https://www.xataka.com/empresas-y-economia/gobierno-aprueba-compra-10-telefonica-que-volvera-a-tener-al-estado-sus-accionistas> (2023, diciembre)

Agencias. (2024). *Critericaixa compra un 5% de Telefónica y pasa a ser el máximo accionista de la compañía*. Cadena SER, disponible en <https://cadenaser.com/nacional/2024/04/08/critericaixa-compra-un-5-de-telefonica-dos-semanas-despues-de-la-entrada-del-estado-en-el-accionariado-cadena-ser/> (2024, abril)

Herráiz, N. O. (2024). *La SEPI supera el 5% del capital de Telefónica para llegar hasta el 10%*. Estrategias de Inversión, disponible en <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/la-sepi-supera-el-5-del-capital-de-telefonicapara-n-706111> (2024, abril)

SEPI. (s.f.) *SEPI alcanza la participación del 10% en Telefónica*. SEPI, disponible en <https://sepi.es/es/sala-de-prensa/noticias/sepi-alcanza-la-participacion-del-10-en-telefonica#:~:text=La%20Sociedad%20Estatal%20de%20Participaciones,4%2C0295%20euros%20por%20acci%C3%B3n>

Telefónica, (2024). *Información financiera - Informes anuales*. Telefónica, disponible en <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/>.

Telefónica. (2024). *Telefónica Hispanoamérica reafirma su apuesta por la compartición de redes de acceso móvil | Telefónica Hispam*. Telefónica Hispam, disponible en <https://www.telefonicahispam.com/2024/02/28/telefonica-hispanoamerica-reafirma-su-apuesta-por-la-comparticion-de-redes-de-acceso-movil/> (2024, febrero)

Telefónica, (2022). *Sala de comunicación - Telefónica multiplica por cinco su beneficio neto en 2021: 8.137 millones de euros*. Telefónica, disponible en <https://www.telefonica.com/es/sala-comunicacion/prensa/telefonica-multiplica-por-cinco-su-beneficio-neto-en-2021-8-137-millones-de-euros/>. (2022, febrero)

Álvarez-Pallete, J.M. (2020). *Informe de resultados del segundo semestre*. Money Controller, disponible en <https://www.moneycontroller.es/noticias-de-la-bolsa-espa%C3%B1ola/telefonica-sa/la-sociedad-remite-el-informe-de-resultados-del-segundo-semestre-de-2020-30499>

Larrouy, D. (2024). *Telefónica cierra 2023 con pérdidas por el ERE pero logra ingresos de 40.000 millones*. elDiario.es, disponible en: https://www.eldiario.es/economia/telefonica-cierra-2023-perdidas-892-millones-euros-impacto-ere-negocio-britanico_1_10946854.html. (2024, febrero)

Palenzuela, V. A. (1995). *Sobre el análisis financiero y su nueva orientación*. In Anales de estudios económicos y empresariales (No. 10, pp. 9-28). Servicio de Publicaciones.

Garzón Aguirre, K. J. (2021). *La gestión del fondo de maniobra y su influencia en la rentabilidad de la empresa "Enlace Industrial y Comercial Enlincom Cía. Ltda* (Bachelor's thesis).

Toro, A. (2022). *Ratios financieros: Principales tipos y cómo aplicarlos*. Business revista digital, disponible en <https://www.escueladenegociosydireccion.com/revista/business/ratios-financieros-principales-tipos-como-aplicarlos/>. (2022, febrero)

Gaillard, F. J. (2023). *Análisis de la solvencia financiera a largo plazo de Profertil SA* (Bachelor's thesis).

Serer, G. L. (2009). *La valoración de la empresa mediante el método comparativo o por múltiplos*. Revista de Contabilidad y Dirección, 8, 59-76.

Velez-Pareja, I., & Tham, J. (2012). *Más Allá de Las Proyecciones: El valor Terminal.(Beyond Forecasting Period: The Terminal Value)*. Tópicos en Valoración de Activos no financieros. Fondo Editorial (EAFIT).

Morán González, J. (2020). *Análisis fundamental de Telefónica (Fundamental analysis of Telefónica.)*

Berezo Pérez, M. (2016). *Análisis de estados contables del Grupo Telefónica.*

Telefónica, (2024). *Sala de comunicación - Telefónica logra un beneficio neto de 532 millones de euros en el primer trimestre del año, un 79% más.* Telefónica, disponible en <https://www.telefonica.com/es/sala-comunicacion/prensa/telefonica-logra-un-beneficio-neto-de-532-millones-de-euros-en-el-primer-trimestre-del-ano-un-79-mas/>. (2024, mayo)

Telefónica, (2024). *Sala de comunicación - Telefónica eleva sus ingresos hasta los 40.652 millones de euros y cumple todos sus objetivos financieros en 2023.* Telefónica, disponible en <https://www.telefonica.com/es/sala-comunicacion/prensa/telefonica-eleva-sus-ingresos-hasta-los-40-652-millones-de-euros-y-cumple-todos-sus-objetivos-financieros-en-2023/>. (2024, febrero)

Telefónica, (2023). *Información privilegiada - Comisión Nacional del Mercado de valores,* disponible en <https://www.telefonica.com/es/wp-content/uploads/sites/4/2023/11/informacion-privilegiada-CMD-20231108.pdf>. (2023, febrero)

Altimira, J., (2024). *Cómo calcular el EBITDA, el CFO, el FCF, el FCFE, y el FCFF -* Upbizzor, disponible en <https://www.upbizzor.com/estrategia-financiera/calcular-el-ebitda> (abril 2024)

Mendez, N.D., (2024). *Free Cash Flow to the Firm (FCFF).* Rankia, disponible en: <https://www.rankia.com/diccionario/bolsa/free-cash-flow-to-the-firm-fcff>. (abril, 2024)

Telefónica, (2024). *Accionistas e Inversores - Cuadro histórico de remuneración,* disponible en <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/la-accion/cuadro-historico-de-remuneracion/>. (2024, mayo)

CNMV, (2024). *RESOLUCIÓN POR LA CUAL SE APRUEBA LA DETERMINACIÓN DE LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2023 DE LOS OPERADORES DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS DECLARADOS CON PODER SIGNIFICATIVO DE MERCADO Y SE ACUERDA SU NOTIFICACIÓN A LA COMISIÓN EUROPEA Y AL ORGANISMO DE REGULADORES DE COMUNICACIONES ELECTRÓNICAS.*

Jiménez, J. (2021). *Telefónica vende las torres de Telxius a 30 veces beneficios.* Finanzas.com, disponible en https://www.finanzas.com/ibex-35/telefonica-vende-las-torres-de-telxius-a-30-veces-beneficios-y-acelera-la-rebaja-de-la-deuda_20114408_102.html (enero, 2021)

Telefónica. (2024). *Detalle y evolución de la deuda - Telefónica*, disponible en <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/rating/detalle-y-evolucion-de-la-deuda/> (mayo, 2024)

ING, (s.f.) *¿Cuáles son las perspectivas económicas para 2024?* ING, disponible en <https://www.ing.es/ennaranja/invertir-dinero/fondos-de-inversion/que-perspectivas-economicas-para-2024>

BME Exchange. (s. f.). BME Exchange. <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Mercados-y-Cotizaciones/Acciones/Mercado-Continuo/Ficha/Telefonica-ES0178430E18>