



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LA REORIENTACIÓN ESTRATÉGICA DE TELEFÓNICA:

Evaluación retrospectiva mediante un análisis financiero y
previsiones futuras

Autor: Norman Strocen Toro
Director: Alessandro Carpenzano

Resumen

Presionada financieramente, Telefónica S.A. adoptó a partir de 2019 una estrategia de reorientación corporativa articulada en torno a la desinversión de sus filiales en Hispanoamérica y la apuesta por la consolidación en el mercado europeo. El presente trabajo analiza el impacto financiero del plan a partir de un análisis que combina tres fases: una contextualización del Grupo, del sector global de las telecomunicaciones y del plan de reorientación; un análisis financiero retrospectivo del período 2019 – 2025, basado en la reformulación de los estados financieros consolidados según la metodología de Penman y en el cálculo de ratios de rentabilidad, endeudamiento y generación de caja, complementado con la Z"-score de Altman; y una perspectiva prospectiva que contrasta el plan “Transformar & Crecer” con las previsiones de cuatro bancos de inversión. Todo ello se interpreta bajo un marco teórico sobre el estrés financiero y las estrategias de reorientación corporativa. Los resultados muestran que la primera fase logró un desapalancamiento nominal significativo, con una reducción de la deuda del 36% y un ratio NFO/EBITDA situado en el umbral del objetivo del Grupo, pero no una mejora de la rentabilidad operativa ni de la solvencia estructural, presionadas por un problema de margen. Se concluye que la reorientación constituye un éxito real pero asimétrico e incompleto, cuya validación definitiva dependerá de la recuperación de la eficiencia operativa y de la consolidación europea en la segunda fase del proceso.

Palabras clave: reorientación corporativa, análisis financiero, Telefónica, desapalancamiento, telecomunicaciones.

Abstract

Under financial pressure, Telefónica S.A. adopted from 2019 onwards a corporate turnaround strategy built around the divestment of its Hispanic-American subsidiaries and a commitment to consolidation in the European market. This paper analyses the financial impact of such strategy through an analysis that combines three phases: a contextualisation of the Group, the global telecommunications sector and the turnaround plan; a retrospective financial analysis of the 2019 – 2025 period, based on the reformulation of the consolidated financial statements following Penman's methodology and on the calculation of profitability, leverage and cash generation ratios, complemented by Altman's Z"-score; and a prospective

perspective contrasting the “Transform & Grow” plan with the forecasts of four investment banks. The study is framed within the theoretical literature on financial distress and corporate turnaround strategies. The results show that the first phase achieved significant nominal deleveraging, with a 36% reduction in debt and an NFO/EBITDA ratio at the threshold of the Group's target, but no improvement in operating profitability or structural solvency, both weighed down by a margin problem. The paper concludes that the turnaround represents a real yet asymmetric and incomplete success, whose definitive validation will depend on the recovery of operating efficiency and on European consolidation during the second phase of the process.

Key words: corporate turnaround, financial analysis, Telefónica, deleveraging, telecommunications.

Índice de contenido

1. Introducción	1
2. Metodología	2
3. Marco teórico	4
3.1. El concepto de estrés financiero corporativo	4
3.2. Las tipologías de estrategias de reorientación corporativa	6
3.3. La evaluación del éxito de la reorientación	8
4. Telefónica S.A.	10
4.1. La compañía.....	10
4.2. El sector global de las telecomunicaciones.....	11
4.3. La estrategia de reorientación corporativa.....	13
5. Análisis financiero	16
5.1. Exploración preliminar y reformulación de los estados financieros consolidados.....	16
5.1.1. <i>Estado de situación financiera</i>	16
5.1.2. <i>Cuenta de resultados</i>	22
5.1.3. <i>Estado de flujos de efectivo</i>	25
5.2. Análisis de ratios financieros	30
5.2.1. <i>Rentabilidad</i>	30
5.2.2. <i>Endeudamiento y riesgo de crédito</i>	33
6. Análisis prospectivo	38
6.1. Transformar & Crecer (2026 – 2030)	38
6.2. Previsiones externas.....	40
7. Reflexión crítica y conclusiones	43
8. Bibliografía	45
Anexo A	50
Anexo B	67

Índice de ilustraciones

Figura 1: Zonas de riesgo del modelo Z”	6
Figura 2: Diferencias geográficas en el sector global de las telecomunicaciones.	12
Figura 3: Activo.	16
Figura 4: Desglose del activo no corriente.	17
Figura 5: Desglose del activo corriente.	17
Figura 6: Impacto en el balance de la operación en Reino Unido.	19
Figura 7: Pasivo y patrimonio neto.	20
Figura 8: Estado de situación financiera reformulado.	21
Figura 9: Evolución del NOA = NFO + CSE.	22
Figura 10: Cuenta de resultados consolidada.	22
Figura 11: Evolución de las ventas, EBITDA y resultado operativo.	24
Figura 12: Cuenta de resultados reformulada (ajustada).	25
Figura 13: Desglose del estado de flujos de efectivo consolidado.	26
Figura 14: Bloque de operaciones del estado de flujos de efectivo consolidado.	26
Figura 15: Bloque de inversión del estado de flujos de efectivo consolidado.	27
Figura 16: Bloque de financiación del estado de flujos de efectivo consolidado.	28
Figura 17: Estado de flujos de efectivo reformulado.	29
Figura 18: Evolución del FCF de operaciones y de la variación del NFO.	29
Figura 19: Ratios de rentabilidad.	31
Figura 20: Dispersión del RNOA de Telefónica vs. mediana sectorial histórica.	32
Figura 21: RNOA vs. NBC.	33
Figura 22: Ratios de crédito.	34
Figura 23: Ratio NFO/EBITDA de Telefónica vs. objetivo del plan GPS.	35
Figura 24: Evolución de la Z” – score.	37
Figura 25: Objetivos financieros del plan “Transformar & Crecer”	39

1. Introducción

Telefónica S.A. ("Telefónica" o "el Grupo") es uno de los referentes históricos del sector global de las telecomunicaciones. No obstante, el agravamiento de distintas presiones financieras, hacia el final de la década pasada, ha obligado al Grupo a replantear su estrategia. A cierre de 2019, el factor de estrés más urgente era el elevado nivel de endeudamiento que, pese a haberse reducido en años previos, limitaba significativamente su capacidad de inversión y de retribución al accionista. A ello se sumaban la baja contribución y la elevada volatilidad de los mercados latinoamericanos distintos de Brasil, afectados por la inestabilidad política y cambiaria, y, por otro lado, la falta de consolidación del mercado europeo frente a operadores estadounidenses y chinos de mucha mayor escala. Ante esta situación, Telefónica formaliza en 2019 una estrategia de reorientación corporativa centrada en reorganizar sus activos en torno a sus cuatro mercados principales (España, Alemania, Reino Unido y Brasil) y agrupar el resto de las filiales latinoamericanas con vistas a su desinversión.

Sobre este plan nace el objetivo del presente trabajo, que se centra en analizar el impacto financiero de dicha estrategia de reorientación, tanto retrospectivamente entre los años 2019 – 2025, como prospectivamente comentando las previsiones para la compañía, y evaluando, primero, si las desinversiones en Hispanoamérica han producido el desapalancamiento perseguido y, segundo, si se prevé que la concentración planeada en los mercados centrales genere un negocio más eficiente.

La relevancia del tema es doble, ya que, en primer lugar, aborda un proceso de reorientación de gran magnitud que continúa desplegándose en la actualidad, lo que lo convierte en un caso de estudio vivo. Y, en segundo lugar, ofrece la oportunidad de aplicar a una compañía emblemática del IBEX 35 los marcos teóricos sobre estrés financiero y estrategias de reorientación ampliamente desarrollados en la literatura, contrastando su capacidad explicativa frente a un caso real. Todo ello se presenta, además, en una pregunta de mayor alcance sobre la consolidación del sector europeo de las telecomunicaciones, identificada como prioridad estratégica para la soberanía digital del continente en los Informes Draghi y Letta (Vincent et al., 2026), lo que permite al trabajo aportar una utilidad que va más allá del caso particular de Telefónica.

2. Metodología

El análisis planteado se desarrolla en tres fases sucesivas que se apoyan cada una en la anterior. La primera, desarrollada en el apartado 4, consiste en una exploración de Telefónica como compañía, del sector global de las telecomunicaciones y del plan de reorientación iniciado en 2019, a partir de fuentes como los informes anuales y notas de prensa del Grupo, informes sectoriales de consultoría y diarios económico-financieros. El objetivo es sentar las bases contextuales necesarias para que el análisis financiero posterior sea interpretable, ya que no comprender la lógica estratégica detrás de cada operación corporativa relevante ejecutada complicaría la comprensión de los impactos en los estados financieros.

La segunda fase, desarrollada en el apartado 5, constituye el núcleo analítico del trabajo y se estructura en dos partes sucesivas. En primer lugar, se realiza una exploración preliminar de la evolución del estado de situación financiera, cuenta de resultados y estado de flujos de efectivo consolidados de Telefónica con el objetivo de obtener una primera lectura del impacto financiero de las principales operaciones asociadas a la reorientación. La serie temporal abarca los ejercicios de 2019 a 2025, siendo 2019 el año en que Telefónica inicia su plan de reorientación y 2025 el último ejercicio con cuentas anuales auditadas disponibles. Los datos de cada año se extraen del informe anual más reciente disponible en la web de relación con inversores del Grupo para ese ejercicio, lo que garantiza que las cifras reflejan cualquier re-expresión retroactiva realizada en cumplimiento de las normas contables aplicables.

Seguidamente, los estados financieros se reformulan separando la actividad operativa de la financiera, siguiendo la metodología de Penman (2013). Adicionalmente, con el fin de aproximar el resultado del negocio recurrente, se aplica un ajuste sobre la cuenta de resultados reformulada por dos partidas no recurrentes asociadas a la estrategia de reorientación que distorsionan significativamente las cifras: las plusvalías por la venta de negocios, cuyos importes recogidos en los informes anuales se sustraen de la línea de “otros ingresos”, y las provisiones por planes de reestructuración de plantilla, que se reincorporan a los “gastos de personal”. Tanto el estado de situación financiera como el estado de flujos de efectivo se excluyen del ajuste para reflejar la posición patrimonial y movimientos de caja reales.

A partir de los estados reformulados se calculan los ratios financieros que facilitan la interpretabilidad final del análisis retrospectivo para evaluar la consecución de los tres objetivos principales detallados por Telefónica para su plan: el desapalancamiento, la mejora de la rentabilidad operativa y el aumento de la generación de caja (Telefónica, 2023).

Finalmente, la tercera fase se desarrolla en el apartado 6 con carácter prospectivo. Tomando como referencia el plan estratégico más reciente de Telefónica, "Transformar & Crecer", se observan las proyecciones financieras que la propia compañía ha comunicado al mercado para el horizonte temporal que abarca los años 2026 - 2030. Adicionalmente, con el fin de enriquecer el análisis con una perspectiva comparativa externa, las previsiones de Telefónica se contrastan con las publicadas recientemente por analistas de los bancos Goldman Sachs, J.P. Morgan, Barclays y Deutsche Bank. Esta comparación permite concluir el trabajo discutiendo los riesgos y oportunidades que determinarán el éxito de la reorientación en el medio plazo.

El trabajo incorpora, además, una herramienta del ámbito del análisis de datos ampliamente utilizada en las finanzas corporativas: una serie de visualizaciones, desarrolladas en Python, que facilitan una lectura intuitiva de las tendencias y discontinuidades financieras más difíciles de identificar a partir de la revisión directa de los estados. Por otro lado, el análisis de ratios de endeudamiento y riesgo de crédito se complementa de forma cuantitativa con el cálculo de la Z'' -score de Altman para toda la serie temporal analizada, lo que permite sintetizar la probabilidad de insolvencia del Grupo y su evolución.

Por ello, antes de desarrollar el análisis estructurado en tres fases, resulta conveniente profundizar, bajo un marco teórico, en la literatura sobre las estrategias de reorientación corporativa para interpretar con mayor fundamento las decisiones tomadas por Telefónica.

3. Marco teórico

La falta de fundamento teórico en el campo de la reorientación corporativa (Schweizer & Nienhaus, 2017) y la naturaleza práctica del presente trabajo hacen que el objetivo de este apartado no sea realizar una revisión exhaustiva de la literatura, sino extraer de ella los conceptos más relevantes y contrastados empíricamente para establecer un marco de análisis sólido sobre el que observar, interpretar y evaluar la estrategia de reorientación corporativa de Telefónica. Para ello, este apartado se estructura en tres bloques: el concepto de estrés financiero corporativo y sus manifestaciones características, con el fin de contextualizar la situación de partida del Grupo; las principales tipologías de estrategias de reorientación identificadas en la literatura, para analizar, de forma estructurada, el proceso comenzado por Telefónica; y, en tercer lugar, los criterios de evaluación del éxito (o progreso) de un proceso de reorientación, estableciendo las métricas que guiarán las conclusiones del trabajo.

3.1. El concepto de estrés financiero corporativo

El estrés financiero corporativo es un fenómeno ampliamente estudiado en la literatura de finanzas y estrategia empresarial. En su definición más extendida, Wruck (1990) lo describe como una situación en la que los flujos de caja operativos de una empresa resultan insuficientes para hacer frente a sus obligaciones financieras corrientes, lo que obliga a la dirección a tomar medidas correctivas. Esta definición es amplia, ya que indica que esta presión financiera no equivale a insolvencia ni a quiebra, sino que representa un estado intermedio en el que la empresa aún tiene margen de maniobra, pero en el que la inacción puede desencadenar una espiral de deterioro (Sudarsanam y Lai, 2001).

En cuanto a sus causas, Habib et al. (2020, recogidos en Radjawane y Anas, 2025) identifican tanto factores internos como externos. Entre los primeros se encuentran una gestión deficiente, una estructura de capital desequilibrada con exceso de apalancamiento y una operativa ineficiente. Entre los factores externos destacan las recesiones económicas, el incremento de la competencia y los cambios regulatorios. En la práctica, la interacción de ambos tipos de factores a lo largo del tiempo es lo que suele desembocar en una situación de estrés financiero, más que el impacto de uno sólo.

El presente trabajo incorpora también una variante de la Z-score de Altman (2018), el primer modelo multivariante de predicción de quiebra empresarial, para justificar cuantitativamente el estado de presión financiera de Telefónica al inicio del período, y para apoyar el análisis de su evolución. Construido mediante análisis discriminante múltiple sobre una muestra de 66 empresas manufactureras estadounidenses, quebradas y no quebradas, el modelo combina ratios contables ponderados en una función lineal cuyo resultado clasifica a la empresa en zonas de riesgo delimitadas por puntos de corte (Altman, 2018). La presencia de variables de entrada, parámetros estimados estadísticamente sobre datos etiquetados y un resultado clasificable por umbrales permite considerar la Z-score como el punto de partida de los modelos estadísticos de clasificación supervisada aplicados a la predicción de insolvencia. No obstante, conviene precisar que el modelo de Altman no constituye machine learning en sentido estricto. De hecho, la predicción de quiebra ha evolucionado a estar dominada por técnicas como las redes neuronales o los métodos ensemble, que alcanzan precisiones superiores a las del análisis discriminante clásico (Braunsberger y Aschauer, 2025). Aun así, la Z-score continúa siendo la referencia frente a la que se comparan los nuevos modelos gracias a su simplicidad, interpretabilidad y robustez empírica (Altman, 2018).

De la familia de modelos de Z-score derivada del original, en este trabajo se emplea la variante Z'', más apropiada para Telefónica por eliminar la rotación de activos, debido a su elevada sensibilidad a las diferencias sectoriales, para ser aplicable a empresas no manufactureras y mercados fuera de Estados Unidos, y por sustituir el valor de mercado del patrimonio neto por su valor contable (Altman, 2018). Bajo esta variación del modelo, se puede clasificar a una empresa, en función de su Z'' – score, en una de las tres zonas de riesgo indicadas en la Figura 1. No obstante, cabe aclarar que el papel de este indicador en el trabajo es de apoyo al análisis del endeudamiento y riesgo de crédito del Grupo, combinándolo con los ratios de liquidez, solvencia y cobertura, y no como un análisis independiente.

Altman Z'' - score

Zona	Rango
Segura	$Z'' > 5,85$
Gris	$4,35 \leq Z'' \leq 5,85$
Distress	$Z'' < 4,35$

Figura 1: Zonas de riesgo del modelo Z”.

Nota. Elaboración propia a partir de Altman (2018).

Por último, el año 2019 se justifica como inicio del período de análisis, por la situación de presión financiera de Telefónica, bajo el criterio de Asquith et al. (1994), empleado también por Palacín-Sánchez et al. (2023) en su estudio de caso sobre Sacyr, que determina que una empresa se encuentra en situación de estrés cuando su EBITDA es inferior a sus gastos financieros durante dos ejercicios consecutivos. Aplicado al caso de Telefónica, si bien el Grupo no llegó en ningún momento a una situación de insolvencia técnica, el nivel de endeudamiento acumulado a cierre de 2019 presionaba de forma significativa su capacidad de inversión y de retribución al accionista, justificando el análisis de su proceso de reorientación bajo este marco teórico. Además, el valor Z” – score de 4,02 en 2019 es el mínimo de la serie analizada y mejora hasta 4,71 al año siguiente, lo que refuerza el argumento de que el año 2019 fue el punto de máxima presión financiera, momento a partir del cual comenzó la ejecución del plan de reorientación corporativa.

3.2. Las tipologías de estrategias de reorientación corporativa

La literatura académica sobre las estrategias de reorientación corporativa y su efectividad es extensa. Nyagiloh y Kilika (2020) distinguen entre dos grandes enfoques para clasificarlas. El primero, denominado “cost-based”, agrupa las iniciativas de reducción de costes, reducción de activos y generación de ingresos como medios principales de recuperación, y parte de la premisa de que el deterioro del rendimiento financiero tiene su origen en una estructura de costes o una base de activos ineficiente que debe corregirse con absoluta prioridad. El segundo enfoque clasifica las estrategias en 3Rs: “retrenchment” (reducción del tamaño y alcance de la compañía para liberarse de actividades no rentables), “repositioning” (crecimiento mediante diversificación hacia nuevos mercados y productos más demandados en el entorno competitivo) y “reorganization” (mejora de la eficiencia en las áreas funcionales a través de cambios en los sistemas de planificación, la estructura organizativa y la gestión financiera). Aunque ambos enfoques son complementarios y en la práctica se solapan, los conceptos de “retrenchment” y “repositioning” resultan especialmente útiles para el presente trabajo, ya que describen con precisión las desinversiones llevadas a

cabo por Telefónica y su apuesta por consolidar su presencia en Europa como respuesta a las demandas del mercado en materia de 5G y fibra óptica.

Sudarsanam y Lai (2001), por su parte, desarrollan un marco que distingue claramente entre cuatro tipologías de estrategias que constituyen el estándar de referencia en la literatura empírica sobre reorientación corporativa y son directamente observables en el proceso de Telefónica.

La primera es la reestructuración directiva, que consiste en el cambio en la alta dirección de la compañía. Esta estrategia es ampliamente considerada imprescindible para el éxito de una reorientación, dado que cuando la operativa de la compañía requiere un cambio drástico, resulta difícil para la dirección en funciones modificar sus hábitos para aplicar las reformas necesarias. Además, se menciona que constituye una señal de cambio para inversores y acreedores necesaria para colaborar en un plan de reorientación.

La segunda tipología es la reestructuración operativa, cuyo objetivo es estabilizar las operaciones y restaurar la rentabilidad en el corto plazo. Para ello, incluye estrategias de reducción de costes, generación de ingresos y reducción de activos operativos para mejorar la eficiencia y el margen. Esta fase de eficiencia operativa suele ser el primer paso ante una situación de presión financiera, ya que no tiene sentido evaluar la sostenibilidad a largo plazo si la empresa puede quebrar en el corto. Por ello, los propios autores distinguen entre esta etapa y una etapa posterior de carácter más “empresarial” o estratégico.

Esta segunda etapa constituye, precisamente, la tercera tipología: la reestructuración de activos, que se subdivide en dos modalidades con lógicas opuestas pero complementarias. Por un lado, la desinversión de activos cubre la venta de filiales o divisiones con el objetivo de desprenderse de activos no rentables o no estratégicos, detener el drenaje de caja, o recaudar fondos para aliviar la presión financiera. Por otro, la inversión en activos abarca tanto el CapEx interno como las adquisiciones de negocios que encajan con los intereses estratégicos y financieros de la compañía a largo plazo.

Por último, la cuarta tipología es la reestructuración financiera, definida como la reorganización de la estructura de capital de la empresa para aliviar la presión del pago de intereses y dividendos y de la devolución de deuda. También se divide en dos modalidades. Por un lado, están las estrategias basadas en el capital, que incluyen modificaciones del dividendo y ampliaciones de capital, y, por otro, las estrategias basadas en deuda, que implican la renegociación y amortización de la deuda existente. Como se puede observar, a

excepción de la primera estrategia de reestructuración directiva, el marco de Sudarsanam y Lai (2001) se solapa, casi a la perfección, con las 3Rs de Nyagiloh y Kilika (2020).

En cuanto a la secuencia en la que estas estrategias se despliegan, Gotteiner (2018) identifica cuatro fases sucesivas del proceso de reorientación: diagnóstico de la situación, reconocimiento de la emergencia (priorizando la generación de caja y contención de pérdidas), estabilización mediante la recuperación de la rentabilidad operativa a largo plazo, y retorno al crecimiento. Además, esta secuencia también es consistente con la distinción que hacen Sudarsanam & Lai (2001) entre la etapa operativa defensiva y la etapa estratégica expansiva, y permite identificar el punto del proceso en el que se encuentra Telefónica al cierre del período analizado.

Finalmente, Sudarsanam y Lai (2001) realizan un hallazgo empírico relevante para este análisis, que sostiene que la diferencia determinante entre las empresas que se recuperan y las que no reside en que la intensidad de la reestructuración por sí sola no garantiza la recuperación, sino que importa la capacidad para planear y transitar, en el momento adecuado, desde estrategias defensivas hacia estrategias de crecimiento. De esta forma, los planes de reorientación exitosos incluyen estrategias de inversión y adquisición, mientras que las compañías que no se recuperan se centran únicamente en reestructuraciones operativas y financieras internas muy intensas.

3.3. La evaluación del éxito de la reorientación

La definición de lo que constituye una estrategia de reorientación corporativa exitosa difiere significativamente en la literatura. Schendel et al. (1976), uno de los tres referentes más citados, definen el éxito como una fase de cuatro años de recuperación del beneficio neto partiendo de una situación de estrés financiero marcada por una caída ininterrumpida de cuatro años también, con una tolerancia de dos años de desviación en cada fase. Hoffman (1989) adopta un criterio más cualitativo, definiendo una reorientación como exitosa tras la superación de un nivel de rentabilidad considerado aceptable para el sector, sin fijar una métrica concreta. Por último, Barker y Mone (1998) proponen el criterio más aplicable a este trabajo. Explican que una empresa se encuentra en estado de presión financiera si, tras un año base con ROA por encima de la media del sector, experimenta tres años consecutivos de caída en dicho ratio, y que se ha reorientado exitosamente si a esto le siguen tres años de

recuperación. Con el objetivo de centrar la evaluación en el rendimiento operativo del negocio, este análisis sustituye el ROA por el RNOA.

La primera razón por la que el presente análisis se fundamenta en el criterio de Barker y Mone (1998) es que está basado en un ratio financiero directamente calculable a partir de los estados financieros reformulados. Además, el horizonte temporal de tres años de observación encaja con el período analizado, en el que los efectos de las principales operaciones se concentran entre 2019 y 2025. Por último, es el marco más utilizado en estudios empíricos de reorientación, lo que facilita la comparabilidad con la literatura existente, incluyendo el propio estudio de Sudarsanam y Lai (2001) que sirve de marco central a este trabajo.

No obstante, Telefónica detalla los objetivos financieros para las distintas fases de la estrategia de reorientación, como el plan GPS o “Transformar & Crecer”, en torno a la reducción del apalancamiento y la mejora de los ingresos y de la generación de caja, en vez de únicamente a la rentabilidad sobre activos. Por ello, la evaluación del éxito de la reorientación entre 2019 y 2025 en este trabajo también se articula en torno al cumplimiento de estas tres dimensiones complementarias.

De esta forma, la combinación de ambos marcos permite responder a las dos preguntas centrales del análisis: primero, si las desinversiones en Hispanoamérica han producido el desapalancamiento financiero objetivo y, segundo, si los últimos avances por concentrar el negocio en los mercados europeos generan un negocio operativamente más eficiente.

4. Telefónica S.A.

4.1. La compañía

La Compañía Telefónica Nacional de España (CTNE) se constituyó el 19 de abril de 1924 en Madrid con el objetivo de modernizar y explotar, bajo un único operador en régimen de monopolio, un sistema telefónico nacional que se encontraba en un estado profundamente deficiente. En 1945, bajo el régimen del General Francisco Franco, el Estado pasó a controlar el 79% de las acciones en circulación, y en 1960 la compañía se había convertido en la empresa más grande del país en términos de capital y de plantilla. A finales de la década de los ochenta llegó el salto hacia la internacionalización cuando, ya privatizada, Telefónica inició una expansión mediante la adquisición de participaciones en operadoras de telecomunicaciones, fundamentalmente en Latinoamérica (Bloomberg, n.d.).

Hoy, Telefónica S.A. es uno de los principales proveedores de servicios de telecomunicaciones del mundo, con una participación estatal del 10%, cuya sede central se ha mantenido en Madrid y que comercializa sus productos y servicios a más de 350 millones de clientes principalmente bajo tres marcas: Movistar, que opera en España y Latinoamérica, O2, en Europa, y Vivo, en Brasil. En cuanto a su estructura operativa, el grupo se organiza en cinco segmentos principales. Telefónica España, que representa su mercado principal con aproximadamente el 40% de los ingresos, es el operador líder en el mercado doméstico e incluye servicios de voz, datos, televisión e internet. Telefónica Brasil, con alrededor del 25% de los ingresos, lidera el mercado brasileño, mientras que Telefónica Hispam agrupa las operaciones en el resto de mercados latinoamericanos, aunque su volumen se ha reducido considerablemente como resultado de desinversiones por la estrategia de reorientación adoptada. Telefónica Deutschland, que también concentra alrededor del 25% de los ingresos del Grupo, es el tercer operador de Alemania, con su red O2 y cerca de 43 millones de clientes. Finalmente, VMO2 es una "joint venture" al 50% entre Telefónica y Liberty Global en el Reino Unido, con unos 47 millones de conexiones entre banda ancha, móvil, televisión y telefonía fija (Bloomberg, n.d.).

En 2019 se produce el mayor punto de inflexión estratégico de la historia reciente de la compañía. Sujeta a elevadas presiones financieras, Telefónica formaliza una estrategia de reorientación corporativa cuyas principales operaciones e implicaciones estratégicas se

analizan en detalle más adelante en esta sección. No obstante, repasar antes la estructura del sector global de las telecomunicaciones permite entender con mayor claridad algunas de las motivaciones estratégicas de Telefónica para su plan.

4.2. El sector global de las telecomunicaciones

El sector global de las telecomunicaciones atraviesa una transformación estructural, definida por tres grandes dinámicas, de la cual se puede extraer conocimiento imprescindible para entender el plan de reorientación corporativa sujeto de estudio en el presente trabajo.

La presión sobre los ingresos en los mercados desarrollados es la primera de las tres dinámicas digna de mención. El tráfico de datos crece de forma exponencial, pero los ingresos mundiales por servicios de telecomunicaciones no siguen el mismo ritmo, ya que se estima que crecerán a una tasa anual compuesta de apenas el 2,8% entre 2024 y 2029. El ARPU (ingreso medio por usuario) es el indicador más representativo de esta presión, reflejando que el de móvil global descenderá de 6,32 dólares en 2024 a 6,20 en 2029, mientras que en la banda ancha fija el crecimiento es prácticamente nulo. Europa es especialmente representativa de este fenómeno, con conexiones móviles y fijas prácticamente estancadas y un CapEx del sector que ha caído del 26,9% de los ingresos en 2022 al 22,9% en 2024 (PwC España, n.d.). En este entorno de madurez, el método de expansión tradicional mediante captación de cuota no genera valor, haciendo que el M&A sea el principal mecanismo disponible para la creación de valor en el sector.

Por otro lado, el modelo de negocio se ha observado insostenible en la mayor parte de Latinoamérica, con la excepción de Brasil. Según un estudio de la consultora NERA, los ingresos de la industria en la región cayeron un 38% entre 2012 y 2022. La raíz del problema en varios países se ha identificado en que el tamaño del sector no es el adecuado y la presión competitiva resta capacidad de inversión a los operadores y hace que el nivel de rentabilidad haya ido a la baja. A ello se suma la inestabilidad política, la inseguridad jurídica y la volatilidad cambiaria, que han complicado significativamente las operaciones de los grandes grupos internacionales, llevando a una pérdida progresiva de competitividad frente a actores regionales como América Móvil (Haro, 2024). Esta combinación de factores hace que el contexto latinoamericano haya dejado de encajar en las estrategias de creación de valor de operadores como Telefónica, y su salida de la región no es un fenómeno aislado, sino el

reflejo de una tendencia estructural más amplia de reequilibrio por parte de los grandes grupos europeos (Vincent et al., 2026).

En tercer lugar, el elemento más determinante para entender la dirección del sector en Europa es la profunda brecha de escala que separa a sus operadores de sus competidores globales, especialmente en Estados Unidos y China. Según indica la consultora Oliver Wyman, el operador europeo medio sirve únicamente a 5 millones de suscriptores, frente a los 107 millones del operador medio estadounidense y los 467 millones del chino. Además de esta diferencia, el CapEx en telecomunicaciones per cápita en Europa se sitúa en 109 euros, frente a 174 euros en Estados Unidos y los 19 en China. Ante esta situación, los Informes Draghi y Letta identificaron la consolidación del sector como una prioridad estratégica para la soberanía digital europea, lo que ha impulsado una transformación regulatoria mediante la cual los reguladores han pasado de bloquear o fragmentar las grandes fusiones a aprobarlas bajo condiciones más suaves, como se aprecia en los casos de Vodafone-Three en el Reino Unido, MásMóvil-Orange en España y Fastweb-Vodafone en Italia (Vincent et al., 2026).

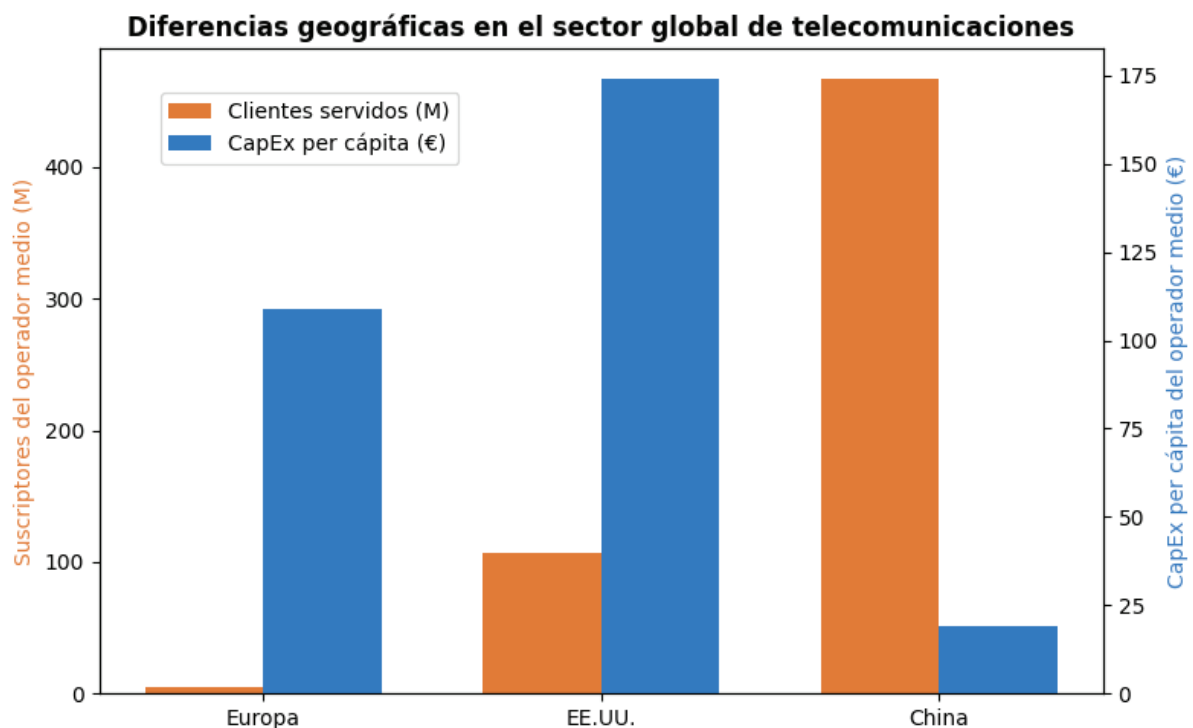


Figura 2: Diferencias geográficas en el sector global de las telecomunicaciones.

Nota. Elaboración propia a partir de Vincent et al. (2026).

En este panorama, Brasil representa una excepción y un ejemplo del efecto de la consolidación en el sector. Tras la quiebra de Oi en 2016 y la distribución de sus activos entre TIM, Vivo y Claro, el país se convirtió en el tercero del mundo en velocidades de descarga 5G y el ARPU móvil creció un 4% anual entre 2021 y 2024. Oliver Wyman señala explícitamente este proceso como un modelo de referencia para la consolidación europea (Vincent et al., 2026). Para Telefónica, Brasil es el único mercado latinoamericano que encaja en su nueva lógica estratégica, por su escala suficiente, rentabilidad y potencial de crecimiento, lo que explica su mantenimiento como uno de los cuatro pilares de la cartera del Grupo.

El diagnóstico del sector global de las telecomunicaciones expuesto explica, en buena medida, por qué Telefónica ha decidido reorientar su estrategia de la forma en que lo ha hecho. A continuación, se analiza cómo se está desarrollando el cambio de mercados latinoamericanos por la consolidación en Europa, así como los motivos internos adicionales del Grupo que justifican el plan de reorientación.

4.3. La estrategia de reorientación corporativa

La estrategia de reorientación corporativa de Telefónica comienza en 2019 como respuesta a una acumulación de presiones financieras que venían gestándose durante años. El primer y más urgente motivo interno era el nivel de endeudamiento del Grupo. A cierre de 2019, la deuda financiera neta se situaba en 43.302 millones de euros, que, aunque se había reducido alrededor de 13.000 millones desde 2016, representaba una carga que presionaba significativamente la capacidad de inversión y la retribución al accionista (Invesgrama, 2020). Por ello, la reducción de este apalancamiento se convirtió en el objetivo financiero prioritario de la compañía.

Además, en el apartado inmediatamente anterior, se han identificado el segundo y tercer motivos que justifican el plan de reorientación: la baja contribución y alta volatilidad de los mercados latinoamericanos distintos de Brasil, que hacían que el capital invertido en la región generase retornos insuficientes para justificar la exposición al riesgo; y la falta de consolidación del mercado europeo de telecomunicaciones frente a Estados Unidos y China, donde hay un número inferior de operadoras de mucho mayor tamaño. Con el objetivo de competir con mayor escala en el despliegue del 5G y la fibra óptica, conseguir una mayor

consolidación en Europa se volvió otro de los objetivos prioritarios de Telefónica. Sumado esto a la necesidad de reducir el elevado apalancamiento, las desinversiones en Hispanoamérica se identificaron como el principal mecanismo para lograr los objetivos del Grupo. Por ello, fue en 2019 cuando “Telefónica segregó estas filiales en un holding, Telefónica Hispam, para, hasta su venta, reducir la exposición mediante la venta de activos, que ganaran autosuficiencia y no drenasen recursos de la matriz” (Suárez, 2025).

No obstante, la respuesta a las presiones a las que estaba expuesta Telefónica se articuló formalmente en 2023 con el plan estratégico GPS (Crecimiento, Rentabilidad y Sostenibilidad), cuya consecución constituye uno de los objetos de análisis del presente trabajo. Los objetivos financieros del Grupo con este plan eran cinco fundamentalmente: “crecimiento anual aproximado del 1% de los ingresos, del 2% del EBITDA, del 5% de la caja operativa (EBITDAaL – CapEx) y por encima del 10% de la generación de flujo de caja libre (FCF)” (Telefónica, 2023). Además, la compañía estimó una reducción de la deuda financiera neta hasta un ratio de 2,2x - 2,5x NFO/EBITDA en 2026.

Anterior al plan GPS, el proceso de desinversión latinoamericano ya se había iniciado, bajo la dirección del presidente ejecutivo José María Álvarez-Pallete, con la venta de las filiales en Centroamérica entre 2019 y 2021: Panamá, Nicaragua, Guatemala, Costa Rica y El Salvador por aproximadamente 1.350 millones de dólares (Telefónica, 2022). No obstante, a pesar de estos esfuerzos por ejecutar el plan de reorientación, en enero de 2025 se produjo un importante cambio en la dirección con la sucesión de Marc Murtra a José María Álvarez-Pallete, coherente con la estrategia de reestructuración directiva cubierta en el marco teórico. Bajo la presidencia de Murtra, Telefónica ha experimentado una fase de aceleración en las desinversiones latinoamericanas con la salida de los mercados más grandes. En 2025 se cerró la venta de filiales en Argentina, Perú, Uruguay y Ecuador, mientras que en 2026 se concretó la venta en Chile, México y Colombia, dejando a Venezuela como la única presencia residual en la región, cuya venta fue anunciada en noviembre de 2025.

Por otro lado, una de las operaciones más relevantes del período, tanto por su magnitud como por su significado estratégico, fue la venta de la división de torres de telecomunicaciones. En enero de 2021, Telxius Telecom firmó un acuerdo con American Tower Corporation para la venta de aproximadamente 30.722 emplazamientos de torres en Europa (España y Alemania) y en Latinoamérica (Brasil, Perú, Chile y Argentina) por un importe total de 7.700 millones de euros pagaderos en efectivo. El modelo adoptado de venta

manteniendo simultáneamente el acceso a las torres mediante contratos de arrendamiento a largo plazo permitió a Telefónica monetizar el activo para reducir deuda sin perder el acceso operativo a la infraestructura (Telefónica, 2021).

La segunda gran operación fue la constitución de la “joint venture” Virgin Media O2 (VMO2) al 50% mediante la fusión de Virgin Media, filial de Liberty Global con la red de banda ancha más rápida del Reino Unido, con O2 UK, la mayor plataforma de telefonía móvil del país. La transacción, anunciada en 2020 y cerrada en junio de 2021 tras la aprobación de la Competition and Markets Authority (Kanter, 2021), surgió con el objetivo de construir un operador referente en el sector con ingresos combinados de 11.000 millones de libras (McGarrigle, 2020). En el contexto de convergencia de servicios de red fija (como banda ancha, fibra óptica y televisión de pago) con los de red móvil que dominaba en el sector de las telecomunicaciones, la operación seguía el plan de consolidación en Europa de Telefónica, ya que la combinación de la oferta de servicios de Virgin Media con los servicios móviles 5G de O2 posicionaba a la empresa conjunta como un competidor de primer nivel sin necesidad de consolidar íntegramente sus activos en balance. Además, los 5.700 millones de libras de ingresos generados se destinaron a la reducción de deuda, la cual el propio grupo comunicó que sería rebajada aproximadamente en 9.000 millones adicionales en el segundo trimestre de 2021 (Telefónica, 2020).

En su fase más reciente, ya bajo la presidencia de Marc Murtra, la compañía ha confirmado su intención de salir completamente de Hispam y ha presentado el nuevo plan estratégico para 2026 - 2030, denominado "Transformar & Crecer", reafirmando el compromiso de Telefónica con el desarrollo tecnológico europeo para ser competitivo con Estados Unidos y China.

El conjunto de estas operaciones, así como las que están por venir, han transformado y seguirán transformando estructuralmente el perfil de Telefónica. El análisis financiero a continuación permitirá observar en detalle el impacto que ha tenido hasta ahora la estrategia de reorientación corporativa en las finanzas del Grupo.

5. Análisis financiero

5.1. Exploración preliminar y reformulación de los estados financieros consolidados

La exploración preliminar del estado de situación financiera, la cuenta de resultados y el estado de flujos de efectivo, en el período que comprende los ejercicios desde 2019 hasta la actualidad, ofrece una primera observación del impacto financiero de las operaciones asociadas a la estrategia de reorientación corporativa. Por otro lado, la reformulación de dichos estados mediante la separación de la actividad operativa y la financiera y el aislamiento de partidas no recurrentes permite construir las métricas necesarias para el cálculo de ratios financieros, siendo la rentabilidad operativa, el endeudamiento y la generación de caja las tres dimensiones más relevantes en el contexto de Telefónica según está detallado en el plan estratégico GPS.

5.1.1. Estado de situación financiera

Millones de €	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
ACTIVO							
Activos no corrientes	70.012	78.133	83.568	87.053	84.284	71.396	94.549
Intangibles	9.112	9.875	11.370	12.017	11.725	11.488	16.034
Fondo de comercio	15.796	16.461	18.708	18.471	16.519	17.044	25.403
Inmovilizado material	18.158	21.439	22.944	23.714	22.725	23.769	32.228
Derechos de uso	7.441	7.907	8.448	8.279	7.579	4.982	6.939
Inversiones puestas en equivalencia	6.753	8.375	8.590	11.587	12.773	427	140
Activos financieros y otros activos no corrientes	6.740	7.403	7.268	8.101	7.347	7.270	7.123
Activos por impuestos diferidos	6.012	6.673	6.240	4.884	5.616	6.416	6.682
Activos corrientes	22.005	22.369	20.756	22.589	24.929	33.655	24.328
Existencias	862	954	929	1.546	1.749	1.718	1.999
Cuentas a cobrar y otros activos corrientes	9.662	10.445	10.132	9.134	8.287	7.523	10.785
Administraciones públicas deudoras	867	970	1.193	2.213	2.120	902	1.561
Otros activos financieros corrientes	870	1.800	1.078	2.444	3.835	2.495	3.123
Efectivo y equivalentes de efectivo	6.564	8.062	7.151	7.245	8.580	5.604	6.042
Activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta	3.180	138	273	7	358	15.413	818
Total activos	92.017	100.502	104.324	109.642	109.213	105.051	118.877

Figura 3: Activo.

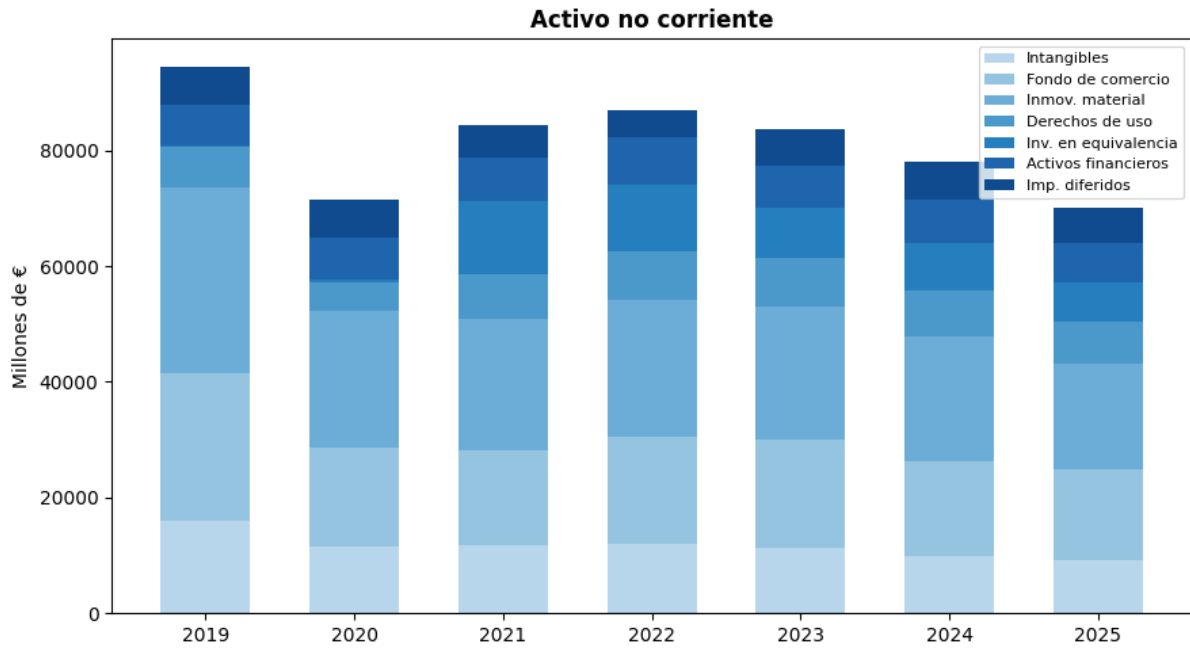


Figura 4: Desglose del activo no corriente.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

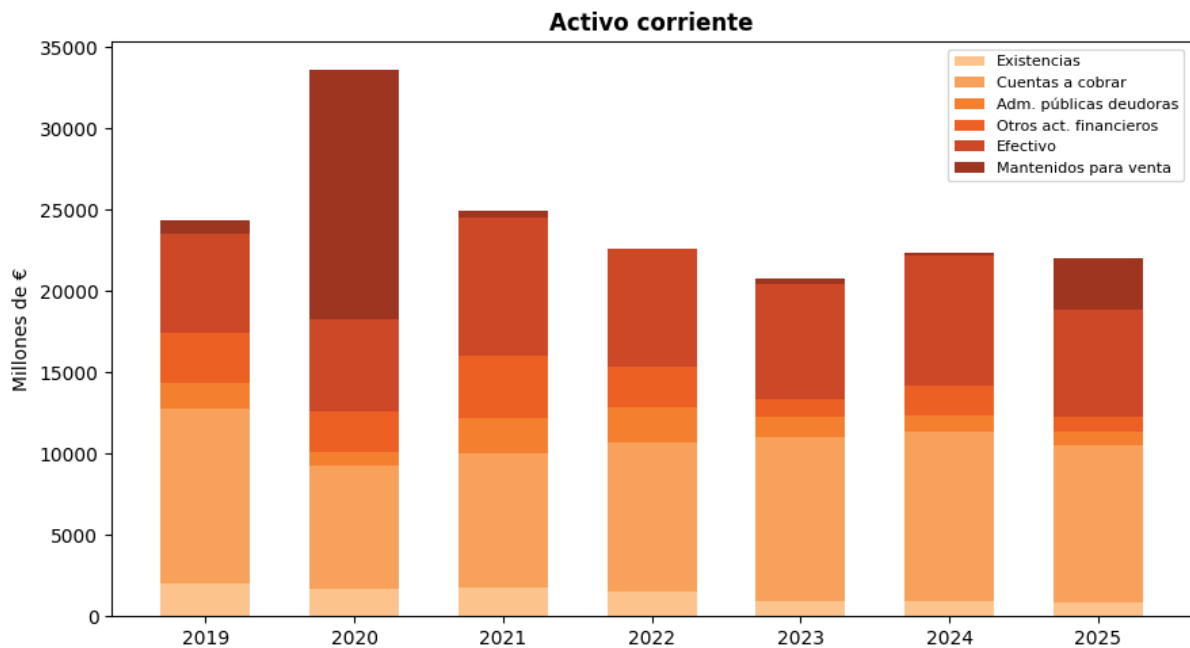


Figura 5: Desglose del activo corriente.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

Los movimientos más pronunciados en el bloque del activo del Grupo se concentran en los años 2019 - 2021 y tienen un protagonista claro: la constitución de la empresa conjunta

VMO2. Durante el período que abarca desde 2019 hasta 2025, se observa una reducción del activo total de 118.877 millones de euros a 92.017 millones, lo que supone una caída del 23%, concentrada en la reducción de los activos no corrientes, que caen de 94.549 a 70.012 millones. Dentro de esta partida, destacan las bruscas caídas del fondo de comercio y del inmovilizado material causadas, principalmente, por la reclasificación en 2020 de 4.750 millones, correspondientes al fondo de comercio asignado a Telefónica Reino Unido, y de 4.039 millones, de la infraestructura física de la misma sociedad, a la partida de “activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta” como consecuencia de la transacción acordada con Liberty Global (Telefónica, 2021). Sin embargo, en el caso del inmovilizado material, la amortización de 5.022 millones sobre instalaciones técnicas y maquinaria representa la reducción más cuantiosa del período, aunque es de carácter recurrente y no estratégico. Por otro lado, los deterioros de valor registrados en las filiales latinoamericanas por la depreciación de las principales divisas respecto al euro, en particular del real brasileño, explican una reducción adicional de 2.895 millones del fondo de comercio, reflejando el lastre de la exposición del Grupo a la volatilidad de tipos de cambio que justifican, en parte, las múltiples desinversiones en la región (Telefónica, 2021).

Pasando a observar la partida de activos no corrientes, la línea de “activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta” aumentó de 818 millones en 2019 a 15.413 millones en 2020, multiplicándose por casi diecinueve en un solo ejercicio, al ser la contrapartida directa de las reclasificaciones anteriormente descritas. Por ello, el pico de 2020 representa esencialmente el valor contable de los activos de O2 UK en el momento previo al cierre de la operación. En 2021, una vez completada la fusión, esta línea cae de vuelta a 358 millones, confirmando que los activos reclasificados han salido del balance consolidado como activos propios para pasar a reportarse de otra forma con motivo de su nueva presencia en el mercado británico.

Esa nueva forma de reportarse supone, casi en su totalidad, el aumento de las “inversiones puestas en equivalencia”, que pasan de 427 millones en 2020 a 12.773 millones en 2021. No obstante, la caída posterior de esta inversión desde 12.773 millones en 2021 hasta 6.753 millones en 2025 refleja el deterioro de valor de VMO2 en un mercado británico de telecomunicaciones especialmente competitivo.

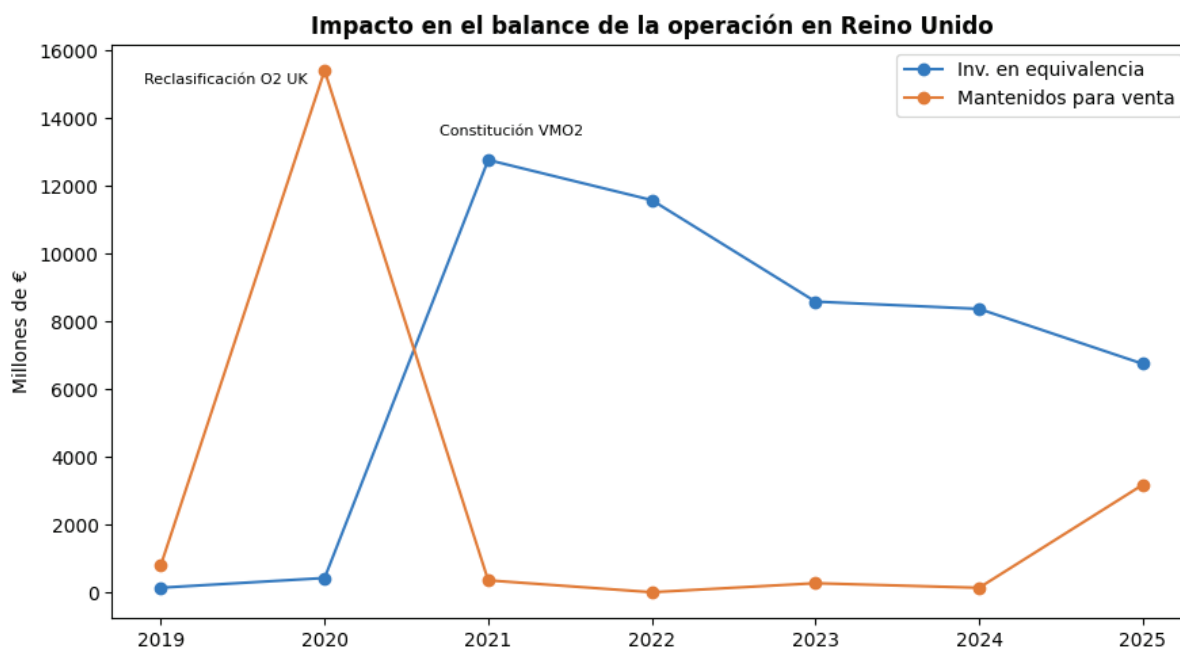


Figura 6: Impacto en el balance de la operación en Reino Unido.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

Más actualmente, la línea de “activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta” tiene un nuevo repunte significativo en 2025, pasando de 138 millones en 2024 a 3.180 millones con motivo de la última tanda de desinversiones en Latinoamérica. Según la nota 30 de las cuentas anuales consolidadas de 2025, prácticamente la totalidad de esta partida corresponde al acuerdo de venta de Colombia Telecomunicaciones a Millicom Spain alcanzado en marzo de 2025. A esto se suma la ejecución de las ventas de los activos de Telefónica en Argentina, Perú, Uruguay y Ecuador durante el ejercicio.

Millones de €	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
PASIVO Y PATRIMONIO NETO							
Patrimonio neto	17.808	22.749	27.096	31.708	28.684	18.260	25.450
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de la Sociedad dominante y a otros	14.258	19.347	21.852	25.088	22.207	11.235	17.118
Patrimonio neto atribuible a intereses minoritarios	3.550	3.402	5.244	6.620	6.477	7.025	8.332
Pasivos no corrientes	49.372	52.019	53.829	54.834	55.034	58.674	63.236
Pasivos financieros no corrientes	30.120	33.192	33.360	35.059	35.290	42.297	43.288
Deudas no corrientes por arrendamientos	5.644	6.077	6.708	6.657	6.391	4.039	5.626
Cuentas a pagar y otros pasivos no corrientes	3.912	3.693	3.605	3.546	3.089	2.561	2.928
Pasivos por impuestos diferidos	2.518	2.905	2.702	3.067	2.602	2.620	2.908
Provisiones a largo plazo	7.178	6.152	7.454	6.505	7.662	7.157	8.486
Pasivos corrientes	24.837	25.734	23.399	23.100	25.495	28.117	30.191
Pasivos financieros corrientes	4.219	5.590	3.701	4.020	7.005	8.123	9.076
Deudas corrientes por arrendamientos	1.938	2.226	2.239	2.020	1.679	1.255	1.600
Cuentas a pagar y otros pasivos corrientes	12.942	14.606	13.957	13.509	13.210	10.912	14.903
Administraciones públicas acreedoras	950	1.614	1.869	1.920	2.026	1.732	2.560
Provisiones a corto plazo	1.899	1.665	1.596	1.631	1.441	1.304	1.672
Pasivos asociados con activos no corrientes y grupos enajenables mantenido	2.889	33	37	—	134	4.791	380
Total patrimonio neto y pasivos	92.017	100.502	104.324	109.642	109.213	105.051	118.877

Figura 7: Pasivo y patrimonio neto.

En el pasivo se observa principalmente cómo los recursos liberados, principalmente mediante la transacción en Reino Unido, son destinados a la reducción de la deuda financiera.

El cambio más significativo se observa en la caída del pasivo no corriente de 63.236 millones en 2019 a 49.372 millones en 2025. El cambio de mayor magnitud se observa en la reducción de casi 8 mil millones en 2021. La nota 18 de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio identifica a la amortización neta de emisiones de obligaciones y bonos como el factor más explicativo, ya que los pagos de la deuda ascendieron a 5.847 millones mientras que las nuevas emisiones fueron de tan solo 561 millones. Cabe destacar el papel de los ingresos generados por la constitución de VMO2 en esta amortización, confirmando el papel de la fusión como un mecanismo de reducción de deuda. De manera similar, los pasivos financieros corrientes se redujeron un 56% a 4.020 millones en 2022, su nivel más bajo del período, a través de amortizaciones netas.

Por otro lado, los pasivos asociados a activos mantenidos para la venta ilustran en el lado del pasivo lo ya descrito en el activo. Estos pasivos han saltado de 33 millones en 2024 a 2.889 millones en 2025, correspondiendo prácticamente en su totalidad a los pasivos de Colombia Telecomunicaciones reclasificados tras el acuerdo de venta a Millicom, lo que constituye el último gran movimiento realizado en el plan de reorientación.

El patrimonio neto, por su parte, comienza con 25.450 millones en 2019, cae bruscamente a 18.260 millones en 2020, se recupera hasta 31.708 millones en 2022, y cae de nuevo hasta 17.808 millones en 2025. Estas oscilaciones tan pronunciadas no responden principalmente a la evolución del negocio operativo, sino a tres factores que se combinan de forma compleja.

En primer lugar, los deterioros de activos latinoamericanos ya mencionados reducen el patrimonio directamente cuando se registran. En segundo lugar, el impacto de los tipos de cambio genera ajustes que también van directamente al patrimonio. Y, en tercer lugar, la caída de los intereses minoritarios de 8.332 millones en 2019 a 3.550 millones en 2025 refleja que al vender filiales en las que había socios minoritarios, esa parte del patrimonio desaparece del balance consolidado.

Millones de €	Nota	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
BLOQUE OPERATIVO								
Activos operativos		77.843	83.237	88.827	91.852	89.451	89.682	102.589
Intangibles		9.112	9.875	11.370	12.017	11.725	11.488	16.034
Fondo de comercio		15.796	16.461	18.708	18.471	16.519	17.044	25.403
Inmovilizado material		18.158	21.439	22.944	23.714	22.725	23.769	32.228
Derechos de uso		7.441	7.907	8.448	8.279	7.579	4.982	6.939
Inversiones puestas en equivalencia	Nota 1	6.753	8.375	8.590	11.587	12.773	427	140
Activos por impuestos diferidos		6.012	6.673	6.240	4.884	5.616	6.416	6.682
Existencias		862	954	929	1.546	1.749	1.718	1.999
Cuentas a cobrar y otros activos corrientes		9.662	10.445	10.132	9.134	8.287	7.523	10.785
Administraciones públicas deudoras		867	970	1.193	2.213	2.120	902	1.561
Activos no corrientes y grupos enajenables mantenidos para la venta	Nota 1	3.180	138	273	7	358	15.413	818
Pasivos operativos		32.288	30.668	31.220	30.178	30.164	31.077	33.837
Cuentas a pagar y otros pasivos no corrientes		3.912	3.693	3.605	3.546	3.089	2.561	2.928
Pasivos por impuestos diferidos		2.518	2.905	2.702	3.067	2.602	2.620	2.908
Provisiones a largo plazo		7.178	6.152	7.454	6.505	7.662	7.157	8.486
Cuentas a pagar y otros pasivos corrientes		12.942	14.606	13.957	13.509	13.210	10.912	14.903
Administraciones públicas acreedoras		950	1.614	1.869	1.920	2.026	1.732	2.560
Provisiones a corto plazo		1.899	1.665	1.596	1.631	1.441	1.304	1.672
Pasivos asociados con activos no corrientes y grupos enajenables mantenid	Nota 1	2.889	33	37	—	134	4.791	380
Activo operativo neto (NOA)		45.555	52.569	57.607	61.674	59.287	58.605	68.752
BLOQUE FINANCIERO								
Activos financieros		14.174	17.265	15.497	17.790	19.762	15.369	16.288
Activos financieros y otros activos no corrientes		6.740	7.403	7.268	8.101	7.347	7.270	7.123
Otros activos financieros corrientes		870	1.800	1.078	2.444	3.835	2.495	3.123
Efectivo y equivalentes de efectivo	Nota 2	6.564	8.062	7.151	7.245	8.580	5.604	6.042
Pasivos financieros		41.921	47.085	46.008	47.756	50.365	55.714	59.590
Pasivos financieros no corrientes		30.120	33.192	33.360	35.059	35.290	42.297	43.288
Deudas no corrientes por arrendamientos		5.644	6.077	6.708	6.657	6.391	4.039	5.626
Pasivos financieros corrientes		4.219	5.590	3.701	4.020	7.005	8.123	9.076
Deudas corrientes por arrendamientos		1.938	2.226	2.239	2.020	1.679	1.255	1.600
Deuda financiera neta (NFO)		27.747	29.820	30.511	29.966	30.603	40.345	43.302
PATRIMONIO NETO								
Patrimonio neto (CSE)		17.808	22.749	27.096	31.708	28.684	18.260	25.450
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de la Sociedad dominante y a otros tenedores		14.258	19.347	21.852	25.088	22.207	11.235	17.118
Patrimonio neto atribuible a intereses minoritarios		3.550	3.402	5.244	6.620	6.477	7.025	8.332

Figura 8: Estado de situación financiera reformulado.

El balance reformulado muestra con claridad las dos grandes tendencias del período comentadas. La caída sostenida de los NOA de 68.752 a 45.555 millones, que refleja el adelgazamiento operativo por las desinversiones, y la reducción de las NFO de 43.302 a 27.747 millones, consecuencia del desapalancamiento financiero progresivo.

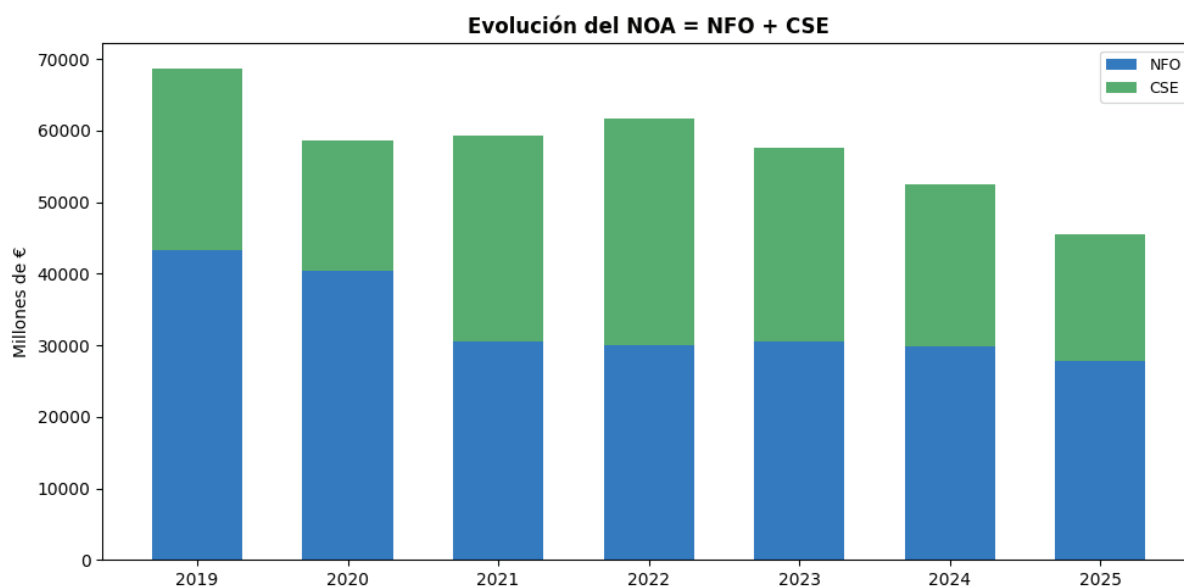


Figura 9: Evolución del NOA = NFO + CSE.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

5.1.2. Cuenta de resultados

Millones de €	31/12/2025	31/12/2024 (1)	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ventas y prestaciones de servicios	35.120	35.671	40.652	39.993	39.277	43.076	48.422
Otros ingresos	1.531	1.538	1.541	2.065	12.673	1.587	2.842
Aprovisionamientos	(12.152)	(11.953)	(13.298)	(12.941)	(12.258)	(13.014)	(13.635)
Gastos de personal	(7.548)	(4.852)	(7.207)	(5.524)	(6.733)	(5.280)	(8.066)
Otros gastos	(8.288)	(8.634)	(10.298)	(10.741)	(10.976)	(12.871)	(14.444)
Amortizaciones	(7.364)	(7.613)	(8.797)	(8.796)	(8.397)	(9.359)	(10.582)
Resultado operativo	1.319	4.157	2.593	4.056	13.586	4.139	4.537
Participación en resultados de inversiones puestas en equivalencia	(1.020)	(32)	(2.162)	217	(127)	2	13
Ingresos financieros	902	820	1.099	1.803	614	677	842
Gastos financieros	(2.447)	(2.392)	(3.014)	(3.030)	(2.028)	(2.417)	(2.795)
Diferencias de cambio netas	(157)	36	11	(86)	50	182	121
Resultado financiero neto	(1.702)	(1.536)	(1.904)	(1.313)	(1.364)	(1.558)	(1.832)
Resultados antes de impuestos	(1.403)	2.589	(1.473)	2.960	12.095	2.583	2.718
Impuesto sobre beneficios	(365)	(617)	899	(641)	(1.378)	(626)	(1.054)
Resultado después de impuestos procedente de las operaciones continuadas	(1.768)	1.972					
Resultado después de impuestos procedente de las operaciones en discontinuación	(2.384)	(1.763)					
Resultado del ejercicio	(4.152)	209	(574)	2.319	10.717	1.957	1.664

Figura 10: Cuenta de resultados consolidada.

Antes de proceder al análisis de las líneas más destacadas de la cuenta de resultados, es necesario hacer una observación sobre la comparabilidad de la serie temporal. Siguiendo el criterio explicado en la metodología, se han utilizado los datos del informe más reciente disponible para cada año. Esto implica que las cifras de 2024 han sido re-expresadas en el informe anual de 2025 para presentar los resultados de Telefónica Móviles Argentina, Telefónica del Perú, Otecel, Telefónica Móviles del Uruguay y Colombia Telecomunicaciones como operaciones en discontinuación. Como consecuencia, la línea de

resultado de operaciones en discontinuación aparece únicamente en 2024 y 2025 y refleja el coste contable de las desinversiones latinoamericanas. Por ello, debe tenerse en cuenta como una partida no recurrente, vinculada a la ejecución de la estrategia de reorientación y no a la evolución del negocio regular.

En primer lugar, la caída sostenida de los ingresos es el rasgo más estructural de la cuenta de resultados en el período analizado, ya que revela el incumplimiento del objetivo de crecimiento del 1% del plan GPS. Las ventas y prestaciones de servicios se redujeron de 48.422 millones en 2019 a 35.120 millones en 2025, un descenso del 27%. Sin embargo, la observación de esta tendencia requiere algunos matices. Primero, las caídas de 2019 a 2021 son, según la nota 26 de los informes anuales de 2020 y 2021, consecuencia de una caída de casi un 16% acumulado de las ventas de terminales móviles, pero, principalmente, la reducción del 19% de la prestación de servicios, de 42.264 a 34.117 millones de euros, en un contexto marcado por el impacto de la pandemia (Telefónica, 2021; Telefónica, 2022). Por otro lado, el aparente salto observado en 2024 no refleja una caída real de la actividad sino el efecto de la reexpresión de las cifras de 2024 en el informe de 2025. De hecho, en las cuentas del propio ejercicio 2024, los ingresos muestran un ligero aumento respecto a 2023 (Telefónica, 2025). Es en 2025 cuando se produce la caída real de aproximadamente un 14% respecto al año anterior, como consecuencia directa de no consolidar los ingresos de los activos latinoamericanos vendidos ese año, cuyas ventas combinadas ascendieron a 2.596 millones de euros según la nota 30 de las cuentas de 2025 (Telefónica, 2026).

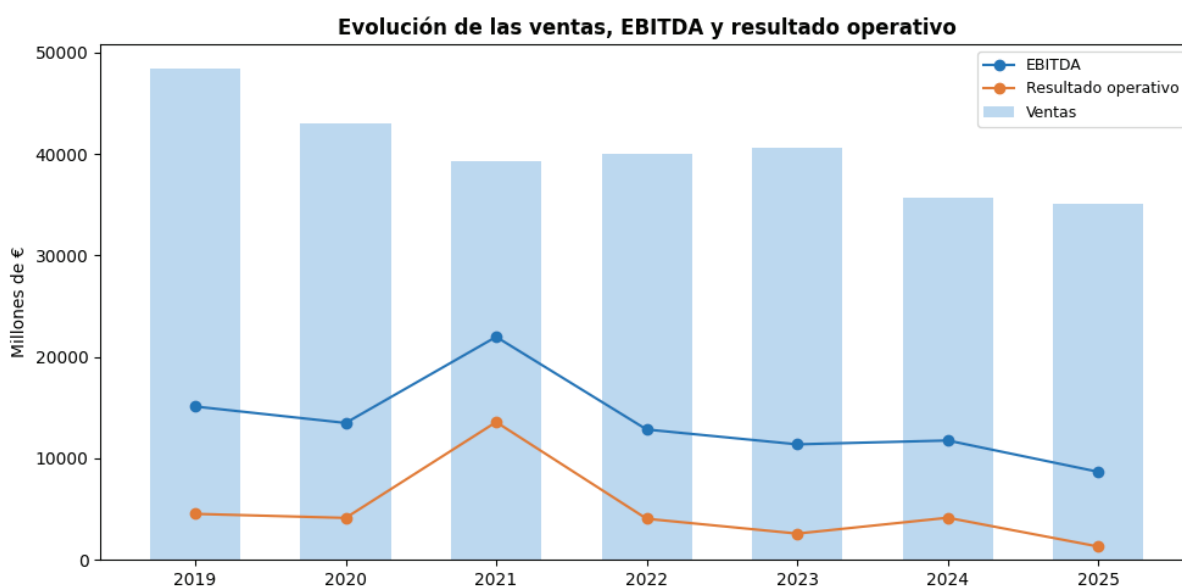


Figura 11: Evolución de las ventas, EBITDA y resultado operativo.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

En segundo lugar, la caída brusca del resultado operativo en 2025, de 4.157 millones en 2024 a 1.319 millones, un descenso del 68%, es otro movimiento llamativo de la cuenta de resultados y tiene una explicación que, a primera vista, resulta contraintuitiva: un incremento muy significativo de los gastos de personal, que pasan de 4.852 millones en 2024 a 7.548 millones en 2025. Esto parece contradictorio con una estrategia de reorientación y desinversiones que implica reducción de la plantilla global. Sin embargo, la nota 2 del informe anual de 2025 explica que ese año se acordó la ejecución de planes de salidas voluntarias que han incluido hasta 5.285 personas en Telefónica España y 585 en las unidades corporativas. Como consecuencia de dichos planes, el Grupo registró una provisión de 2.518 millones de euros con contrapartida en gastos de personal (Telefónica, 2026). Por tanto, se trata de un cargo extraordinario y no recurrente que refleja el coste de la reestructuración del negocio continuado en paralelo a las desinversiones en Hispanoamérica, y que distorsiona significativamente el resultado operativo de ese ejercicio.

Finalmente, el resultado extraordinario de 2021, que alcanza los 10.717 millones frente a unas cifras del resto del período muy inferiores, se explica por la misma dinámica, ya que, en lugar de reflejar el coste de las desinversiones, recoge sus plusvalías. La más cuantiosa fue la plusvalía de 6.099 millones de euros generada por la venta de la división de torres de Telxius Telecom. La segunda gran plusvalía de 2021 fue la de 4.460 millones de euros generada por la constitución de VMO2. En segundo plano, contribuyeron también la plusvalía de 274 millones por la venta del 60% de InfraCo SpA y la de 136 millones por la venta de Telefónica Costa Rica (Telefónica, 2022).

Millones de €	Nota	31/12/2025	31/12/24 (*)	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
BLOQUE OPERATIVO								
Ventas y prestaciones de servicios		35.120	35.671	40.652	39.993	39.277	43.076	48.422
Aprovisionamientos		(12.152)	(11.953)	(13.298)	(12.941)	(12.258)	(13.014)	(13.635)
Gastos de personal	Nota 4	(5.030)	(4.852)	(5.887)	(5.524)	(5.351)	(5.280)	(6.334)
Amortizaciones		(7.364)	(7.613)	(8.797)	(8.796)	(8.397)	(9.359)	(10.582)
Otros gastos operativos sobre ventas		(7.412)	(7.838)	(9.837)	(10.344)	(10.047)	(11.468)	(13.462)
Ingresos operativos sobre ventas (antes de impuestos)		3.162	3.415	2.833	2.388	3.224	3.955	4.409
Impuesto operativo sobre ventas		(655)	(816)	687	(604)	(1.535)	(986)	(1.216)
Ingresos operativos sobre ventas (después de impuestos)		2.507	2.600	3.520	1.785	1.689	2.969	3.193
Otros ingresos	Nota 4	1.398	1.538	1.517	1.860	1.665	1.520	2.165
Otros gastos operativos		(856)	(796)	(461)	(397)	(929)	(1.403)	(982)
Otros ingresos operativos (antes de impuestos)		542	742	1.056	1.463	736	117	1.183
Impuesto sobre otros ingresos operativos		(136)	(186)	(264)	(366)	(184)	(29)	(296)
Otros ingresos operativos (después de impuestos)		407	557	792	1.097	552	88	887
Participación en resultados de inversiones puestas en equivalencia		(1.020)	(32)	(2.162)	217	(127)	2	13
Beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT)		1.894	3.124	2.150	3.099	2.114	3.059	4.093
BLOQUE FINANCIERO								
Ingresos financieros		902	820	1.099	1.803	614	677	842
Gastos financieros		(2.447)	(2.392)	(3.014)	(3.030)	(2.028)	(2.417)	(2.795)
Diferencias de cambio netas		(157)	36	11	(86)	50	182	121
Gastos/Resultado financiero neto (NFE, antes de impuestos)		(1.702)	(1.536)	(1.904)	(1.313)	(1.364)	(1.558)	(1.832)
Ahorro fiscal por deuda		426	384	476	328	341	390	458
Impuesto sobre ingreso operativo total		(791)	(1.001)	423	(969)	(1.719)	(1.016)	(1.512)
NFE (después de impuestos)		(1.277)	(1.152)	(1.428)	(985)	(1.023)	(1.169)	(1.374)
PARTIDAS NO RECURRENTES								
Resultado después de impuestos procedente de las operaciones en discontinuación		(2.384)	(1.763)	0	0	0	0	0
Resultado del ejercicio		(1.767)	209	722	2.114	1.091	1.890	2.719

Figura 12: Cuenta de resultados reformulada (ajustada).

La cuenta de resultados reformulada, ajustada por las dos partidas no recurrentes según se explica en la metodología, muestra un NOPAT mucho más estable que el reportado, ya que desaparecen tanto el pico de 2021, causado por plusvalías extraordinarias asociadas a la reorientación, como el resultado negativo de 2025, por la provisión extraordinaria en gastos de personal. No obstante, persiste una variabilidad observable por los resultados de la participación en VMO2, que penalizan los ejercicios 2023 y 2025. De cualquier forma, se puede concluir que la volatilidad extrema del resultado en el período es, en buena parte, consecuencia de la ejecución del plan de reorientación y no del desempeño del negocio recurrente.

5.1.3. Estado de flujos de efectivo

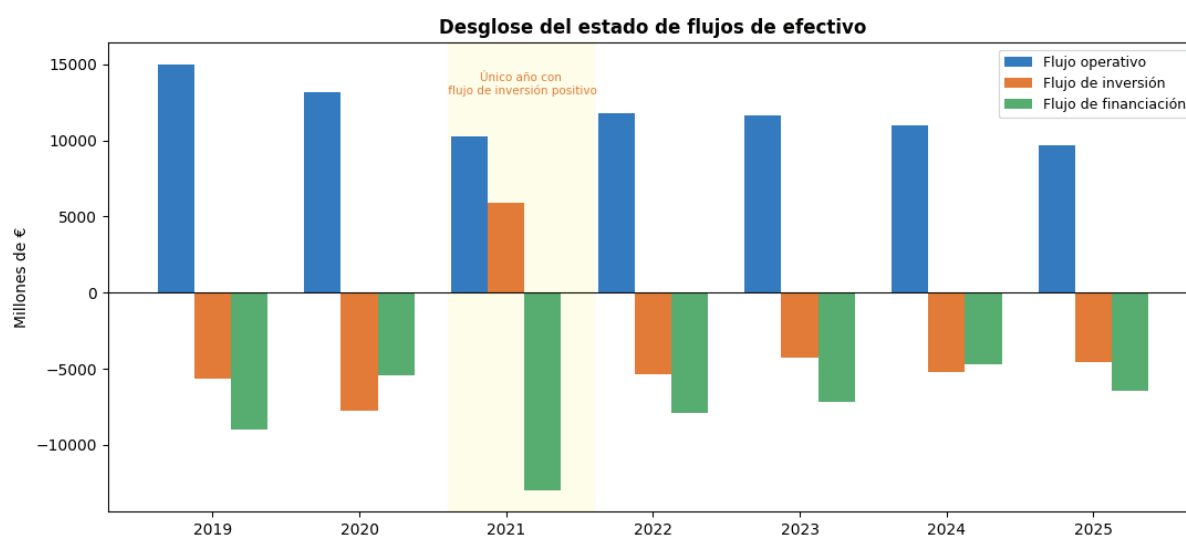


Figura 13: Desglose del estado de flujos de efectivo consolidado.
 Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

Millones de €	31/12/25	31/12/2024 (*)	31/12/23	31/12/22	31/12/21	31/12/20	31/12/19
OPERACIONES							
Cobros de explotación	42.065	42.459	47.314	46.925	46.415	51.353	57.699
Pagos de explotación	(30.953)	(31.109)	(34.646)	(34.778)	(34.379)	(36.477)	(41.224)
Pagos netos de intereses y otros gastos financieros netos de los cobros de dividendos	(1.169)	(817)	(565)	(292)	(1.309)	(1.171)	(1.725)
(Pagos)/cobros por impuestos	(402)	(231)	(454)	(92)	(459)	(509)	272
Flujo de efectivo neto procedente de las operaciones continuadas	9.541	10.302	11.649	11.763	10.268	13.196	15.022
Flujo de efectivo neto procedente de las operaciones discontinuadas	181	692					
Flujo de efectivo neto procedente de las operaciones	9.722	10.994	11.649	11.763	10.268	13.196	15.022

Figura 14: Bloque de operaciones del estado de flujos de efectivo consolidado.

El estado de flujos de efectivo consolidado es el estado más directo para observar dónde entra y a dónde va la caja del Grupo. Comenzando con el bloque operativo, se observa una caída sostenida del flujo neto de operaciones a lo largo del período, pasando de 15.022 millones en 2019 a 9.722 millones en 2025, una reducción del 35%. La caída más pronunciada se concentra en el tramo 2019–2021, y se explica principalmente por la reducción tanto de los cobros como de los pagos de explotación. Según la nota 28 del informe anual de 2021, los pagos a proveedores se reducen de 35.450 millones en 2019 a 29.236 millones en 2021 y los pagos de personal caen en torno a 600 millones en el período (Telefónica, 2022), lo que es coherente con los sucesos ya comentados en la cuenta de resultados. El impacto de la pandemia en 2020 dio lugar a una importante caída en la prestación de servicios y en las ventas de terminales, y la salida en 2021 de la infraestructura de torres, de InfraCo SpA y de Telefónica Costa Rica explican la evolución desfavorable (Telefónica, 2021; Telefónica, 2022).

Respecto al aparente deterioro de 2023 a 2024, aplica la misma observación metodológica que en la cuenta de resultados, ya que corresponde al efecto de la reexpresión de las cifras de 2024 en el informe de 2025. De hecho, en las cuentas del propio ejercicio 2024 se observa un ligero incremento tanto en cobros como en pagos de explotación respecto a 2023. Pese a estos incrementos, el flujo neto en el ejercicio cae como consecuencia de la partida de pagos netos de intereses y gastos financieros netos de cobros de dividendos, que se contrae por una caída del 55% en los dividendos recibidos, fundamentalmente los procedentes de VMO2, que pasaron de 1.154 millones de euros en 2023 a 512 millones en 2024 (Telefónica, 2025).

Millones de €	31/12/25	31/12/24 (*)	31/12/23	31/12/22	31/12/21	31/12/20	31/12/19
INVERSIÓN							
(Pagos)/cobros por inversiones materiales e intangibles	(5.055)	(4.851)	(5.851)	(5.508)	(6.164)	(7.020)	(7.659)
Cobros/(pagos) por desinversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes enajenados	2.001	212	1.004	(115)	13.369	81	1.723
Pagos por inversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes adquiridos	(323)	(189)	(252)	(1.628)	(414)	(79)	(12)
Cobros procedentes de inversiones financieras no incluidas en equivalentes de efectivo	1.016	1.319	1.432	2.967	2.163	2.308	1.835
Pagos por inversiones financieras no incluidas en equivalentes de efectivo	(1.681)	(1.033)	(1.475)	(2.575)	(1.474)	(3.297)	(1.132)
Cobros/(pagos) netos por inversiones financieras temporales	(108)	79	856	1.532	(1.584)	217	(396)
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de inversión continuadas	(4.150)	(4.463)	(4.286)	(5.327)	5.896	(7.790)	(5.641)
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de inversión discontinuadas	(440)	(760)					
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de inversión	(4.590)	(5.223)	(4.286)	(5.327)	5.896	(7.790)	(5.641)

Figura 15: Bloque de inversión del estado de flujos de efectivo consolidado.

En el bloque de inversión es donde el impacto de la estrategia de reorientación corporativa es más visible. El año 2021 es el que más destaca por ser estructuralmente distinto a todos los demás, ya que es el único ejercicio con un flujo de inversión positivo. Según la nota 28 del informe anual de dicho año, esto se debe a la concentración de los cobros por las principales desinversiones, que alcanzaron los 13.369 millones (Telefónica, 2022).

Además, en los extremos de la serie temporal se observan, en su mayoría, los cobros por las desinversiones en Latinoamérica. En 2019, las entradas de 1.723 millones corresponden a la primera oleada de salidas de Centroamérica (Guatemala, Nicaragua, Panamá) y a la venta del negocio de centros de datos en la región (Telefónica, 2022). En 2025, los 2.001 millones de cobros por desinversiones reflejan la segunda tanda de salidas con Argentina (890 millones), Uruguay (320 millones), Ecuador/Otecel (303 millones) y Perú (con entrada neta negativa de 323 millones por costes asociados a la transacción) (Telefónica, 2026).

Para concluir la exploración del bloque de inversiones, la reducción del CapEx en inversiones materiales e intangibles a lo largo del período merece una breve observación: el

objetivo financiero prioritario del Grupo hasta ahora ha sido la reducción del apalancamiento, no la aceleración de la inversión en sus mercados core. El plan de consolidación en España, Alemania, Reino Unido y Brasil es, por tanto, la siguiente fase de la estrategia de reorientación anunciada en el nuevo plan “Transformar & Crecer”, cuyo comentario corresponde al apartado 6 de este trabajo. Además, el nivel de efectivo y equivalentes se mantiene notablemente estable a lo largo del período, sin mostrar acumulación significativa ni siquiera en 2021, cuando las entradas por desinversiones fueron extraordinarias. Esta es la evidencia más directa de que Telefónica ha destinado los ingresos de sus desinversiones sistemáticamente a la amortización de deuda (Telefónica, 2023).

Millones de €	31/12/25	31/12/24 (*)	31/12/23	31/12/22	31/12/21	31/12/20	31/12/19
FINANCIACIÓN							
Pagos por dividendos	(1.857)	(1.887)	(2.139)	(1.397)	(3.630)	(1.296)	(2.742)
(Pagos)/cobros por (reducción)/ampliación de capital de intereses minoritarios	(183)	(57)	113	1.022		323	
(Pagos)/cobros por acciones propias y otras operaciones con accionistas y con intereses minorit	(362)	(1.301)	(1.771)	(555)	(604)	(223)	(504)
Operaciones con otros tenedores de instrumentos de patrimonio	(359)	(346)	(329)	(268)	(354)	(1.020)	390
Emisiones de obligaciones y bonos, y otras deudas	1.889	1.787	967	1.746	561	4.011	4.186
Cobros por ampliación de capital						323	
Cobros por préstamos, créditos y pagarés	553	1.117	1.707	839	3.085	4.516	1.702
Amortización de obligaciones y bonos, y otras deudas	(2.932)	(998)	(1.910)	(3.541)	(5.847)	(6.728)	(3.653)
Pagos por amortización de préstamos, créditos y pagarés	(980)	(621)	(1.465)	(3.077)	(4.146)	(2.852)	(6.356)
Pagos de principal de deuda por arrendamientos	(1.950)	(1.901)	(2.114)	(1.996)	(1.782)	(1.787)	(1.518)
Pagos de explotación e inversiones materiales e intangibles financiados	(144)	(184)	(245)	(698)	(273)	(382)	(526)
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de financiación continuadas	(6.325)	(4.391)	(7.186)	(7.925)	(12.990)	(5.438)	(9.021)
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de financiación discontinuadas	(87)	(281)					
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de financiación	(6.412)	(4.672)	(7.186)	(7.925)	(12.990)	(5.438)	(9.021)

Figura 16: Bloque de financiación del estado de flujos de efectivo consolidado.

Por último, el bloque de financiación confirma que el destino de las entradas de caja generadas por las desinversiones ha sido la reducción de deuda. El año 2021 es de nuevo el más destacado con un flujo neto de financiación de –12.990 millones, desglosado en amortizaciones de obligaciones y bonos que alcanzaron 5.847 millones frente a emisiones de apenas 561 millones, a lo que se añaden amortizaciones de préstamos y créditos por 4.146 millones adicionales (Telefónica, 2022). Además, en los años posteriores, las amortizaciones netas continuaron superando a las nuevas emisiones en prácticamente todos los ejercicios del período (salvo en 2024).

Los pagos por dividendos presentan un pico singular en 2021, con 3.630 millones frente a cifras en el rango de 1.300–2.100 millones en el resto del período, pero el informe de 2021 aclara que no corresponde a un aumento del dividendo ordinario de Telefónica S.A., sino al pago extraordinario de 2.603 millones a los accionistas minoritarios de Telxius vinculado a la venta de sus divisiones de torres (Telefónica, 2022). Por tanto, se trata de otro flujo no recurrente asociado a la estrategia de reorientación, que distorsiona la línea de

dividendos de la misma manera que las plusvalías de Telxius y VMO2 distorsionan la cuenta de resultados de ese año.

Millones de €	Nota	31/12/25	31/12/24 (*)	31/12/23	31/12/22	31/12/21	31/12/20	31/12/19
BLOQUE OPERATIVO								
Flujo de efectivo neto procedente de las operaciones		9.722	10.994	11.649	11.763	10.268	13.196	15.022
NFE (después de impuestos)		(1.277)	(1.152)	(1.428)	(985)	(1.023)	(1.169)	(1.374)
Flujo de efectivo neto procedente de las operaciones (ajustado, C)	Nota 1	10.999	12.146	13.077	12.748	11.291	14.365	16.396
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de inversión		(4.590)	(5.223)	(4.286)	(5.327)	5.896	(7.790)	(5.641)
Cobros/(pagos) por desinversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes enajenados		2.001	212	1.004	(115)	13.369	81	1.723
Pagos por inversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes adquiridos		(323)	(189)	(252)	(1.628)	(414)	(79)	(12)
Cobros procedentes de inversiones financieras no incluidas en equivalentes de efectivo		1.016	1.319	1.432	2.967	2.163	2.308	1.835
Pagos por inversiones financieras no incluidas en equivalentes de efectivo		(1.681)	(1.033)	(1.475)	(2.575)	(1.474)	(3.297)	(1.132)
Cobros/(pagos) netos por inversiones financieras temporales		(108)	79	856	1.532	(1.584)	217	(396)
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de inversión (ajustado, I)	Nota 2	(5.495)	(5.611)	(5.851)	(5.508)	(6.164)	(7.020)	(7.659)
Flujo de efectivo libre procedente de las operaciones (FCF = C - I)		5.504	6.535	7.226	7.240	5.127	7.345	8.737
BLOQUE FINANCIERO								
Pagos por dividendos		(1.857)	(1.887)	(2.139)	(1.397)	(3.630)	(1.296)	(2.742)
(Pagos)/cobros por (reducción)/ampliación de capital de intereses minoritarios	Nota 3	(183)	(57)	113	1.022	-	323	-
(Pagos)/cobros por acciones propias y otras operaciones con accionistas y con intereses minoritarios		(362)	(1.301)	(1.771)	(555)	(604)	(223)	(504)
Operaciones con otros tenedores de instrumentos de patrimonio		(359)	(346)	(329)	(268)	(354)	(1.020)	390
Flujo de efectivo neto con los accionistas (d)		(2.761)	(3.591)	(4.126)	(1.198)	(4.588)	(2.216)	(2.856)
NFE (después de impuestos)		(1.277)	(1.152)	(1.428)	(985)	(1.023)	(1.169)	(1.374)
Cobros/(pagos) por desinversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes enajenados		2.001	212	1.004	(115)	13.369	81	1.723
Pagos por inversiones en empresas, netos de efectivo y equivalentes adquiridos		(323)	(189)	(252)	(1.628)	(414)	(79)	(12)
Cobros procedentes de inversiones financieras no incluidas en equivalentes de efectivo		1.016	1.319	1.432	2.967	2.163	2.308	1.835
Pagos por inversiones financieras no incluidas en equivalentes de efectivo		(1.681)	(1.033)	(1.475)	(2.575)	(1.474)	(3.297)	(1.132)
Cobros/(pagos) netos por inversiones financieras temporales		(108)	79	856	1.532	(1.584)	217	(396)
Emisiones de obligaciones y bonos, y otras deudas		1.889	1.787	967	1.746	561	4.011	4.186
Cobros por préstamos, créditos y pagarés		553	1.117	1.707	839	3.085	4.516	1.702
Amortización de obligaciones y bonos, y otras deudas		(2.932)	(998)	(1.910)	(3.541)	(5.847)	(6.728)	(3.653)
Pagos por amortización de préstamos, créditos y pagarés		(980)	(621)	(1.465)	(3.077)	(4.146)	(2.852)	(6.356)
Pagos de principal de deuda por arrendamientos		(1.950)	(1.901)	(2.114)	(1.996)	(1.782)	(1.787)	(1.518)
Pagos de explotación e inversiones materiales e intangibles financiados		(144)	(184)	(245)	(698)	(273)	(382)	(526)
Flujo de efectivo neto procedente de actividades de financiación discontinuadas		(87)	(281)	-	-	-	-	-
Variación en efectivo y equivalentes neta de efectos varios		(1.280)	1.099	177	(1.489)	3.174	(32)	360
Variación anual en NFO		1.466	1.792	1.672	5.057	(484)	3.960	4.507
Flujo de efectivo libre destinado a actividades de financiación (FCF = d + NFE(at) - variación en NFO)		(5.504)	(6.535)	(7.226)	(7.240)	(5.127)	(7.345)	(8.737)

Figura 17: Estado de flujos de efectivo reformulado.

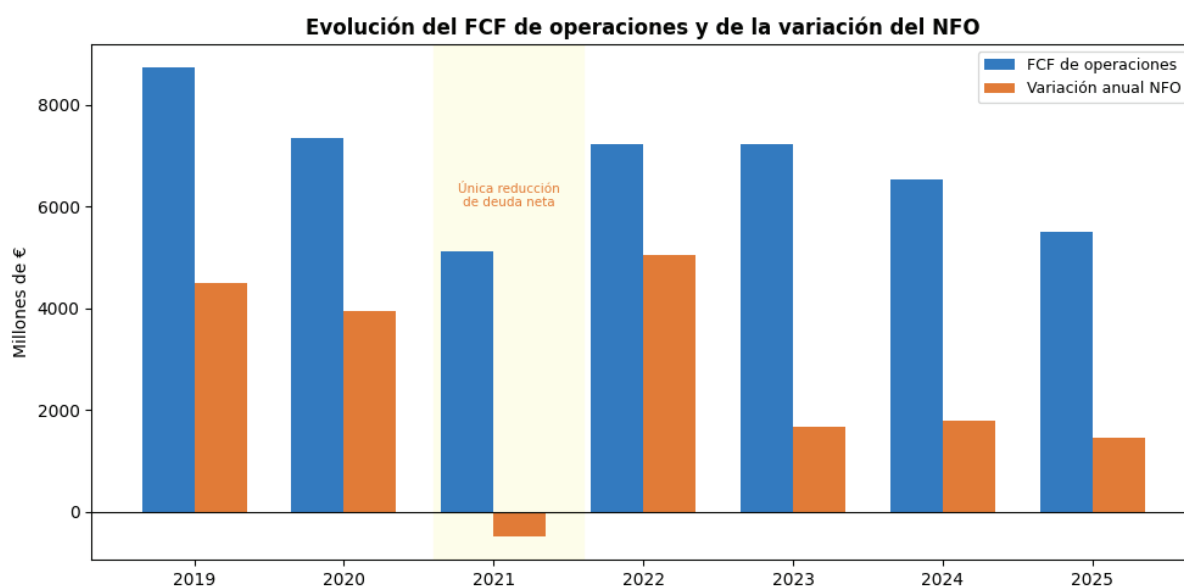


Figura 18: Evolución del FCF de operaciones y de la variación del NFO.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

A partir de la reformulación del estado de flujos de efectivo se cuantifica, con mayor precisión, la magnitud y el destino de la caja generada a lo largo del período. El FCF procedente de las operaciones se reduce de 8.737 millones en 2019 a 5.504 en el último ejercicio, lo que indica el incumplimiento adicional de los objetivos detallados en el plan GPS sobre la generación de caja. Por su parte, el bloque financiero ilustra con claridad las motivaciones de la reorientación, ya que, en 2021, los cobros por desinversiones de Telxius y VMO2 (13.369 millones) se destinan al desapalancamiento y resultan en la única variación negativa del NFO en el período.

5.2. Análisis de ratios financieros

Las partidas obtenidas a través de las reformulaciones de los estados financieros facilitan el cálculo e interpretación de ratios mediante los cuales evaluar, de forma estructurada, el impacto financiero de la primera fase de la estrategia de reorientación corporativa de Telefónica. Distinguiendo, por un lado, entre el análisis de la rentabilidad a través de la descomposición del ROCE propuesta por Penman (2013), y, por otro, el endeudamiento y el riesgo de crédito mediante ratios de liquidez y de solvencia, se realiza un análisis retrospectivo del período 2019 - 2025, que coincide con la fase de estabilización y reestructuración de activos de Sudarsanam y Lai (2001) y Gotteiner (2018) identificada en el marco teórico, para evaluar el progreso del Grupo hacia los objetivos que justifican la reorientación.

5.2.1. Rentabilidad

El análisis de la rentabilidad de Telefónica a lo largo de los últimos siete ejercicios se desarrolla sobre la descomposición del retorno sobre el patrimonio ordinario (ROCE), que distingue los efectos de la actividad operativa en la rentabilidad para el accionista, medidos por el retorno sobre los activos operativos netos (RNOA), de los atribuidos a la estructura de capital, capturados por el apalancamiento financiero (FLEV) y el diferencial entre la rentabilidad operativa y el coste neto de la deuda (Spread). Esta lógica da lugar a la identidad:

ROCE = RNOA + FLEV × Spread (Penman, 2013, 390-397). A su vez, esta descomposición se complementa con la fórmula DuPont, $RNOA = PM \times ATO$, que aísla los dos contribuidores a la rentabilidad operativa: el margen sobre ventas y la rotación del activo operativo neto (Penman, 2013, 366-373). Como última aclaración metodológica, por la presencia significativa de intereses minoritarios al inicio del período, el análisis distingue el ROCE total (antes de ajustar por los intereses minoritarios) del ROCE atribuible a los accionistas dominantes.

Ratio	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
ROCE (%)	2,52%	6,54%	1,96%	5,48%	3,31%	5,61%	6,94%
ROCE antes de ajuste por minoritarios (%)	3,04%	7,91%	2,46%	7,00%	4,65%	8,65%	10,37%
RNOA (%)	3,86%	5,67%	3,60%	5,12%	3,59%	4,80%	6,04%
NBC (%)	4,43%	3,82%	4,72%	3,25%	2,88%	2,79%	3,31%
Spread (%)	-0,58%	1,85%	-1,12%	1,87%	0,70%	2,01%	2,73%
FLEV	1,419	1,210	1,028	1,003	1,511	1,914	1,583
PM (%)	5,39%	8,76%	5,29%	7,75%	5,38%	7,10%	8,45%
ATO	0,716	0,648	0,682	0,661	0,666	0,676	0,715

Figura 19: Ratios de rentabilidad.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

El ROCE calculado se sitúa en un rango del 1,96% en 2023 al 6,94% en 2019, con sus valores mínimos en los ejercicios 2023 y 2025. El RNOA recurrente, por su parte, se mantiene de forma sistemática en una banda estrecha del 3,59% - 6,04% a lo largo del período, muy por debajo del 9,1% que Penman (2013, 375) identifica como mediana histórica del sector de las telecomunicaciones. Esto confirma que la presión sobre la rentabilidad, que justifica el plan de reorientación estratégica, aún no ha sido resuelta. Al descomponer el RNOA según DuPont, se descubre que el problema se concentra en el margen operativo (PM), que se sitúa entre el 5,29% - 8,76% frente al 12,5% mediano sectorial, mientras que la rotación del activo (ATO) se mantiene en torno a 0,65 - 0,72, solo ligeramente por debajo del 0,76 sectorial. Se confirma así que la menor rentabilidad operativa de Telefónica frente a sus comparables es consecuencia de un problema de margen y no de eficiencia en el uso de los activos.

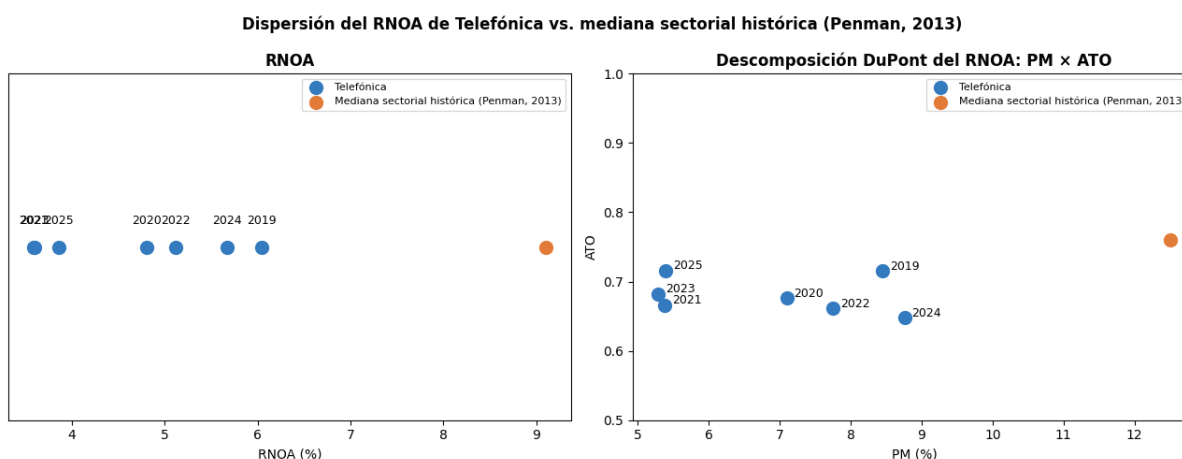


Figura 20: Dispersión del RNOA de Telefónica vs. mediana sectorial histórica.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021) y Penman (2013).

Los ejercicios 2021, 2023 y 2025 quedan en el extremo inferior del rango del RNOA, en torno al 3,6% - 3,9%, frente al 4,8% - 6,0% del resto de años. La debilidad de 2023 y 2025 procede del resultado negativo comentado de la participación en VMO2. El menor RNOA de 2021, por su parte, es consecuencia directa de la contracción del negocio recurrente por los cambios de perímetro y por la depreciación de las divisas latinoamericanas de ese ejercicio.

A su vez, el apalancamiento financiero evolucionó de forma positiva entre 2020 y 2022, reduciéndose de 1,914 hasta 1,003 como consecuencia de la amortización agresiva de deuda con los ingresos de Telxius y VMO2. No obstante, a partir de 2023 el FLEV repunta hasta 1,419 en 2025, no por un incremento absoluto de la deuda, que sigue cayendo de 30.511 a 27.747 millones, sino por la pronunciada caída del patrimonio neto. De esta forma, y pese a la reducción nominal de la deuda, se interpreta que el desapalancamiento medido en términos relativos no ha avanzado en los últimos ejercicios a un ritmo coherente con el objetivo del plan GPS.

Paralelamente, el coste neto de la deuda (NBC) asciende durante el período, pasando del 2,79% en 2020 al 4,43% en 2025, lo que, a su vez, comprime el Spread, que pasa a terreno negativo en 2023 (-1,12%) y 2025 (-0,58%). Según Penman (2013, p. 367), el paso del Spread a cifras negativas por un RNOA inferior al NBC constituye un caso de apalancamiento financiero desfavorable, en el que el apalancamiento amplifica las pérdidas en lugar de los beneficios. Por ello, el desapalancamiento se vuelve un objetivo prioritario, ya que hasta que el RNOA no supere de manera prolongada el NBC, el FLEV continuará amplificando el riesgo más que el retorno.

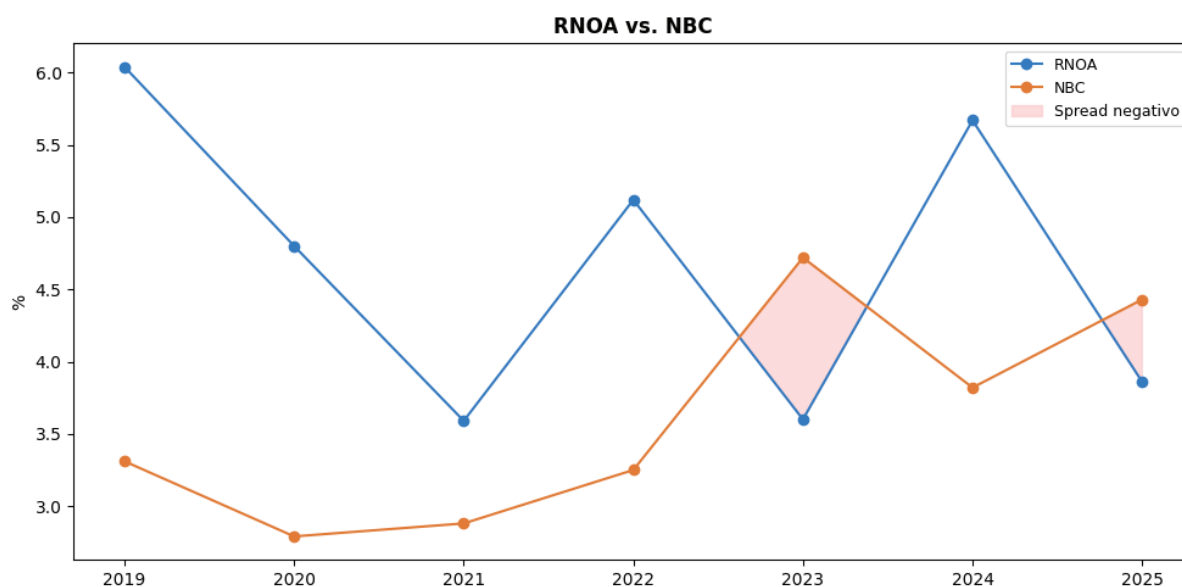


Figura 21: RNOA vs. NBC.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

En conclusión, el análisis permite extraer dos conclusiones preliminares. En primer lugar, el negocio recurrente genera un RNOA estructuralmente por debajo del mediano sectorial, asociado a problemas en el margen sobre ventas. Por último, el paso del Spread a terreno negativo en 2023 y 2025 indica que el apalancamiento financiero ha empezado a operar de forma desfavorable.

5.2.2. Endeudamiento y riesgo de crédito

La rentabilidad operativa decreciente, como la observada en Telefónica, aumenta la probabilidad de impago y el riesgo de crédito al reducir la capacidad para cumplir con el servicio de la deuda. Por ello, el seguimiento del RNOA, el margen operativo y la rotación del activo realizado en el análisis de rentabilidad del apartado anterior aporta información imprescindible para el análisis del endeudamiento y riesgo de crédito del Grupo que se desarrolla a continuación. El cálculo e interpretación de ratios de liquidez a corto plazo y de solvencia a largo plazo permitirán evaluar la consecución del primer objetivo financiero del plan GPS de 2023: el desapalancamiento.

Ratio	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
<i>LIQUIDEZ (STOCK)</i>							
Current	0,886	0,869	0,887	0,978	0,978	1,197	0,806
Quick	0,688	0,789	0,785	0,815	0,812	0,556	0,661
Cash	0,299	0,383	0,352	0,419	0,487	0,288	0,304
<i>LIQUIDEZ (FLUJO)</i>							
Cash flow	0,391	0,427	0,498	0,509	0,403	0,469	0,498
CFO/CapEx	2,002	2,165	2,235	2,314	1,832	2,046	2,141
<i>SOLVENCIA (STOCK)</i>							
Deuda/Activos	0,456	0,468	0,441	0,436	0,461	0,530	0,501
Deuda/Patrimonio	2,354	2,070	1,698	1,506	1,756	3,051	2,341
Deuda a largo plazo	0,668	0,633	0,597	0,568	0,592	0,717	0,658
<i>SOLVENCIA (FLUJO)</i>							
Cobertura de intereses	2,40	2,64	2,03	3,14	2,80	2,34	2,86
Cobertura de intereses (flujo)	7,12	7,73	6,83	10,39	7,99	8,26	8,40
CFO/Deuda	0,262	0,258	0,284	0,267	0,224	0,258	0,275
NFO/EBITDA	2,51	2,53	2,41	2,37	2,48	3,00	2,68

Figura 22: Ratios de crédito.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021).

En el plano de la liquidez, los ratios de stock muestran una capacidad ajustada para hacer frente a las obligaciones a corto plazo, con un current ratio que se mantiene por debajo de la unidad durante prácticamente todo el período observado (excepto en 2020, distorsionado por la reclasificación de los activos de O2 UK como mantenidos para la venta). Aunque esto se traduce en un fondo de maniobra negativo en seis de los siete ejercicios analizados, lo que en otros sectores sería preocupante, en telecomunicaciones es una situación habitual y sostenible debido a la naturaleza recurrente y predecible de los cobros por servicios (PwC España, n.d.). Además, observando los ratios de flujo se aprecia que la generación de caja operativa cubre alrededor de la mitad de los pasivos corrientes cada año y, lo que es más, el CFO desapalancado supera siempre el CapEx en un factor de 1,8x - 2,3x, lo que confirma que el negocio recurrente genera caja suficiente para financiar las inversiones de mantenimiento y cubrir la deuda con el excedente.

Continuando con la solvencia a largo plazo, el ratio NFO/EBITDA, utilizado por Telefónica en su comunicación con inversores, ofrece una lectura positiva del desapalancamiento. Las plusvalías por la desinversión de Telxius y la constitución de VMO2 generaron en 2021 una mejora real pero moderada, del 3,00x de 2020 al 2,48x, a través de

una reducción de la deuda financiera neta (NFO) de 40.345 a 30.603 millones con los fondos obtenidos. A partir de ahí, lejos de deteriorarse, el ratio se mantiene estable en el entorno de 2,4x - 2,5x y, finalmente, cierra 2025 en 2,51x, prácticamente en el techo del rango objetivo de 2,2x - 2,5x que el propio Grupo se marcó para 2026 (Telefónica, 2023), e incluso por debajo del 2,68x con que partía en 2019. Esta dinámica confirma que el desapalancamiento perseguido por la reorientación se ha materializado, situando al Grupo en el umbral de su propio objetivo.

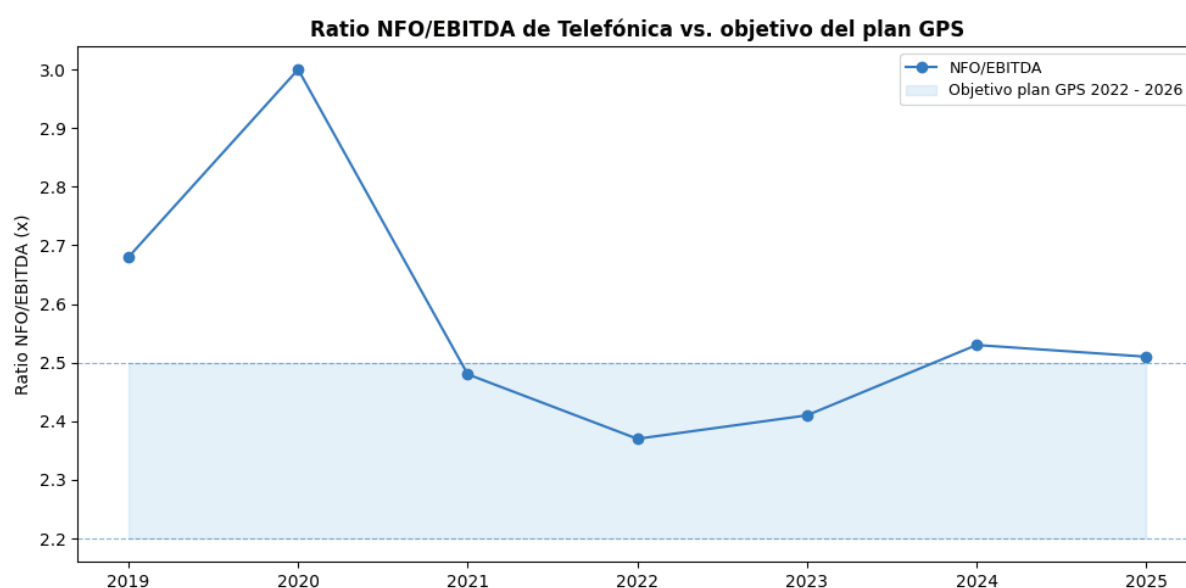


Figura 23: Ratio NFO/EBITDA de Telefónica vs. objetivo del plan GPS.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021) y Telefónica (2023).

A través del ratio de cobertura de intereses en base devengada se observa que el resultado operativo cubre los gastos financieros netos entre 2,03x y 3,14x, manteniéndose en todos los ejercicios por encima del umbral de estrés financiero que recoge el criterio de Asquith et al. (1994) en el marco teórico. La cobertura calculada a partir de flujos de caja se mantiene, por su parte, en un rango muy sólido de 6,8x - 10,4x. Cabe aclarar que la amplia diferencia entre ambos ratios es un rasgo estructural del modelo de negocio, y no una señal de tensión. ya que la elevada carga de amortizaciones propia de un operador intensivo en capital como Telefónica, reduce el resultado operativo pero no la generación de caja. Esta interpretación es, además, coherente con la estabilidad del ratio CFO/Deuda total, que se

mantiene en torno al 25%-28% durante casi toda la serie, lo que indica una capacidad sostenida de las operaciones para generar la caja con la que atender la deuda.

Por último, la Z"-score permite sintetizar en un único indicador las dimensiones de liquidez, rentabilidad y solvencia examinadas a lo largo del apartado. En la serie temporal analizada, Telefónica parte en 2019 de una puntuación de 4,02, dentro de la zona de estrés, mejora hasta 4,71 en 2020 y alcanza su máximo de 5,24 en 2021 para después descender de forma sostenida y cerrar 2025 de nuevo en 4,02. No obstante, esta lectura requiere dos aclaraciones. Primero, el pico de 2021 está inflado artificialmente por la plusvalía de la operación VMO2 que, como se ha explicado, no procede del negocio recurrente. Sin ella, la mejora habría sido mucho más moderada. Por otro lado, la caída de 2025 está extraordinariamente potenciada por la provisión de 2.518 millones por el plan de reestructuración de la plantilla, que reduce el resultado operativo. Sabiendo esto, la vuelta a la zona de estrés financiero debe interpretarse como presión asociada a la ejecución de la reorientación más que como un riesgo real de impago, lo que además es coherente con la solidez de la cobertura de intereses en base caja comentada. Aclarado esto, la tendencia general confirma el diagnóstico del apartado, ya que en ningún ejercicio el Grupo alcanza la zona segura del modelo, la mejora de los primeros años de desinversiones no se consolida, y el deterioro progresivo desde 2022 refleja la misma erosión de la solvencia y de la rentabilidad operativa identificada en los ratios.

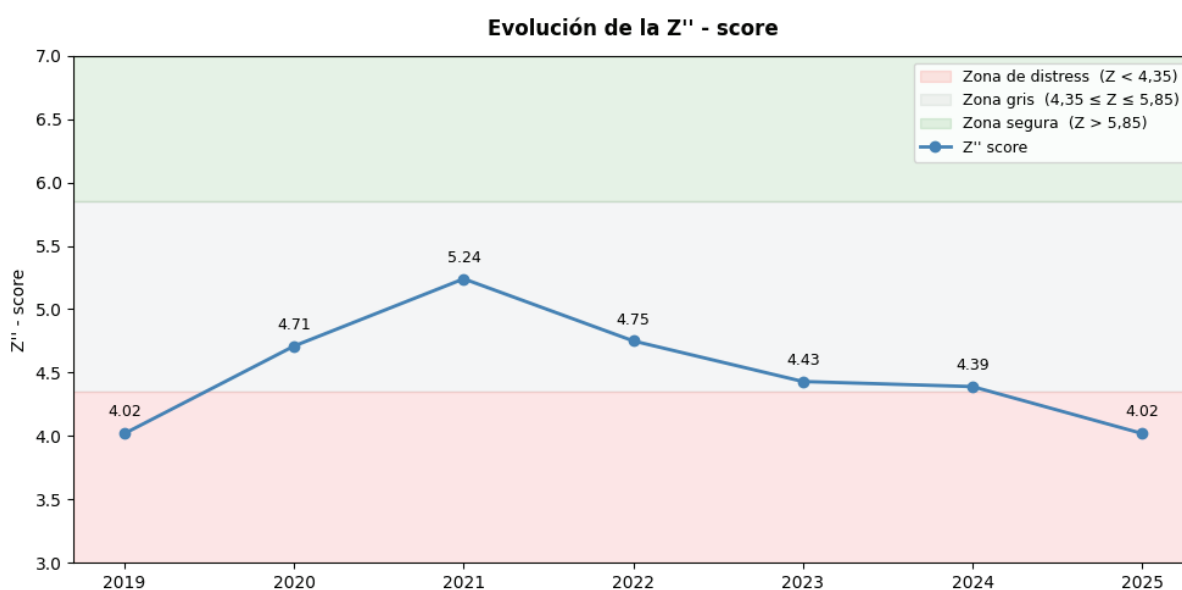


Figura 24: Evolución de la Z” – score.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2026; 2023; 2021) y Altman (2018).

El análisis de endeudamiento confirma que la primera fase del plan de reorientación ha logrado una reducción significativa de la deuda nominal, pasando de 43.302 a 27.747 millones (o un -36%) en seis años, pero no una mejora de la solvencia del Grupo, que se ha deteriorado progresivamente hasta cerrar 2025 en niveles peores que los iniciales. Las causas atribuidas son, por tanto, la reducción del EBITDA y de la rentabilidad operativa, que prueban ser insuficientes para sostener la estructura de capital actual. Se concluye así que el desapalancamiento del Grupo hacia niveles sostenibles dependerá menos de seguir amortizando nominales de deuda y más de recuperar la rentabilidad y la generación de caja operativa en los cuatro mercados objetivo, lo que introduce la segunda fase de la reorientación de Telefónica que será objeto de comentario en el análisis prospectivo a continuación.

6. Análisis prospectivo

El análisis retrospectivo desarrollado hasta este punto se complementa, a continuación, con una perspectiva prospectiva sobre la trayectoria de Telefónica. Para ello, primero se analiza el plan estratégico "Transformar & Crecer", que constituye la siguiente fase de la reorientación corporativa tras haber completado el grueso de las desinversiones en Hispanoamérica. Después, el subapartado siguiente recoge las previsiones financieras para Telefónica de los analistas de cuatro bancos consultados, tanto aquellos que corroboran el plan estratégico presentado, como los que adoptan una postura más pesimista respecto al futuro. La comparación entre ambas perspectivas sienta las bases para realizar una reflexión crítica, en el último apartado del trabajo, sobre los riesgos y oportunidades que condicionarán el éxito de la reorientación en el medio plazo.

6.1. Transformar & Crecer (2026 – 2030)

El plan estratégico "Transformar & Crecer" fue presentado por Telefónica el 4 de noviembre de 2025 en su Capital Markets Day, bajo la presidencia de Marc Murtra. En los términos del marco teórico de este trabajo, este plan constituye una transición claramente definida dentro del proceso de reorientación corporativa desde las estrategias defensivas de retrenchment y reestructuración financiera que dominaron entre 2019 – 2025, hacia la fase de repositioning y retorno al crecimiento (Gotteiner, 2018)

El plan se estructura alrededor del refuerzo de seis pilares estratégicos dentro de los cuatro mercados principales para el Grupo (España, Alemania, Reino Unido y Brasil): la mejora de la experiencia de cliente, la ampliación de la oferta residencial (B2C), el escalado del negocio empresarial (B2B), la evolución de las capacidades tecnológicas, la simplificación del modelo operativo y el desarrollo del talento (Telefónica, 2025). En relación con el análisis financiero realizado, los pilares más relevantes son el B2B y la simplificación operativa. El escalado del negocio B2B depende de Telefónica Tech, la unidad de negocios digitales del Grupo Telefónica cuyos objetivos de crecimiento en servicios digitales de mayor valor añadido y en margen son coherentes tras haber observado, en el apartado 4.2, la presión actual sobre el ARPU en los servicios tradicionales. Con la

simplificación del modelo operativo, por su parte, se busca generar importantes eficiencias. El Grupo estima un ahorro bruto de hasta 2.300 millones de euros en 2028 y 3.000 millones en 2030, mediante la digitalización de procesos y el apagado de redes heredadas (Telefónica, 2025). De hecho, se ha comentado cómo este proceso de simplificación ya se inició en parte durante 2025 con los planes de salidas voluntarias en Telefónica España, que supuso un coste extraordinario de 2.518 millones y que se prevé que genere aproximadamente 600 millones de euros de ahorro recurrente anual para 2028 (Telefónica, 2026)

En cuanto a los objetivos financieros para los próximos años, el plan establece una trayectoria de crecimiento distinguida en dos tramos. Primero, durante el período 2026 – 2028, se prevé un crecimiento medio anual de ingresos y EBITDA ajustado del 1,5 – 2,5%, que después se acelera hasta el 2,5 – 3,5% entre 2029 y 2030. Entrando en más detalle, la directiva de Telefónica prevé un descenso del ratio CapEx/ventas hasta aproximadamente el 12% entre 2026 – 2028 y al 11% en 2030, y que el FCF base para dividendo se sitúe en el rango de 2.900 – 3.000 millones de euros en 2026, con un crecimiento anual compuesto del 3 – 5% para el período 2026 – 2028 (Telefónica, 2025).

Transformar & Crecer: objetivos financieros		
	2026 - 2028	2029 - 2030
Crecimiento ingresos y EBITDA	1,5 - 2,5%	2,5 - 3,5%
CapEx/Ventas	12%	11%
Crecimiento FCF	3 - 5%	-

Figura 25: Objetivos financieros del plan “Transformar & Crecer”.

Nota. Elaboración propia a partir de Telefónica (2025).

Respecto a la consolidación europea, el plan no hace referencia a operaciones concretas, pero reconoce que una eventual consolidación en los mercados core podría generar sinergias de entre 18.000 – 22.000 millones de euros, y garantiza que Telefónica estará preparada para aprovechar las oportunidades que se presenten, siempre que el contexto regulatorio y financiero lo permita (Telefónica, 2025). Precisamente en los meses posteriores a la presentación del plan “Transformar & Crecer”, se han dado a conocer movimientos concretos favorecidos por la flexibilización, por parte de la Comisión Europea, de los criterios sobre concentraciones en el sector (Benzinga, 2026). La operación más avanzada es

la actual negociación para la compra de la compañía de telecomunicaciones alemana 1&1, que integrada con O2 crearía un operador con cerca de 11.000 millones de euros de facturación conjunta y 57,8 millones de líneas móviles, superando el 30% del mercado alemán y acercándose a Deutsche Telekom (Cano, 2026). En Reino Unido, el Grupo cerró a principios de 2026 la venta de Netomnia por 2.300 millones de euros y, con la expiración en mayo de 2026 de las cláusulas de permanencia de VMO2, se especula acerca de una reorganización de su participación en la “joint venture”, bien sea vendiéndola o adquiriendo el 50% controlado por Liberty Global (Segovia, 2025).

Como se observa, "Transformar & Crecer" es la confirmación estratégica de que la fase defensiva de la reorientación ha finalizado para trasladar el centro de atención hacia la eficiencia operativa y el crecimiento mediante una consolidación europea, lo que, en los términos de Sudarsanam y Lai (2001), constituye la etapa expansiva que diferencia a las compañías que completan con éxito una reorientación de las que no. No obstante, contrastar, a continuación, las previsiones financieras de Telefónica con las de analistas externos servirá para evaluar, con mayor precisión, la medida en la que Telefónica está en condiciones de ejecutar su plan más reciente de manera exitosa.

6.2. Previsiones externas

De los cuatro bancos consultados, Goldman Sachs se sitúa en el extremo con las previsiones más favorables y con una recomendación de compra de la acción con un precio objetivo de 4,50 euros, mientras que esta cerró el primer trimestre de 2026 a 3,80 euros (Lee et al., 2026). Barclays, por su parte, adopta una postura neutral con un precio objetivo de 4,00 euros (Robilliard et al., 2026) y J.P. Morgan le sigue con cautela en un informe en el que analiza los últimos resultados anuales de la compañía desde una perspectiva crediticia (Webb et al., 2026). Por último, Deutsche Bank emite una recomendación de venta con un precio objetivo de 3,20 euros, el más bajo de los cuatro. Considerando los distintos puntos de vista de estos cuatro bancos, se enriquece la visión prospectiva de la estrategia de reorientación del Grupo (Khiroya et al., 2026).

Los analistas más favorables apoyan la viabilidad del plan “Transformar & Crecer” tras observar, en la presentación de resultados de 2025, mayor claridad sobre su ejecución que cuando fue introducido. Goldman Sachs señala que los resultados del cuarto trimestre de

2025 superaron ligeramente sus expectativas y que la revisión al alza de las previsiones contribuyó a reducir la inquietud sobre la generación de caja inducida durante el Capital Markets Day de noviembre. Además, considera incluso conservadora la guía de crecimiento del EBITDA ofrecida por Telefónica, ya que prevé que Alemania, su geografía más débil de entre las cuatro principales, retome el crecimiento en 2027 (Lee et al., 2026). No obstante, aunque J.P. Morgan también interpreta los resultados como una mejora de las previsiones de caja, califica como decepcionante la presentación del plan (Webb et al., 2026). Por su parte, Barclays justifica una subida del 5% en su precio objetivo por la apreciación del real brasileño y el efecto que tendría para la caja de Telefónica, que depende cada vez más de Brasil (Robilliard et al., 2026).

No obstante, hasta los analistas más favorables señalan el endeudamiento como la principal limitación del plan, lo que conecta directamente con el deterioro de la solvencia identificado en el apartado 5.2.2. Aunque Telefónica fija un objetivo de apalancamiento de 2,5x deuda neta/EBITDAaL para 2028, Deutsche Bank comenta que dicha ratio se eleva hasta 3,8x al ajustarla por la deuda híbrida y por los costes de reestructuración, situándose entre las más altas del sector. Además, añade que la concentración de caja en Brasil, que sólo pagó el 70% del flujo de caja libre para los accionistas (EFCF), y una tasa de conversión de ingresos en caja de apenas el 6%, la mitad de la media sectorial, introducen riesgos importantes al dejar la caja muy expuesta (Khiroya et al., 2026). En la misma línea, J.P. Morgan subraya que el desapalancamiento será gradual, hasta 2,5x en 2028, y que las desinversiones en Hispam refuerzan la liquidez pero aportan un desapalancamiento limitado (Webb et al., 2026), lo que corrobora la conclusión del análisis retrospectivo de que la sostenibilidad del desapalancamiento dependerá menos de seguir amortizando deuda con caja y más de recuperar la rentabilidad operativa.

Por último, los analistas comparten la lógica estratégica para la segunda fase de la reorientación de la adquisición de 1&1 que actualmente se negocia en Alemania, pero advierten de varios riesgos financieros y regulatorios presentes. Deutsche Bank analiza la operación en detalle en el informe consultado, y estima un valor actual neto de las sinergias de al menos 7.000 millones de euros, derivado del ahorro en CapEx y en pagos por itinerancia mayorista, ya que 1&1 no tiene una red móvil propia. Sin embargo, su escenario base asume que Telefónica tendría que pagar 1.600 millones en efectivo a los accionistas de 1&1 y, dada su complicada situación financiera, abordar la operación con una ampliación de capital de en torno a 3.500 millones de euros para no sobreprestar su apalancamiento

(Khiroya et al., 2026). J.P. Morgan, en su análisis enfocado en el crédito, considera que el M&A sólo será factible si permite preservar la calificación de grado de inversión del Grupo, y destaca que la incertidumbre regulatoria constituye un riesgo importante en Alemania (Webb et al., 2026). Para Barclays, en cambio, es precisamente la consolidación intra-mercado, como la operación en Alemania, la que da lugar a su escenario optimista (Robilliard et al., 2026).

De esta forma, surge un consenso entre los cuatro bancos que aclara que la viabilidad del plan "Transformar & Crecer" no se cuestiona tanto estratégicamente, sino en la capacidad financiera del Grupo para ejecutarlo. Esta conclusión enlaza directamente con los resultados del análisis financiero retrospectivo, que, en conjunto, permitirán evaluar en la discusión final si Telefónica se encuentra en una posición lo suficientemente sólida como para afrontar con éxito esta segunda fase de su reorientación.

7. Reflexión crítica y conclusiones

Los hallazgos revelados, tras haber recorrido el plan de reorientación de Telefónica desde su lógica estratégica hasta sus estados financieros y previsiones, permiten realizar una reflexión crítica y valorar el proceso en este último apartado del trabajo. En primer lugar, sintetizando si la fase contenida entre 2019 y 2025 puede considerarse exitosa y, después, identificando los riesgos y oportunidades que condicionarán la segunda etapa hasta 2030.

La primera fase puede considerarse un éxito real, pero asimétrico e incompleto. Los buenos resultados observados a través del balance son innegables, con una deuda nominal que se redujo un 36% (de 43.302 a 27.747 millones) y un ratio NFO/EBITDA que cerró 2025 en 2,51x, prácticamente dentro del umbral objetivo de 2,2x – 2,5x establecido por la propia compañía en el plan GPS (Telefónica, 2023). Además, los ratios de cobertura de intereses en base caja (6,8x – 10,4x) y CFO/CapEx (1,8x – 2,3x) demuestran que la caída de los flujos identificada es consecuencia de la reducción del perímetro de las operaciones por las desinversiones, y no de un deterioro del negocio.

Sin embargo, en términos de rentabilidad, que la literatura consultada establece como criterio indispensable de éxito (Barker & Mone, 1998; Hoffman, 1989), el avance es nulo. No sólo no se ha cumplido ninguno de los objetivos de ingresos y generación de caja detallados en el plan GPS, sino que el RNOA recurrente permanece estancado entre 3,59% – 6,04%, lejos del 9,1% mediano sectorial histórico, por un problema principalmente de margen (Penman, 2013). Además, el paso del Spread a cifras negativas en 2023 y 2025 y una Z” - score que cierra 2025 en mínimos de la serie, igualando la puntuación de 2019, confirman que la solvencia estructural no ha mejorado. Por ello, se justifica el argumento de que las desinversiones fueron necesarias, pero no suficiente, ya que cumplieron su función de “retrenchment” de sanear el balance para habilitar la posterior expansión (Gotteiner, 2018; Sudarsanam y Lai, 2001), pero, bajo el criterio de Barker y Mone (1998), la reorientación no puede aún declararse exitosa sin tres ejercicios de recuperación sostenida de la rentabilidad.

Contrastando este diagnóstico propio con los análisis bancarios consultados, se derivan tres riesgos mayores para la segunda fase de la reorientación. El principal es que para la continuación del desapalancamiento, amortizar deuda ya no será suficiente, sino que dependerá de recuperar el EBITDA. Le sigue el riesgo de la concentración de la caja en Brasil previamente mencionado, exponiendo al Grupo al riesgo cambiario. El tercero es el

M&A en Alemania, que se estima que requerirá una ampliación de capital significativa y que afronta incertidumbre regulatoria (Khiroya et al., 2026). No obstante, frente a estos riesgos también surgen oportunidades para Telefónica. Es positivo que el plan "Transformar & Crecer" aborde directamente el problema de margen identificado en el análisis, marcando como objetivo ahorros de hasta 2.300 millones en 2028 y 3.000 en 2030. Además, que el giro regulatorio de los Informes Draghi y Letta habilite una consolidación europea con sinergias de entre 18.000 – 22.000 millones tiene potencial para contrarrestar el riesgo identificado por la incertidumbre regulatoria en Alemania (Telefónica, 2025; Vincent et al., 2026). Como broche a las oportunidades para el éxito final de la reorientación, cabe destacar el plan de escalado del B2B vía Telefónica Tech (Telefónica, 2025), uno de los signos de transición hacia estrategias expansivas que, según el hallazgo empírico de Sudarsanam y Lai (2001), es justo lo que distingue a las compañías que completan su recuperación.

En conjunto, el análisis desarrollado permite confirmar que la primera fase cumplió el objetivo de reducir la deuda nominal sin lograr, sin embargo, la mejora de solvencia ni de rentabilidad; un diagnóstico que, además, coincide con el consenso de los analistas consultados. El éxito final de la reorientación dependerá, por tanto, de que la eficiencia operativa y la consolidación europea refuercen estas métricas, las únicas capaces de validar definitivamente la estrategia iniciada en 2019.

8. Bibliografía

Altman, E. I. (2018). *A fifty-year retrospective on credit risk models, the Altman Z-score family of models and their applications to financial markets and managerial strategies*. *Journal of Credit Risk*, 14(4), 1–29. <https://doi.org/10.21314/JCR.2018.243>

Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). *Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers*. *Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 625–658. <https://doi.org/10.2307/2118416>

Barker, V. L., & Mone, M. A. (1998). *The mechanistic structure shift and strategic reorientation in declining firms attempting turnarounds*. *Human Relations*, 51(10), 1227–1258. <https://doi.org/10.1177/001872679805101002>

Benzinga. (2026, abril 20). *Telefónica reactiva su fusión con I&I en Alemania tras el giro de Bruselas*. Benzinga. <https://es.benzinga.com/news/spain/stocks/telefonica-reactiva-fusion-1-1-alemania-bruselas/>

Bloomberg. (n.d.). Overview: Telefónica S.A. Bloomberg.

Braunsberger, C., & Aschauer, E. (2025). *Corporate failure prediction: A literature review of Altman Z-Score and machine learning models within a technology adoption framework*. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8), 465. <https://doi.org/10.3390/jrfm18080465>

Cano, F. (2026, febrero 27). *Telefónica negocia la compra de I&I en Alemania en una operación de 5.000 millones*. *El Español*. https://www.elespanol.com/invertia/empresas/tecnologia/20260227/telefonica-negocia-compra-alemania-operacion-millones/1003744133560_0.html

Gotteiner, S. (2018). *Playing it safe in corporate turnaround: A risk-based approach to turnaround strategy selection*. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 23(2), 1–27.

Habib, A., Costa, M. D., Huang, H. J., Bhuiyan, M. B. U., & Sun, L. (2020). *Financial distress and corporate social responsibility*. *European Accounting Review*, 29(4), 697–729.

Haro, J. J. (2024, junio 28). *El desafío en América Latina: retomar la sostenibilidad de la industria*. Telefónica. <https://www.telefonica.com/es/sala-comunicacion/blog/desafio-america-latina-retomar-sostenibilidad-industria/>

Hoffman, R. C. (1989). *Strategies for corporate turnarounds: What do we know about them?* *Journal of General Management*, 14(3), 46–66.
<https://doi.org/10.1177/030630708901400304>

Invesgrama. (2020, marzo 3). *Los resultados de Telefónica en 2019 y los dividendos hasta 2021*. Invesgrama: La bolsa descodificada. <https://invesgrama.com/2020/03/03/los-resultados-de-telefonica-en-2019-y-los-dividendos-hasta-2021/>

Kanter, J. (2021, mayo 20). *UK Approves \$44B Merger Between Liberty Global-Owned Virgin Media & Mobile Company O2*. Deadline. <https://deadline.com/2021/05/virgin-media-o2-liberty-global-merger-approved-1234760862/>

Khiroya, K., Grindle, R., & Ranjit, R. (2026). *German consolidation may not be enough*. Deutsche Bank Research.

Lee, A., Rakicevic, S., & Witcombe, M. (2026). *Telefonica (TEF.MC): Small beat in 4Q25 and modest guidance raise likely to reassure following October 2025 CMD FCF warning*. Goldman Sachs Research.

McGarrigle, P. (2020, mayo 7). *Liberty Global and Telefonica to Merge their UK Operations*. Liberty Global. <https://www.libertyglobal.com/liberty-global-and-telefonica-to-merge-their-uk-operations/>

Nyagiloh, K. A., & Kilika, J. M. (2020). *Theoretical review of turnaround strategy and its organizational outcomes*. *International Business Research*, 13(2), 4-5.
<https://doi.org/10.5539/ibr.v13n2p13>

Palacín Sánchez, M. J., Alencar García, A., & Canto Cuevas, F. J. (2023). *Financial distress and corporate restructuring: a case study*. *Management Letters*, 23(2), 81-91.
<https://doi.org/10.5295/cdg.221759fc>

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation (5.ª ed.)*. McGraw-Hill.

PwC España. (n.d.). *Cómo pueden ganar las telecos en la era de la IA: Previsiones para el sector de Telecomunicaciones 2025-2029*. PwC España.

<https://www.pwc.es/prevtelecom25-29>

Radjawane, C., & Anas, E. P. (2025). *Analysis and implementation of turnaround strategies and their impact on company performance: a case study of an outsourcing company*. *Ekombis Review: Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis*, 13(3), 2763–2774.

<https://doi.org/10.37676/ekombis.v13i3.7616>

Robilliard, M., Patrick, M., & Nagesha, G. (2026). *Telefonica S.A. Model Update*. Barclays Research.

Schendel, D., Patton, G. R., & Riggs, J. (1976). *Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery*. *Journal of General Management*, 3(3), 3–11.

<https://doi.org/10.1177/030630707600300301>

Schweizer, L., & Nienhaus, A. (2017). *Corporate distress and turnaround: integrating the literature and directing future research*. *Business Research*, 10(1), 3–47.

<https://doi.org/10.1007/s40685-016-0041-8>

Segovia, E. (2025, diciembre 5). *Murtra reconoce conversaciones sobre operaciones de fusión de Telefónica en «cada uno» de sus mercados*. Okdiario.

<https://okdiario.com/economia/murtra-reconoce-conversaciones-sobre-operaciones-fusion-telefonica-cada-uno-sus-mercados-15887208>

Suárez, L. (2025, febrero 19). *Telefónica, a acelerar las desinversiones para desprenderse del “lastre” de Hispam*. Estrategias de Inversión.

<https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-espana/telefonica-a-acelerar-las-desinversiones-para-n-788419>

Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). *Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis*. *British Journal of Management*, 12, 183-187.

<https://doi.org/10.1111/1467-8551.00193> Digital Object Identifier (DOI)

Telefónica. (2020, mayo 7). *Liberty Global and Telefónica to merge their U.K. operations creating the leading fixed-mobile provider in the country*. Telefónica.

<https://www.telefonica.com/en/communication-room/press-room/liberty-global-and->

[telefonica-to-merge-their-u-k-operations-creating-the-leading-fixed-mobile-provider-in-the-country/](#)

Telefónica. (2021). *Memoria anual consolidada 2020*. Histórico de informes anuales. <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/historico-de-informes-anuales/2020/>

Telefónica. (2021, enero 13). *Telefónica vende a múltiples récord la división de torres de Telxius a American Towers por 7.700 millones de euros*. Telefónica. <https://www.telefonica.com/es/sala-comunicacion/prensa/telefonica-vende-a-multiplos-record-la-division-de-torres-de-telxius-a-american-towers-por-7-700-millones-de-euros/>

Telefónica. (2022). *Memoria anual consolidada 2021*. Histórico de informes anuales. <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/historico-de-informes-anuales/2021/>

Telefónica. (2023, noviembre 8). *Telefónica presenta su plan GPS y se marca como objetivo una generación de caja de 5.000 millones de euros en 2026*. Telefónica. <https://www.telefonica.com/es/sala-comunicacion/prensa/telefonica-presenta-su-plan-gps-y-se-marca-como-objetivo-una-generacion-de-caja-de-5-000-millones-de-euros-en-2026/>

Telefónica. (2025). *Memoria anual consolidada 2024*. Histórico de informes anuales. <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/historico-de-informes-anuales/2024/>

Telefónica. (2025, noviembre 4). *Telefónica se transforma para crecer*. Telefónica. <https://www.telefonica.com/es/sala-comunicacion/prensa/telefonica-se-transforma-para-crecer/>

Telefónica. (2026). *Memoria anual consolidada 2025*. Informe anual. <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/informacion-financiera/informe-anual/>

Vincent, J., Amiot, E., Pette, N., Fagiano, M., & Gorino, C. (2026). *Europe's Telecom Industry Should Prepare for a Big M&A Shake-Up*. Oliver Wyman. <https://www.oliverwyman.es/es/nuestra-experiencia/insights/2025/nov/telecos-europeas-afrotaan-mayor-ola-fusiones-y-adquisiciones.html>

Webb, A., Calero Fernández, A., & Udugampola, D. D. (2026). *Telefonica Commentary*. J.P. Morgan Research.

Wruck, K. H. (1990). *Financial distress, reorganization, and organizational efficiency*. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 419–444. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6)

Anexo A

Nota. La descarga de la fuente de datos que alimenta el código del presente anexo, con el que se generan las visualizaciones, se encuentra disponible a través del siguiente enlace:

[Descargar fuente de datos \(.xlsx\)](#)

0.1 Librerías

```
[112]: import pandas as pd
import matplotlib.pyplot as plt
import numpy as np
```

Figura 2: Diferencias geográficas en el sector global de las telecomunicaciones

```
[113]: regiones = ['Europa', 'EE.UU.', 'China']
suscriptores = [5, 107, 467]
gasto = [109, 174, 19]

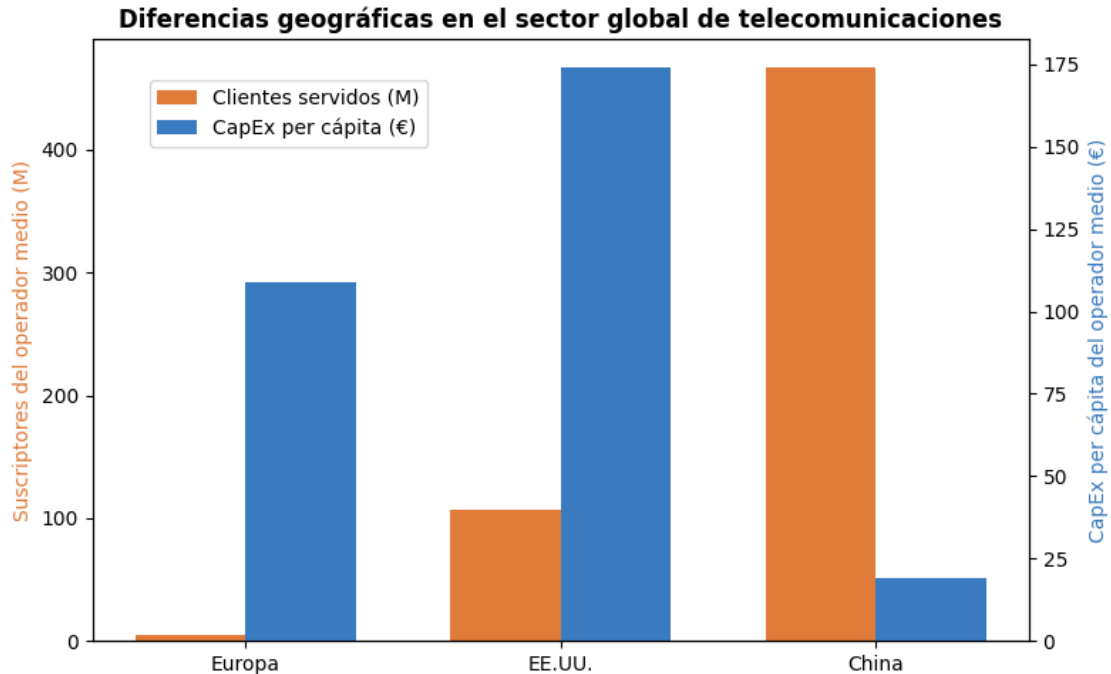
x, w = np.arange(len(regiones)), 0.35

fig, ax1 = plt.subplots(figsize=(8, 5))
ax2 = ax1.twinx()

ax1.bar(x - w/2, suscriptores, w, color='#E07B39', label='Clientes servidos_
↳(M)')
ax2.bar(x + w/2, gasto, w, color='#3A7ABF', label='CapEx per cápita (€)')

ax1.set_xticks(x); ax1.set_xticklabels(regiones)
ax1.set_ylabel('Suscriptores del operador medio (M)', color='#E07B39')
ax2.set_ylabel('CapEx per cápita del operador medio (€)', color='#3A7ABF')
ax1.set_title('Diferencias geográficas en el sector global de_
↳telecomunicaciones', fontweight='bold')
fig.legend(loc='upper left', bbox_to_anchor=(0.13, 0.88))
plt.tight_layout()

plt.show()
```



0.2 Estado de situación financiera (5.1.1)

Consolidado

```
[114]: bs = pd.read_excel('Fuente datos.xlsx', sheet_name='BS')
```

```
bs
```

```
[115]: años = bs.columns[1:].tolist()
```

```
años
```

```
[115]: [2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025]
```

```
[116]: def linea_bs(nombre):
        return bs[bs['Lineas'] == nombre].iloc[0, 1:].tolist()
```

```
anc = [
    ('Intangibles',          linea_bs('Intangibles')),
    ('Fondo de comercio',   linea_bs('Fondo de comercio')),
    ('Inmov. material',     linea_bs('Inmovilizado material')),
    ('Derechos de uso',     linea_bs('Derechos de uso')),
    ('Inv. en equivalencia', linea_bs('Inversiones puestas en equivalencia')),
    ('Activos financieros', linea_bs('Activos financieros y otros activos no_
    corrientes')),
```

```

    ('Imp. diferidos',      linea_bs('Activos por impuestos diferidos')),
]
ac = [
    ('Existencias',      linea_bs('Existencias')),
    ('Cuentas a cobrar',  linea_bs('Cuentas a cobrar y otros activos_
↪corrientes')),
    ('Adm. públicas deudoras', linea_bs('Administraciones públicas deudoras')),
    ('Otros act. financieros', linea_bs('Otros activos financieros_
↪corrientes')),
    ('Efectivo',         linea_bs('Efectivo y equivalentes de efectivo')),
    ('Mantenidos para venta', linea_bs('Activos no corrientes y grupos_
↪enajenables mantenidos para la venta')),
]
anc
ac

```

Figura 4: Activo no corriente

```

[117]: x, w = np.arange(len(años)), 0.6

fig, ax = plt.subplots(figsize=(9, 5))

colores_anc = plt.cm.Blues(np.linspace(0.3, 0.9, len(anc)))

bottom = np.zeros(len(años))
for (etiqueta, valores), color in zip(anc, colores_anc):
    ax.bar(x, valores, w, bottom=bottom, label=etiqueta, color=color)
    bottom += np.array(valores)

ax.set_xticks(x); ax.set_xticklabels(años)
ax.set_ylabel('Millones de €')
ax.set_title('Activo no corriente', fontweight='bold')
ax.legend(fontsize=8)
plt.tight_layout()

plt.show()

```

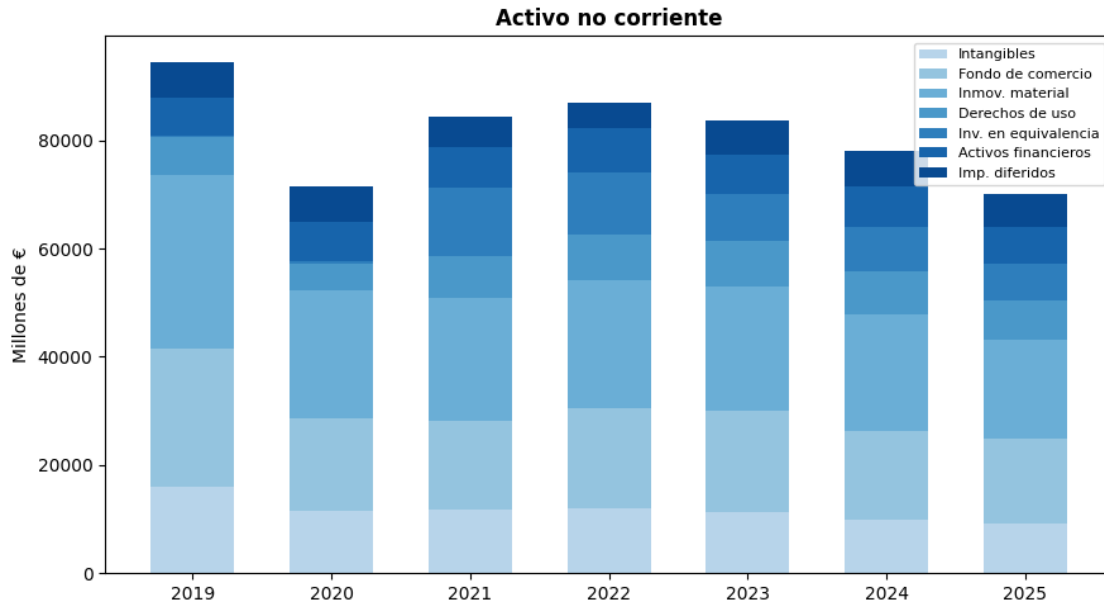


Figura 5: Activo corriente

```
[118]: x, w = np.arange(len(años)), 0.6

fig, ax = plt.subplots(figsize=(9, 5))

colores_ac = plt.cm.Oranges(np.linspace(0.3, 0.9, len(ac)))

bottom = np.zeros(len(años))
for (etiqueta, valores), color in zip(ac, colores_ac):
    ax.bar(x, valores, w, bottom=bottom, label=etiqueta, color=color)
    bottom += np.array(valores)

ax.set_xticks(x); ax.set_xticklabels(años)
ax.set_ylabel('Millones de €')
ax.set_title('Activo corriente', fontweight='bold')
ax.legend(fontsize=8)
plt.tight_layout()

plt.show()
```

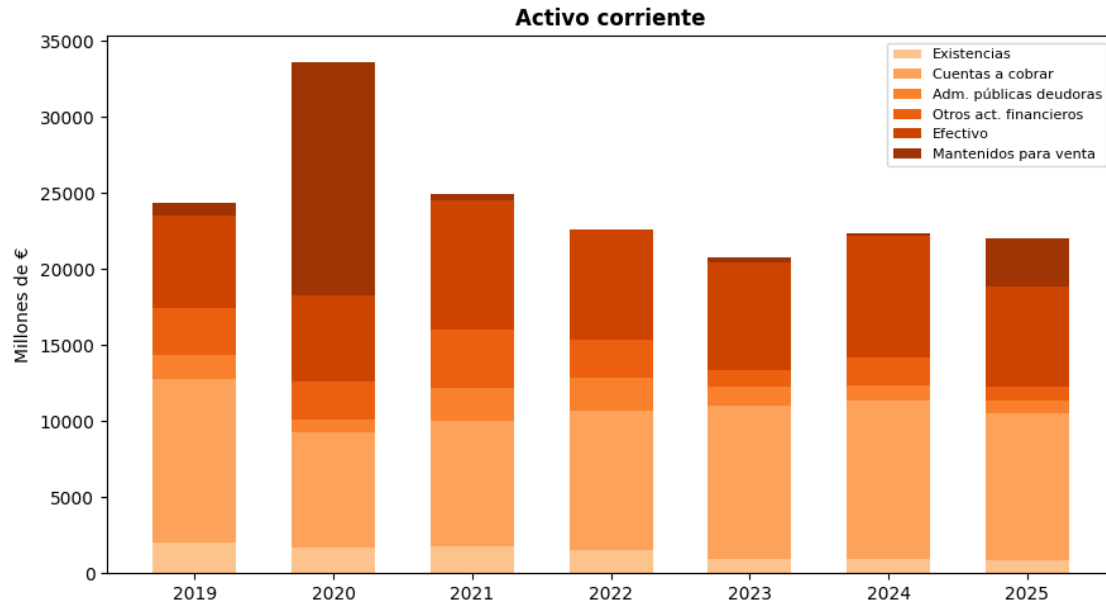


Figura 6: Impacto en el balance de la operación en Reino Unido

```
[119]: inv_equivalencia = anc[4][1]
mantenidos_venta = ac[5][1]

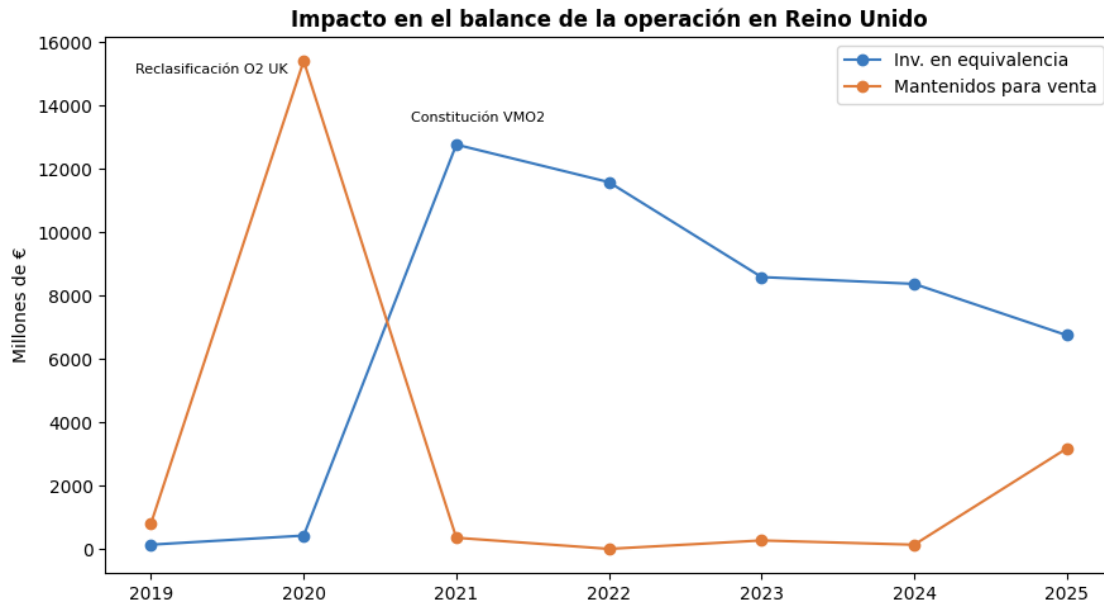
fig, ax = plt.subplots(figsize=(9, 5))

ax.plot(años, inv_equivalencia, color='#3A7ABF', marker='o', label='Inv. en
↪equivalencia')
ax.plot(años, mantenidos_venta, color='#E07B39', marker='o', label='Mantenidos
↪para venta')

ax.text(2018.9, 15000, 'Reclasificación 02 UK', fontsize=8)
ax.text(2020.7, 13500, 'Constitución VM02', fontsize=8)

ax.set_ylabel('Millones de €')
ax.set_title('Impacto en el balance de la operación en Reino Unido',
↪fontweight='bold')
ax.legend()
plt.tight_layout()

plt.show()
```



Reformulado

```
[120]: bs_reformulado = pd.read_excel('Fuente datos.xlsx', sheet_name='BS reformulado')

bs_reformulado
```

```
[121]: def linea_bsref(nombre):
    return bs_reformulado[bs_reformulado['Lineas'] == nombre].iloc[0, 1:].
    ↪tolist()

bs_ref = [
    ('NFO', linea_bsref('Deuda financiera neta (NFO)'),),
    ('CSE', linea_bsref('Patrimonio neto (CSE)'),),
    ('NOA', linea_bsref('Activo operativo neto (NOA)'),),
]

bs_ref
```

Figura 9: Evolución del NOA = NFO + CSE

```
[122]: nfo = bs_ref[0][1]
cse = bs_ref[1][1]

x, w = np.arange(len(años)), 0.6

fig, ax = plt.subplots(figsize=(10, 5))
```

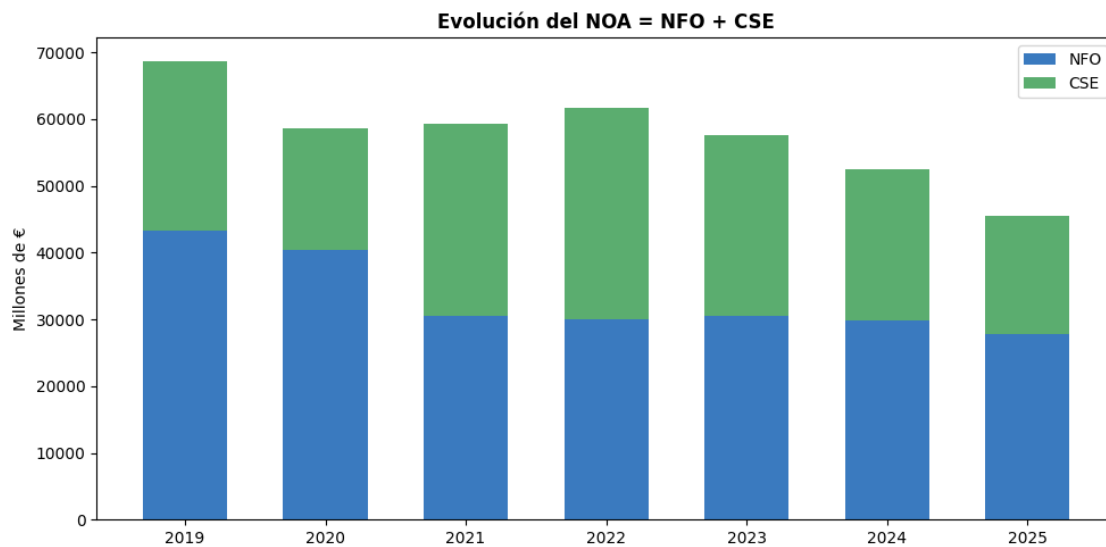
```

ax.bar(x, nfo, w, label='NFO', color='#3A7ABF')
ax.bar(x, cse, w, bottom=np.array(nfo), label='CSE', color='#5BAD6F')

ax.set_xticks(x); ax.set_xticklabels(años)
ax.set_ylabel('Millones de €')
ax.set_title('Evolución del NOA = NFO + CSE', fontweight='bold')
ax.legend()
plt.tight_layout()

plt.show()

```



0.3 Cuenta de resultados (5.1.2)

```
[123]: pyg = pd.read_excel('Fuente datos.xlsx', sheet_name='PyG')
```

```
pyg
```

```
[124]: def linea_pyg(nombre):
        return pyg[pyg['Lineas'] == nombre].iloc[0, 1:].tolist()

operaciones_pyg = [
    ('Ventas',          linea_pyg('Ventas y prestaciones de servicios')),
    ('Amortizaciones', linea_pyg('Amortizaciones')),
    ('Resultado operativo', linea_pyg('Resultado operativo'))
]

operaciones_pyg
```

Figura 11: Evolución de las ventas, EBITDA y resultado operativo

```
[125]: ventas = operaciones_pyg[0][1]
amort = operaciones_pyg[1][1]
res_oper = operaciones_pyg[2][1]
ebitda = [ro - am for ro, am in zip(res_oper, amort)]

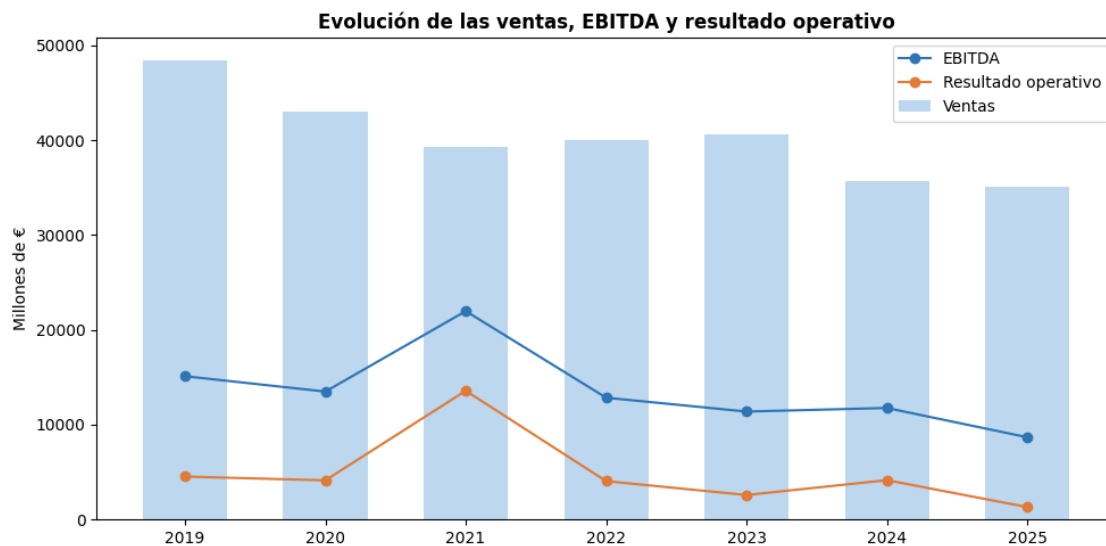
x, w = np.arange(len(años)), 0.6

fig, ax = plt.subplots(figsize=(10, 5))

ax.bar(x, ventas, w, color='#BDD7EE', label='Ventas', zorder=2)
ax.plot(x, ebitda, color='#2E75B6', marker='o', label='EBITDA', zorder=3)
ax.plot(x, res_oper, color='#E07B39', marker='o', label='Resultado operativo',
        zorder=3)

ax.set_xticks(x); ax.set_xticklabels(años)
ax.set_ylabel('Millones de €')
ax.set_title('Evolución de las ventas, EBITDA y resultado operativo',
            fontweight='bold')
ax.legend()
plt.tight_layout()

plt.show()
```



0.4 Estado de flujos de efectivo (5.1.3)

Consolidado

```
[126]: cf = pd.read_excel('Fuente datos.xlsx', sheet_name='CF')

cf
```

```
[127]: def linea_cf(nombre):
        return cf[cf['Lineas'] == nombre].iloc[0, 1:].tolist()

bloques_efc = [
    ('Flujo operativo',      linea_cf('Flujo de efectivo neto procedente de_
↳ las operaciones')),
    ('Flujo de inversión',   linea_cf('Flujo de efectivo neto procedente de_
↳ actividades de inversión')),
    ('Flujo de financiación', linea_cf('Flujo de efectivo neto procedente de_
↳ actividades de financiación')),
]

bloques_efc
```

Figura 13: Desglose del estado de flujos de efectivo consolidado

```
[128]: flujo_op = bloques_efc[0][1]
flujo_inv = bloques_efc[1][1]
flujo_fin = bloques_efc[2][1]

x, w = np.arange(len(años)), 0.25

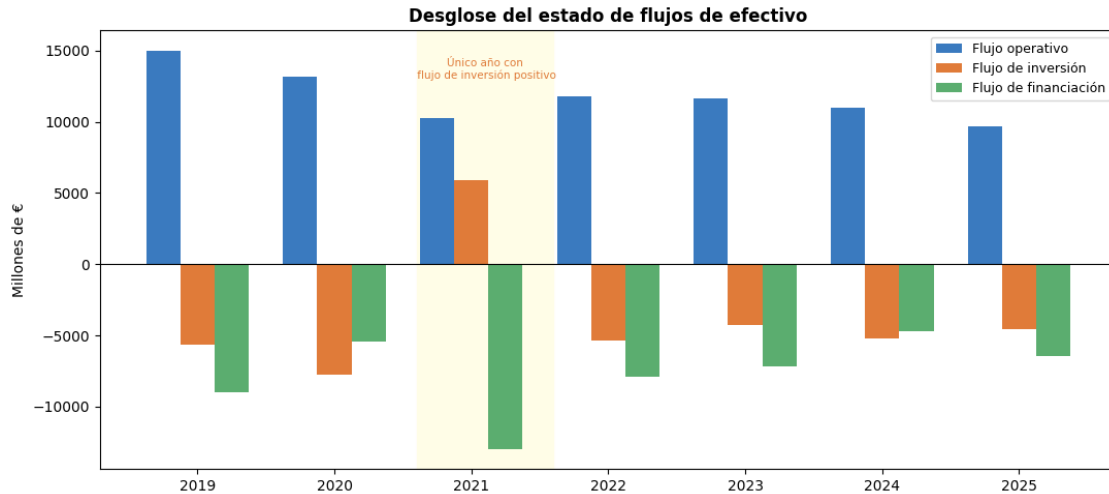
fig, ax = plt.subplots(figsize=(11, 5))

ax.bar(x - w, flujo_op, w, label='Flujo operativo', color='#3A7ABF', zorder=2)
ax.bar(x, flujo_inv, w, label='Flujo de inversión', color='#E07B39', zorder=2)
ax.bar(x + w, flujo_fin, w, label='Flujo de financiación', color='#5BAD6F',
↳ zorder=2)

ax.axvspan(1.6, 2.6, color='#FFFDE7', zorder=0)
ax.text(2.1, 13000, 'Único año con\n flujo de inversión positivo', ha='center',
↳ fontsize=7.5, color='#E07B39')

ax.set_xticks(x); ax.set_xticklabels(años)
ax.set_ylabel('Millones de €')
ax.set_title('Desglose del estado de flujos de efectivo', fontweight='bold')
ax.legend(fontsize=9)
ax.axhline(0, color='black', linewidth=0.8)
plt.tight_layout()

plt.show()
```



Reformulado

```
[129]: cf_reformulado = pd.read_excel('Fuente datos.xlsx', sheet_name='CF reformulado')

cf_reformulado
```

```
[130]: def linea_cfref(nombre):
        return cf_reformulado[cf_reformulado['Lineas'] == nombre].iloc[0, 1:].
        ↪tolist()

bloques_efc_ref = [
    ('FCF de operaciones', linea_cfref('Flujo de efectivo libre procedente de
    ↪las operaciones (FCF = C - I)'),
    ('Variación anual NFO', linea_cfref('Variación anual en NFO')),
]

bloques_efc_ref
```

Figura 18: Evolución del FCF de operaciones y de la variación del NFO

```
[131]: fcf = bloques_efc_ref[0][1]
var_nfo = bloques_efc_ref[1][1]

x, w = np.arange(len(años)), 0.35

fig, ax = plt.subplots(figsize=(10, 5))

ax.bar(x - w/2, fcf, w, label='FCF de operaciones', color='#3A7ABF', zorder=2)
ax.bar(x + w/2, var_nfo, w, label='Variación anual NFO', color='#E07B39',
    ↪zorder=2)
```

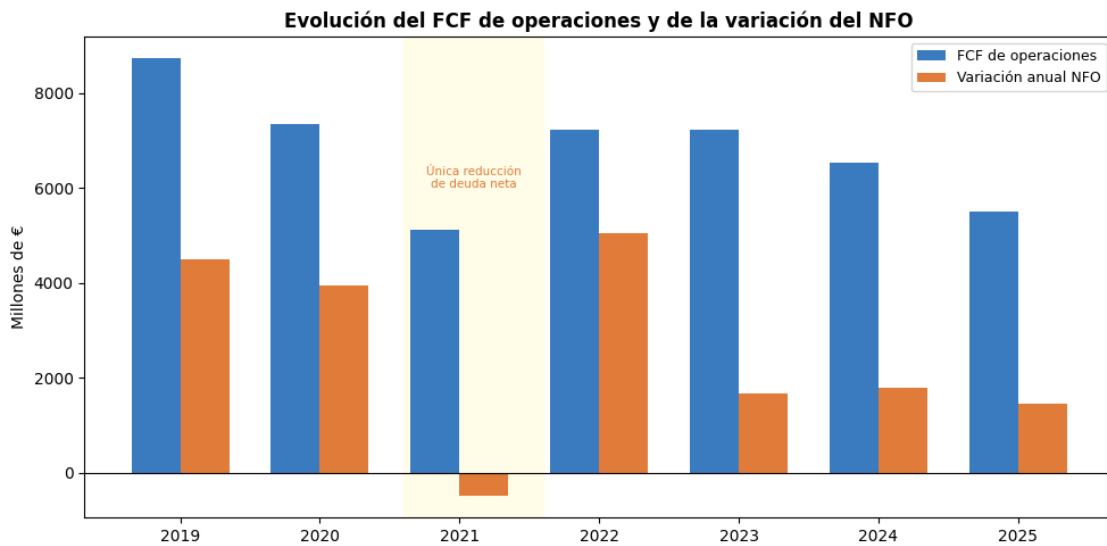
```

ax.axvspan(1.6, 2.6, color='#FFFDE7', zorder=0)
ax.text(2.1, 6000, 'Única reducción\nde deuda neta', ha='center', fontsize=7.5,
color='#E07B39')

ax.set_xticks(x); ax.set_xticklabels(años)
ax.set_ylabel('Millones de €')
ax.set_title('Evolución del FCF de operaciones y de la variación del NFO',
fontweight='bold')
ax.legend(fontsize=9)
ax.axhline(0, color='black', linewidth=0.8)
plt.tight_layout()

plt.show()

```



0.5 Rentabilidad (5.2.1)

```

[132]: rentabilidad = {
    'ROCE': [ 6.94,  5.61,  3.31,  5.48,  1.96,  6.54,  2.52],
    'RNOA': [ 6.04,  4.80,  3.59,  5.12,  3.60,  5.67,  3.86],
    'NBC':  [ 3.31,  2.79,  2.88,  3.25,  4.72,  3.82,  4.43],
    'Spread': [ 2.73,  2.01,  0.70,  1.87, -1.12,  1.85, -0.58],
    'FLEV':  [ 1.583, 1.914, 1.511, 1.003, 1.028, 1.210, 1.419],
    'PM':    [ 8.45,  7.10,  5.38,  7.75,  5.29,  8.76,  5.39],
    'ATO':   [ 0.715, 0.676, 0.666, 0.661, 0.682, 0.648, 0.716],
}

```

Figura 20: Dispersión del RNOA de Telefónica vs. mediana sectorial histórica (Penman, 2013)

```
[133]: rnoa = rentabilidad['RNOA']
pm = rentabilidad['PM']
ato = rentabilidad['ATO']

rnoa_penman = 9.1
pm_penman = 12.5
ato_penman = 0.76

fig, (ax1, ax2) = plt.subplots(1, 2, figsize=(13, 5))

# Gráfico 1
ax1.scatter(rnoa, [0]*7, s=100, color='#3A7ABF', zorder=3, label='Telefónica')
ax1.scatter(rnoa_penman, 0, s=100, color='#E07B39', zorder=3, label='Mediana_
↳sectorial histórica (Penman, 2013)')

for año, x in zip(años, rnoa):
    ax1.text(x, 0.04, str(año), ha='center', fontsize=9)

ax1.set_xlabel('RNOA (%)')
ax1.set_title('RNOA', fontweight='bold')
ax1.set_ylim(-0.3, 0.3)
ax1.yaxis.set_visible(False)
ax1.legend(fontsize=8)

# Gráfico 2
ax2.scatter(pm, ato, s=100, color='#3A7ABF', zorder=3, label='Telefónica')
ax2.scatter(pm_penman, ato_penman, s=100, color='#E07B39', zorder=3,
↳label='Mediana sectorial histórica (Penman, 2013)')
ax2.set_ylim(0.5, 1.0)

for año, x, y in zip(años, pm, ato):
    ax2.text(x + 0.1, y + 0.002, str(año), fontsize=9)

ax2.set_xlabel('PM (%)')
ax2.set_ylabel('ATO')
ax2.set_title('Descomposición DuPont del RNOA: PM × ATO', fontweight='bold')
ax2.legend(fontsize=8)

fig.suptitle('Dispersión del RNOA de Telefónica vs. mediana sectorial histórica_
↳(Penman, 2013)', fontsize=12, fontweight='bold')
plt.tight_layout()

plt.show()
```

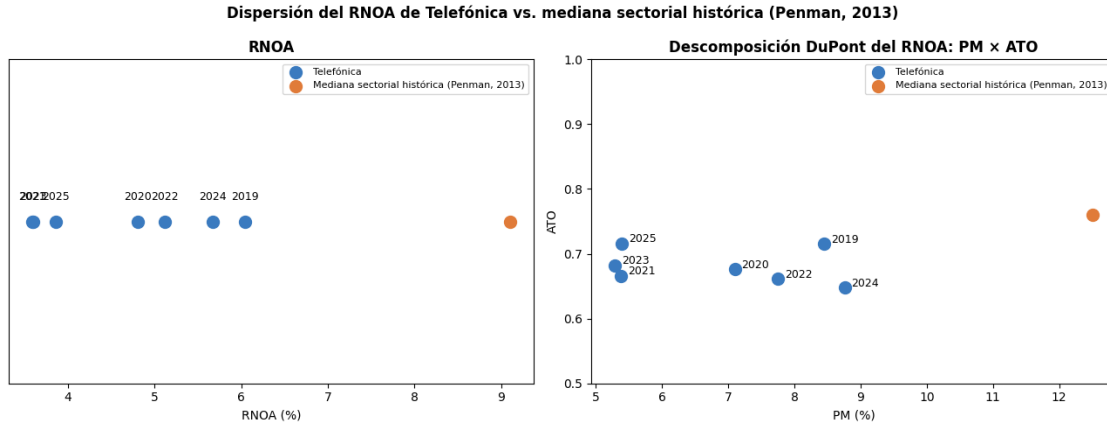


Figura 21: RNOA vs. NBC

```
[134]: rnoa = rentabilidad['RNOA']
      nbc = rentabilidad['NBC']

      fig, ax = plt.subplots(figsize=(10, 5))

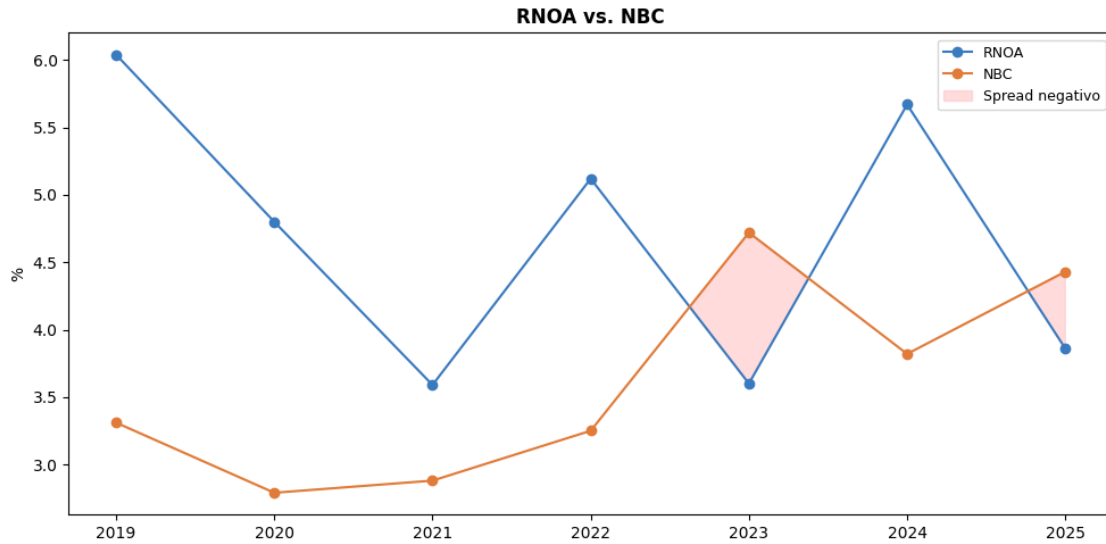
      ax.plot(años, rnoa, color='#3A7ABF', marker='o', label='RNOA')
      ax.plot(años, nbc, color='#E07B39', marker='o', label='NBC')

      rnoa_arr = np.array(rnoa)
      nbc_arr = np.array(nbc)

      ax.fill_between(años, rnoa_arr, nbc_arr,
                     where=(rnoa_arr < nbc_arr),
                     color='#FFCCCC', alpha=0.7, interpolate=True, label='Spread
      ↪negativo')

      ax.set_ylabel('%')
      ax.set_title('RNOA vs. NBC', fontweight='bold')
      ax.legend(fontsize=9)
      plt.tight_layout()

      plt.show()
```



0.6 Endeudamiento y riesgo de crédito (5.2.2)

Figura 23: Ratio NFO/EBITDA de Telefónica vs. objetivo del plan GPS

```
[135]: nfo_ebitda = [2.68, 3.00, 2.48, 2.37, 2.41, 2.53, 2.51]

fig, ax = plt.subplots(figsize=(10, 5))

ax.plot(años, nfo_ebitda, color='#3A7ABF', marker='o', label='NFO/EBITDA')

ax.fill_between(años, 2.2, 2.5, color='#BDD7EE', alpha=0.4, label='Objetivo_
↳plan GPS 2022 - 2026')

ax.axhline(y=2.2, color='#3A7ABF', linewidth=0.8, linestyle='--', alpha=0.6)
ax.axhline(y=2.5, color='#3A7ABF', linewidth=0.8, linestyle='--', alpha=0.6)

ax.set_ylabel('Ratio NFO/EBITDA (x)')
ax.set_title('Ratio NFO/EBITDA de Telefónica vs. objetivo del plan GPS',
↳fontweight='bold')
ax.legend()
plt.tight_layout()

plt.show()
```

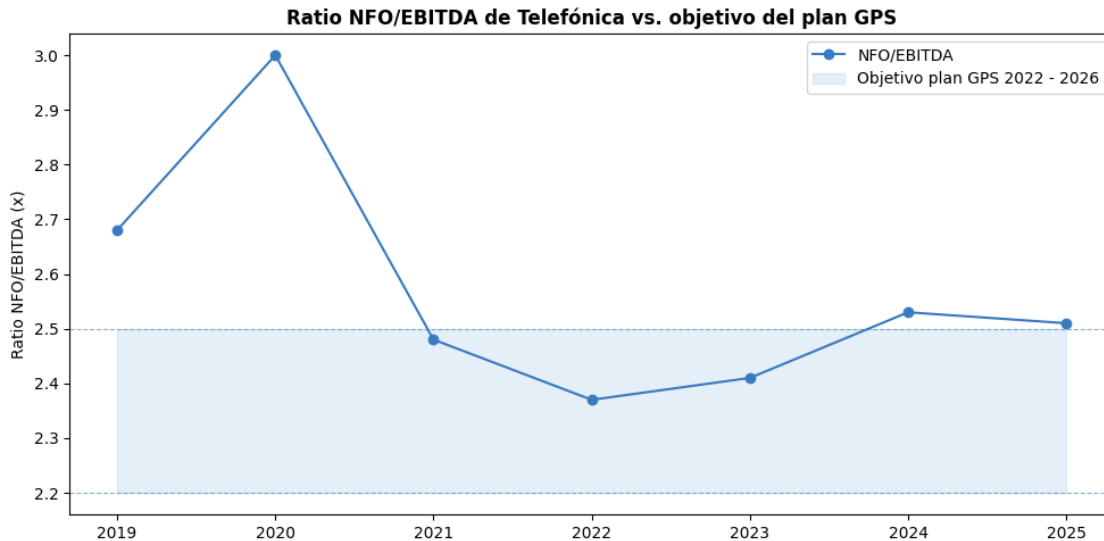


Figura 24: Evolución de la Z'' - score

```
[136]: zscore = [4.02, 4.71, 5.24, 4.75, 4.43, 4.39, 4.02]
distress = 4.35
gris = 5.85

fig, ax = plt.subplots(figsize=(10, 5))

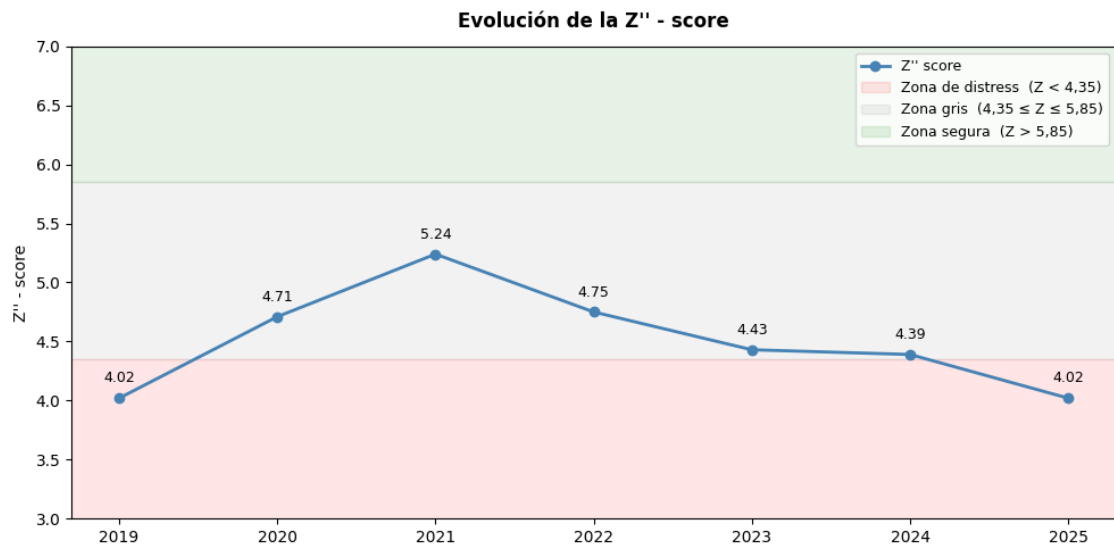
ax.plot(años, zscore, color='steelblue', linewidth=2, marker='o', markersize=6,
        label="Z'' score")

for x, y in zip(años, zscore):
    ax.annotate(f'{y:.2f}', xy=(x, y),
               xytext=(0, 10), textcoords='offset points',
               ha='center', fontsize=9)

ax.axhspan(0, distress, color='red', alpha=0.10, label='Zona de distress (Z'' < 4,35)')
ax.axhspan(distress, gris, color='grey', alpha=0.10, label='Zona gris (4,35 < Z'' < 5,85)')
ax.axhspan(gris, 7, color='green', alpha=0.10, label='Zona segura (Z'' > 5,85)')

ax.set_ylabel("Z'' - score")
ax.set_ylim(3, 7)
ax.set_title("Evolución de la Z'' - score", fontweight='bold', pad=12)
ax.legend(fontsize=9)
plt.tight_layout()
```

```
plt.show()
```



Anexo B

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, Norman Strocen Toro, estudiante de Business Analytics de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "La reorientación estratégica de Telefónica: Evaluación retrospectiva mediante un análisis financiero y previsiones futuras", 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 [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir "no he usado ninguna"]:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
4. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
5. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
6. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

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: 17 de junio de 2026

Firma: Norman Strocen