Koninklijke KPN

KPN · Revisión v3 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 21/10/2026

reference_price: 4.09 EUR

Publicación editorial: 26/10/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	8.10/10
Oportunidad:	8.20/10
NOTA FINAL:	8.10/10

COMPRA SELECTIVA

Riesgo: Medio

Red neerlandesa recurrente y dividendo atractivo; la oportunidad depende de convertir el menor despliegue de fibra en caja libre sin deteriorar servicio, competencia o deuda.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

KPN combina red fija, móvil, mayorista y servicios a empresas en un mercado nacional denso. La infraestructura, los permisos y la base instalada hacen costoso replicar su red, mientras la convergencia limita bajas. No tiene el monopolio del cliente: Odido y VodafoneZiggo compiten en precio y calidad. El despliegue de Glaspoort amplía cobertura pero es una joint venture: no atribuyo automáticamente todos sus hogares, deuda ni caja al accionista ordinario de KPN. A 5-10 años la tesis consiste en monetizar conexiones y liberar inversión, no en perpetuar el ritmo de construcción.

Primaria S 1: resultados H 1 2026, publicados 22/07/2026, páginas 1-5 y 10. FCF H 1 329 millones EUR, no 529 de un extracto automático de la presentación; capex 587 millones y EBITDA AL 1.321 millones. Guía 2026: FCF >950 millones y capex ~1.250 millones; la guía de ingresos por servicios se modera a ~1,5%. El apalancamiento al 30/06 es 2,5 veces y la liquidez cubre los vencimientos de 24 meses. La fecha del saldo no es 21/10. El informe del proveedor mezcla BPA 0,26 de portada y 0,29 de tabla; no uso su PER futuro como dato reconstruido.

El FCF corporativo ya descuenta capex de inmovilizado y software, intereses y pagos de principal de leases; no descuento leases otra vez ni resto deuda en una valoración de equity basada en ese flujo. EBITDA AL menos capex es flujo operativo antes de impuestos, intereses y circulante, no caja repartible. FCF permite ventas de activos Legacy y excluye costes M&A de transacción/integración: no certifico que todo sea recurrente. La caja recibida de participadas sólo cuenta cuando pertenece al perímetro y ya está cobrada; no añado un dividendo de Glaspoort imaginario. El cupón híbrido y la definición de deuda al 50% requieren atención antes de convertir el FCF en caja al común; mantengo esa diferencia como sensibilidad, sin fabricar un ajuste exacto. El descenso de capex esperado en 2027 es el motor; no lo añado al FCF 2026 como si hubiese ocurrido.

Alcance de financiación S 1: deuda neta APM excluye leases y reconoce 50% de híbridos; no se puede sumar sin más la deuda total del proveedor. Refinanciación no es ingreso. Dividendo previsto 2026 0,20 EUR / 4,09 = 4,89%; no el

4,62% de otra base del proveedor. Recompras reducen acciones sólo cuando se cancelan; no sumo buyback yield a un escenario por acción que ya incorpora esa reducción. Crecimiento orgánico paga red, TI y comercial en gasto y capex; no los descuento por tercera vez. Inversión en JV o adquisiciones futuras competiría con reparto. No llamo excedentaria toda la caja ni distribuyo la línea de crédito.

Valoración y exigencias del precio

Sensibilidad propia contemporánea de equity, no DCF validado: caja al común 0,24-0,32 EUR por acción y múltiplos 13-17 veces producen 3,12-5,44 EUR; central 0,28 x 15 = 4,20. Los flujos por acción son escenarios, no el cociente certificado de FCF/acciones al corte, pues el registro de acciones del proveedor discrepa de la primaria. A 4,09 se exigen 0,273 EUR a 15 veces: el precio necesita mejorar la caja 2026 o sostener un múltiplo superior. Alternativa 0,25 x 16,36 también encaja. A cinco años, escenario ilustrativo con dividendo inicial 0,20 creciendo 3% anual, terminal 4,09 creciendo 3% anual y sin recompras incrementales: riqueza 5,83 EUR aproximadamente frente 4,09. No es TIR ni pronóstico, y supone cobertura del dividendo tras reinversión y refinanciación ordenada. Adverso conjunto: caja 0,24, crecimiento nulo y múltiplo 13, terminal 3,12 con cinco dividendos de 0,18, total 4,02. Favorable: caja 0,32, múltiplo 17 y crecimiento posterior moderado; depende de ejecución. No hay probabilidades justificadas.

Orange es comparable por infraestructura europea y contabilidad after-leases, pero su geografía, crecimiento africano y MasOrange cambian capital y perímetro. Su H 1 2026 (S 2) muestra crecimiento EBITDAaL de 5%, capex/ventas 15,2% y deuda/EBITDAaL 2,4; la consolidación de España añade deuda y plusvalía. Es contraejemplo a equiparar EBITDA y beneficio económico o a asumir que toda teleco apenas crece. KPN aporta foco geográfico y densidad; pierde diversificación. No uso PER mezclados ni una media de pares como valor intrínseco. La fuente no reconstruye múltiplos homogéneos al 21/10; el contraste es fundamental.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

La objeción más fuerte a comprar es que el salto de caja sea inversión simplemente diferida mientras la competencia frena precios. La moderación de guía de servicios y el retorno de sólo 0,7% H 1 refuerzan esa objeción; la cobertura de fibra y mejora móvil la limitan, sin eliminarla. El caso contrario a esperar es que la caída prevista de capex convierta crecimiento modesto en repartos crecientes: no exige una revolución de ingresos. Compra selectiva reconoce ese puente, limitada por deuda 2,5 x, ejecución y caja al común sin certificar.

Caja al común: conciliar cupón híbrido, disposiciones Legacy y exclusiones M&A; no inventar cifra recurrente.

Conciliar acciones por fecha y base, y coste futuro/inversión de Glaspoort; afecta retorno, no identidad.

Guía de caída de capex 2027 todavía no realizada; monitorizar competencia y cash taxes.

Conclusión y justificación de las notas

8,1: recurrencia, red y convergencia sostienen calidad; competencia nacional, gasto de red y deuda reducen flexibilidad. No equiparo baja beta con bajo riesgo permanente.

8,2: dividendo previsto 4,89% y posible liberación de capex permiten retorno sin expansión de múltiplos; no concedo como realizado el crecimiento de FCF ni el yield 8,66% del proveedor.

8,1: combinación defendible para entrada selectiva a 4,09, con el límite concreto de demostrar caja adicional después de fibra y financiación. No alcanza una combinación excepcional ni se deduce de una media.

La decisión no supone cartera existente ni venta. El dividendo y crecimiento modestos ofrecen un camino razonable; la sensibilidad conjunta admite años de retorno bajo y evita Compra plena.

Por qué podemos estar equivocados: las inversiones evitadas podrían ser necesarias para sostener calidad y el dividendo no compensaría competencia. Qué dato nos haría cambiar de opinión: FCF después de leases, híbridos y costes excluidos que no aumente al bajar capex, o deuda creciente para pagar reparto en FY 2027. Qué parte de la valoración tiene menos respaldo: caja al común por acción y múltiplo terminal, no la identidad del título. Una variación pequeña del EBITDA no resuelve esas lagunas.

REVISIÓN FINANCIERA ADICIONAL AL PRIMER SELLO. Nueva consulta primaria S 3 confirma un compromiso máximo restante de cada socio de Glaspoort de 220 millones EUR al 31/12/2025, desembolsable según necesidades del presupuesto; financiación de la JV sin recurso ni garantías de sus accionistas. No es deuda consolidada adicional a sumar automáticamente, pero sí uso potencial de caja de KPN. Los dividendos de la JV requieren consentimiento y criterios; no sostengo la entrada con cobros aún no disponibles. S 4 distingue además un derecho contingente de venta de la participación: saldo 86 millones al 30/06/2026 y cobro H 1 de 34 millones. Es realización de un activo previo, no ventas recurrentes de telecomunicaciones; no añado simultáneamente saldo y cobros al valor del negocio. El resumen de resultados no permite certificar dónde cae cada cobro en FCF: pendiente conciliación, sin ajustar dos veces.

Revisé el presupuesto de caja al común frente a inversión y reparto. Con 3.772,1 millones de acciones ordinarias fuera de autocartera al 30/06 según S 1 (3.827,5 menos 55,3, no una conversión de la tabla del proveedor), 950 millones de guía FCF equivalen a unos 0,252 EUR por acción antes de posibles diferencias de cupón y exclusiones. La base de sensibilidad 0,28 necesita aproximadamente 1.056 millones: requiere mejora real, no está realizada. Sensibilizo llamada completa de 220 millones de la JV en un único año como estrés máximo histórico, no calendario comprometido al 21/10: unos 0,058 EUR por acción de caja disponible. Con flujo 0,28, quedan 0,222 antes de dividendo inicial ~0,20; no queda margen para repetir una recompra de 250 millones simultánea sin retención previa, mayor FCF o financiación. Con flujo 0,24 quedan 0,182, por debajo del dividendo 0,20: se necesita reducir reparto o usar balance. No presento esa presión como default ni como caja gratuita de refinanciación. La sensibilidad central sin recompra adicional evita ese doble uso. Una nueva financiación de 1.000 millones a 200 puntos básicos adicionales implica 20 millones de interés bruto anual, unos 0,0053 por acción antes de fiscalidad: no resto de nuevo la deuda si ya evalúo flujo al equity.

Compruebo por separado retorno y valoración: 0,28 x 15 = 4,20 es sensibilidad contemporánea; la riqueza del escenario de dividendos a cinco años es ~5,83 EUR, aproximadamente 7,4% CAGR de riqueza sin reinversión con pagos cada 21/10/2027-2031 y terminal el 21/10/2031. No es TIR ni previsión probabilística; corrige redondeo 5,81 del borrador. El terminal 4,09 creciendo 3% y los dividendos no deben coexistir con distribución total del FCF y recompras no financiadas. El adverso de caja 0,24/múltiplo 13 y dividendos reducidos sigue mostrando retorno bajo. El precio 4,09 no exige crecimiento explosivo, pero sí realizar el capex menor manteniendo calidad. La prima respecto a una teleco más endeudada no basta para justificarla sola.

Mantengo Empresa 8,1, Oportunidad 8,2, Final 8,1 y COMPRA SELECTIVA. La evidencia nueva concreta un límite de financiación que estaba reconocido sin cuantificar: puede absorber la mejora del primer año, pero no elimina el camino de cinco años porque no se trata de 220 millones anuales ni de deuda con recurso ilimitado. La selectividad exige caja después de compromisos JV/cupón y descenso de capex sin caída de servicio; elevar a Compra requeriría corroboración del crecimiento de caja al común y margen de financiación. Cambiaría de opinión si la liberación de inversión no compensa compromisos y reparto, o si se financia recurrentemente dividendo con deuda. Podemos estar equivocados si la red necesita reinversión mayor y la competencia absorbe el ahorro. Lo menos respaldado sigue siendo la caja al común normalizada y su múltiplo, no el dividendo anunciado ni los derechos económicos sobre caja retenida. Auditoría interna del mismo sistema; aprobaciones false.

Fuentes y alcance: S1: https://s202.q4cdn.com/886546970/files/doc_financials/2026/q2/KPN-Q2-2026-Press-release.pdf (disponibilidad declarada 2026-07-22; PDF web abierto, páginas1-5/10, lectura parcial; original remoto no descargado). S2: https://www.orange.com/en/press-release/orange-achieved-record-first-half-growth-both-in-revenue-35-and-ebitdaal-50-486307 (disponibilidad declarada 2026-07-28; resultado web y resumen corporativo, alcance parcial). S3: https://annualreport2025.kpn/files/KPN-integrated-annual-report-2025.pdf (disponibilidad declarada 2026-02-23; Extracto primario web sobre Glaspoort, compromisos y financiación, no PDF íntegro. Fecha publicación corroborada en comunicado IR23/02/2026.). S4: https://s202.q4cdn.com/886546970/files/doc_financials/2026/q2/KPN-Interim-Financial-Statements-2026.pdf (disponibilidad declarada 2026-07-22; Extracto primario web nota9.1, apertura completa falló por timeout.). Consulta 26/10/2026; sólo información disponible al corte 21/10/2026. Las fuentes web son consultas parciales/extractos o resúmenes: no se afirma conservar bytes remotos íntegros. Análisis propio y audit interno, no aprobación financiera/editorial.

Comparación con la ficha anterior. Empresa/Oportunidad/Final: 8,00/7,50/7,70 a 8,10/8,20/8,10. Veredicto: COMPRA SELECTIVA a COMPRA SELECTIVA. Referencia nueva: 4,09 EUR · referencia del informe (21/10/2026); anterior: 3.90 EUR · referencia del informe (14/10/2026). Se concreta la definición de caja al común después de arrendamientos, cupón, inversión y compromisos de Glaspoort. Se distingue la deuda sin recurso de la JV del máximo compromiso restante de aportación de cada socio. Se repiten resultados H1 y guía 2026; la liberación de capex posterior sigue siendo una previsión. Una referencia de 4,09 EUR no convierte el yield del proveedor en caja recurrente certificada. Compra selectiva se mantiene como juicio condicionado a financiar compromisos y reparto sin deteriorar servicio o elevar recurrentemente deuda. La mayor nota con una referencia más alta es una interpretación nueva, no una mejora de caja ya realizada. Se conservan el punto cero, las observaciones y todas las versiones anteriores.

Qué vigilamos

- Caja al común: conciliar cupón híbrido, disposiciones Legacy y exclusiones M&A; no inventar cifra recurrente.
- Conciliar acciones por fecha y base, y coste futuro/inversión de Glaspoort; afecta retorno, no identidad.
- Guía de caída de capex 2027 todavía no realizada; monitorizar competencia y cash taxes.

Fuentes y alcance

PDF | original.pdf portada y tablas; source.txt | 2026-10-21

S1 | https://s202.q4cdn.com/886546970/files/doc_financials/2026/q2/KPN-Q2-2026-Press-release.pdf | 2026-07-22

S2 | https://www.orange.com/en/press-release/orange-achieved-record-first-half-growth-both-in-revenue-35-and-ebitdaal-50-486307 | 2026-07-28

ASSUMPTION | Escenarios propios de este análisis, no hechos corporativos | 2026-10-21

S3 | https://annualreport2025.kpn/files/KPN-integrated-annual-report-2025.pdf | 2026-02-23

S4 | https://s202.q4cdn.com/886546970/files/doc_financials/2026/q2/KPN-Interim-Financial-Statements-2026.pdf | 2026-07-22

Koninklijke KPN

KPN · v3 · Report 21/10/2026 · Reference 4.09 EUR

Company 8.10/10 | Opportunity 8.20/10 | Overall 8.10/10

SELECTIVE BUY

Risk: Medium

Recurring Dutch network and attractive dividend; the opportunity depends on converting slower fibre construction into free cash flow without damaging service, competition or debt.

Business, developments and cash

KPN combines fixed, mobile, wholesale and business services in a dense national market. Infrastructure, permits and its installed base make the network expensive to replicate, while converged products reduce churn. Odido and VodafoneZiggo still compete on price and quality. Glaspoort expands coverage through a joint venture: its homes, debt and cash cannot all be attributed to KPN common shareholders. The 5-10 year thesis is to monetize connections and release investment, rather than perpetuate construction.

Primary S 1, published 22 July 2026, reports H 1 FCF EUR 329 million, capex EUR 587 million and EBITDA after leases EUR 1,321 million. The automatic presentation extract showing 529 is inconsistent with the reported 329. FY 2026 guidance is FCF above EUR 950 million and capex around EUR 1.25 billion, with service revenue growth moderated to around 1.5%. Leverage was 2.5 x and liquidity covered 24 months of maturities at 30 June, not at 21 October. The supplier report mixes EPS 0.26 on its cover and 0.29 in a table; its forward P/E is not independently reconstructed.

Corporate FCF already deducts PPE and software capex, interest and lease principal. No second lease deduction or debt subtraction is made in an equity valuation based on that cash flow. EBITDA after leases less capex still precedes taxes, interest and working capital. FCF includes certain Legacy asset disposals and excludes M&A transaction/integration costs, so it is not all certified recurring cash. Affiliate receipts count only when attributable and received; no hypothetical Glaspoort dividend is added. Hybrid coupons and the half-debt treatment of hybrids require reconciliation before calling the result cash to common shareholders. The expected 2027 capex reduction has not yet happened.

Net debt under the company APM excludes leases and recognizes 50% of hybrids, so it cannot simply be combined with supplier total debt. Refinancing is not income. Planned dividend EUR 0.20 / reference 4.09 =4.89%, versus the supplier yield on another base. Repurchases reduce shares when cancelled; buyback yield is not added to a per-share scenario already incorporating that reduction. Organic growth pays for network, IT and selling costs in expenses/capex already included. JV investment and acquisitions compete with distributions. Neither all cash nor the credit facility is declared surplus.

Valuation and price expectations

Own contemporary equity sensitivity, not a validated DCF: cash to common shareholders EUR 0.24-0.32 per share at 13-17 x gives EUR 3.12-5.44, with 0.28 x 15 =4.20 centrally. Per-share cash is a scenario, not a certified FCF/share-count quotient, because the supplier share data differ from primary data. At 4.09,15 x requires 0.273 cash per share; alternatively 0.25 at 16.36 x matches the price. The price therefore needs better cash generation or a higher multiple. A five-year illustration with dividend 0.20 growing 3%, and terminal 4.09 growing 3%, without incremental repurchases, produces aggregate wealth around EUR 5.83. This is not IRR or a forecast; it requires dividend coverage after reinvestment and orderly financing. Joint downside: cash 0.24, no growth,13 x terminal 3.12 and five dividends 0.18 gives 4.02 total. Favorable 0.32 at 17 x depends on execution; no probabilities are assigned.

Orange is selected for European network infrastructure and after-lease accounting, but geography, African growth and MasOrange change capital needs and scope. Its H 12026 primary release S 2 reports 5% EBITDAaL

growth,15.2% capex/revenue and 2.4 x leverage; Spanish consolidation adds debt and an accounting gain. This is a counterexample to equating EBITDA with economic profit or assuming all telecoms barely grow. KPN offers geographic focus and density but less diversification. No mixed P/Es or peer-average intrinsic value are used. Homogeneous multiples at 21 October were not reconstructed; this is a fundamental comparison.

Risks and monitoring

The strongest objection to buying is that the cash increase merely defers necessary network spending while competition limits pricing. Lower service-revenue guidance and H 1 growth of only 0.7% support that objection; fibre coverage and better mobile performance limit it without removing it. The strongest objection to waiting is that lower capex can turn modest operating growth into increasing distributions. Selective Buy recognizes that path, bounded by 2.5 x leverage, execution and unverified cash to common shareholders.

Reconcile hybrid coupons, Legacy disposals and M&A exclusions before calling cash recurring. Reconcile shares by date and basis and future Glaspoort investment. The 2027 capex reduction remains guidance. Competition and cash taxes can absorb its benefits.

Conclusion and independent score judgments

Company 8.1: recurring revenue, network infrastructure and convergence support quality; national competition, network spending and debt limit flexibility. Low beta does not mean low permanent-loss risk. Opportunity 8.2: the planned 4.89% dividend and potential capex release offer a return path without multiple expansion; neither FCF growth nor the supplier 8.66% yield is treated as realized. Overall 8.1: a defensible selective entry at EUR 4.09, bounded by proof of additional cash after fibre and financing. This is independent judgment, not an average. It is not an exceptional combination deserving a full Buy. No existing portfolio or sale is assumed.

Why we could be wrong: the avoided investment may be needed to maintain quality, and competition may overwhelm the dividend. What would change our mind: FCF after leases, hybrids and excluded costs failing to increase as capex falls, or rising debt to fund FY 2027 distributions. The least-supported valuation inputs are normalized cash to common shareholders and the terminal multiple. A small EBITDA change does not close those gaps.

Additional financial review after the first seal: primary S 3 confirms a remaining maximum Glaspoort contribution commitment of EUR 220 million per shareholder at 31 December 2025, payable as its budget requires. JV bank debt is non-recourse without shareholder guarantees. This is not additional consolidated debt automatically added to KPN, but it is a potential use of KPN cash. JV dividends require consent and financial criteria. S 4 also identifies the contingent receivable from the earlier stake sale: EUR 86 million carrying value at 30 June 2026 and EUR 34 million H 1 receipt. This realizes a prior asset, not recurring telecom revenue; its balance and receipts are not both added to business value. The exact FCF classification remains unverified, preventing a duplicate adjustment.

The common-share cash budget uses approximately 3,772.1 million shares outside treasury at 30 June from S 1, calculated as 3,827.5 minus 55.3, rather than converting the supplier table. EUR 950 million guidance corresponds to about 0.252 per share before possible coupon/exclusion differences. The 0.28 sensitivity needs approximately EUR 1,056 million, hence real improvement. A stress call of the full historical EUR 220 million commitment in one year, not a promised 21 October schedule, absorbs about 0.058 per share. Cash 0.28 leaves 0.222 before a dividend around 0.20, insufficient for a simultaneous repeat EUR 250 million buyback without prior reserves, higher FCF or financing. Cash 0.24 leaves 0.182, requiring reduced distributions or balance-sheet use. This is pressure, not assumed default. Refinancing EUR 1 billion at 200 basis points higher costs EUR 20 million annual gross interest, around 0.0053 per share before tax; debt is not subtracted twice.

Time and return were rechecked:0.28 x 15 =4.20 is contemporary sensitivity. Dividend-scenario aggregate wealth is approximately EUR 5.83 over five years, around 7.4% wealth CAGR without reinvestment, with payments each 21 October 2027-2031 and terminal 21 October 2031. This corrects the initial 5.81 rounding. It is not IRR or a probabilistic forecast. It cannot coexist with distributing all FCF and unfunded buybacks. The cash 0.24/13 x downside with reduced dividends still has low returns. The price does not demand explosive growth, but it does require lower capex without worse service.

The audit maintains Company 8.1, Opportunity 8.2, Overall 8.1 and SELECTIVE BUY. New evidence quantifies a financing limit already identified: it may absorb the first-year improvement, but the EUR 220 million is neither an annual charge nor unlimited recourse debt. Selectivity requires cash after JV commitments and coupons and a capex decline without operating damage. Full Buy would need corroborated cash growth and financing room. Persistent borrowing to fund dividends or failure to release cash would change the decision. Normalized common cash and its multiple remain least supported. This is an internal same-system review; financial and editorial approvals remain false.

Sources and scope: S1: https://s202.q4cdn.com/886546970/files/doc_financials/2026/q2/KPN-Q2-2026-Press-release.pdf (declared availability 2026-07-22). S2: https://www.orange.com/en/press-release/orange-achieved-record-first-half-growth-both-in-revenue-35-and-ebitdaal-50-486307 (declared availability 2026-07-28). S3: https://annualreport2025.kpn/files/KPN-integrated-annual-report-2025.pdf (declared availability 2026-02-23). S4: https://s202.q4cdn.com/886546970/files/doc_financials/2026/q2/KPN-Interim-Financial-Statements-2026.pdf (declared availability 2026-07-22). Consulted26/10/2026, using information available through21/10/2026. Web sources were partial openings, extracts or summaries rather than preserved complete remote bytes. Own analysis and internal audit, without financial or editorial approval.

Previous dated Company/Opportunity/Overall: 8/7.5/7.7; current: 8.1/8.2/8.1. The report reference is 4.09 EUR on 21/10/2026, not a live quote. The operating periods overlap with the previous report; a new interpretation of available evidence is not a newly reported quarter. The new judgment is preserved separately from previous scores. Earlier versions, baseline and observations remain intact. N/A, where present, means a score withheld for insufficient evidence rather than zero.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.