THE LONG THESIS | Vodafone Group PLC | VOD

Análisis editorial V3 · Metodología V1.0 · Publicación: 23/10/2026

Fecha del informe y precio de referencia: 23/10/2026 | 1.20 GBP | Ticker: VOD

Empresa: 6,80/10

Oportunidad actual: 6,40/10

NOTA FINAL: 6,50/10

Esperar · Riesgo: Medio-alto

Precio del informe original; no es cotización actual ni cierre bursátil verificado. Análisis propio de The Long Thesis. El ProResearch original se conserva en el expediente privado.

Negocio, beneficio y caja

Empresa 6,8. Redes, espectro, distribución y base de clientes crean escala y recurrencia, pero la conectividad madura tiene competencia y límites regulatorios al precio. África, M-Pesa y servicios empresariales ofrecen crecimiento, con divisas, minoritarios y necesidades de capital distintos de Europa. Alemania sigue siendo decisiva y su mejora apenas compensa años de baja rentabilidad. ROCE ajustado después de impuestos FY26 4,4% y previo a impuestos 6,6% no acreditan creación de valor excepcional. Los 38 años de pagos no son 38 años de aumentos ni garantía de dividendo. La integración británica puede mejorar escala; aún exige inversión y ejecución.

Referencia £1,20 por ordinaria londinense, 23/10/2026 a las 10:32:32 UTC. No son 1,20 peniques ni un ADS estadounidense. BCE anterior disponible, 22/10: 1 EUR =0,83770 GBP y 1,1205 USD; referencia equivalente 1,43249 EUR. La fijación del 23/10 se publica después de la generación y se excluye. FY26 ingresos 40.461 millones EUR, +8% reportado con consolidación Three UK; servicio orgánico +5,4% y EBITDAaL orgánico +4,5%. Operativo IFRS 2.844, no 3.149 del proveedor; pérdida atribuible a accionistas 397, mientras beneficio total es −49 y minoritarios +348. BPA ajustado 10,72 eurocéntimos no es BPA contable. En Q1 FY27 servicio +5,2%, Alemania +1,2%, EBITDAaL +6,2%.

Guía de julio EBITDAaL 13.000–13.300 y FCF ajustado 2.600–2.900: Safaricom consolidado desde 30/06 añade EBITDA pero no el mismo aumento de caja atribuible.

La referencia es una ordinaria de Londres a £1,20, equivalente a 120 peniques. Cada ADS de Nasdaq representa diez ordinarias. Un precio histórico de ADR en USD no es comparable directamente con esta referencia: no se calcula variación entre ambos ni se transforma el punto inicial sin fecha, divisa y ratio coherentes.

FY26 CFO 14.291 millones EUR no equivale a flujo propio libre. Conciliación corporativa: FCF ajustado 2.621 −espectro/licencias 404 −reestructura con circulante 213 −capex de integración 209 =FCF 1.795. Esa última cifra ya incluye leases pagados 3.542, interés total 1.696, impuestos y dividendos minoritarios 245; no se restan de nuevo. Incluye dividendos de asociadas/JV 557: no capitalizo esos cobros y añado el mismo activo financiero aparte. El FCF ajustado excluye usos reales. SBC registrada en patrimonio FY26 114 es referencia de coste, no efectivo; como sensibilidad de remuneración resta de FCF sin nueva dilución por las mismas concesiones.

Las páginas trimestrales del proveedor repiten Q1/Q2 y dejan huecos: no se construye un LTM sumando esas celdas. Su FCF yield 28,8% no es reconstruible como caja económica con la conciliación primaria, y no lo uso para afirmar baratura.

Saldo 31/03: borrowings IFRS 52.636 millones EUR incluye leases 12.388 y colateral 1.644; deuda bruta APM 38.604 y neta APM 25.411 excluyen leases. Caja de balance 8.982 más cortas 3.431 no son íntegramente excedente; colateral neto recibido 475 es reembolsable. El 30/07 se pagaron £4.300 millones (€4.900 millones) de recursos existentes por el 49% restante de VodafoneThree. No es capex gratuito ni corresponde seguir descontando un minoritario de 49% después del cierre. El 03/08 se completó la venta VodafoneZiggo; su efectivo y participación residual deben tratarse por separado y no doy un saldo actual sin puente de transacciones, moneda y financiación.

FY26 deuda neta subió 3.014 pese a FCF positivo, por compras y retorno a accionistas. El 20-F nota 22 presenta obligaciones sin descuento e incluyendo interés: borrowings 9.028 en un año, luego 5.773/5.539/7.543/6.089 por tramos anuales. No son todos principal nuevo ni se suman otra vez a leases/interés ya en caja. Revolvers sin disponer 7.600 a marzo, tramos 2028 y 2031, son capacidad condicionada y no caja. El horizonte hasta octubre de 2031 exige renovación o repago explícitos.

El cierre de VodafoneZiggo aporta €1.000 millones de efectivo destinado a reducir deuda y un 10% en Ziggo Group. Los €625 millones por servicios previstos durante diez años son ingresos futuros sujetos a prestación, no caja cobrada al cierre. No añado ese 10% como efectivo ni capitalizo ingresos y sumo su mismo activo otra vez. FY26 nota fiscal reconoce €15.248 millones de activo diferido sobre pérdidas luxemburguesas. Su realización depende de beneficio imponible futuro: no es liquidez distribuible.

La reducción fiscal propuesta podría reducir el activo en unos €640 millones sin salida cash equivalente; no convierto ese ajuste contable en coste recurrente ni considero nulo el impuesto cash.

El crecimiento de operating FCF británico mide EBITDAaL menos inversión, antes de interés e impuesto. Los £500 millones de integración previstos en cinco años son Reino Unido; no todo el gasto de reestructura del grupo. Una meta de caja operativa no garantiza igual crecimiento del flujo atribuible.

Valoración y comparación

Oportunidad 6,4. A £1,20 y unas 23.000 millones de acciones como denominador de escenario, equity de referencia ronda €32.947 millones; no certifico una cifra exacta de capital de octubre por plausibilidad. BPA futuro €0,11 daría 13,02 veces a FX de referencia, pero base/consenso no está conciliado con PER 14 y no se presume erróneo sólo por ello. Modelo 23/10/2026–23/10/2031 con FCF ajustado inicial 2.600/2.750/2.900 millones EUR creciendo 0%/5%/10%. Se restan anualmente espectro 600/500/450, SBC económica 120 y costes de reestructura/integración que se mantienen 700 adverso, bajan 700 a 300 central y 700 a 200 favorable; adverso añade 400 de inversión recurrente.

No es una normalización certificada: son supuestos explícitos contrastados con guía y costes FY26/FY27. No se vuelve a restar capital de red ordinario ni los £11.000 millones a diez años completos además del capex ya incluido. Guía usa FX propios, por ejemplo EUR/GBP 0,87, no el cambio de referencia; crecimiento CC no garantiza igual crecimiento EUR. Se sensibiliza esa diferencia, no se convierte toda la guía por un único tipo GBP. Las anualidades del modelo terminan cada 23 de octubre de 2027 a 2031; no son ejercicios contables realizados. Reconociendo la caja retenida, terminales GBP 0.341 / 1.320 / 2.228 y CAGR de precio sin distribuciones -22.25% / 1.93% / 13.18%.

No son valores actuales, objetivos, TIR de dividendos ni probabilidades. Para sólo preservar el precio con el caso intermedio y su misma caja retenida, el flujo terminal requerido es 2259.2 millones de la moneda de cuentas; retorno atractivo exige más que esa preservación nominal.

Alternativa conjunta financiada, anualidades 23/10/2027–23/10/2031: se pagan 500 millones EUR de principal propio al final de cada año con caja retenible. El resto se renueva; no supongo cierre total del mercado. Sobre 2000 millones refinanciados adicionales por año ensayo sobrecoste de 200 puntos básicos, acumulativo hasta 200 millones anuales en 2031. Cada pago previo ahorra 4% anual de interés, sin beneficio fiscal supuesto. Son tipos de sensibilidad, no cupones contratados. No se descuenta de nuevo deuda en una valoración de equity. La caja tras todos los usos permanece positiva: 1027,5 a 1969,8 millones; retenida total 7455,3.

El negocio terminal usa caja económica 2489,8, después de intereses y ahorro por los cinco repagos, sin perpetuar esos pagos voluntarios de principal. Con el mismo múltiplo 10 y acciones fijas, valor nominal terminal 1.178 GBP, CAGR de precio sin repartos -0.36%. Retener capital no lo elimina: reduce caja disponible hoy y conserva derechos sobre saldo y negocio. Un cierre general de crédito exigiría vender activos, reducir retorno o más capital; esta alternativa no demuestra poder amortizar todo.

Caja del modelo ya está después de leases, interés, minoritarios y reinversión. El principal de bonos/préstamos se supone renovado al vencer: deuda nueva sustituye vieja y net borrowing por rollover es cero. No se distribuye caja de emisiones. No hay recompra gratis ni caída automática de acciones; las nuevas adquisiciones discrecionales no son necesarias para cumplir el crecimiento modelado y, si se hacen, consumen caja o añaden financiación. Se retiene toda caja positiva de los cinco años, sin renta financiera adicional, y se reconoce junto al negocio terminal valorado a 7/10/12 veces su flujo económico terminal.

No se añade caja inicial separada porque no se ha demostrado excedente después de transacciones y obligaciones; permanece como colchón operativo del negocio, no se declara perdida. No se resta deuda otra vez de un múltiplo equity. Los dividendos realmente pagados son hechos, pero el modelo de retención no promete pagos futuros. Si se repartiera caja, habría que fecharla y reducir el saldo retenido; no sumar ambas cosas.

BT es comparable por Reino Unido, red fija/móvil, espectro y fuerte inversión, seleccionado antes de mirar múltiplos. FY26 normalised FCF £1.508 millones excluye pensiones deficitarias, espectro y específicos y la propia empresa dice que no equivale a caja distribuible. No comparo ese yield con FCF ajustado Vodafone sin completar usos; BT tiene inversión de fibra y pensiones distintas, Vodafone tiene África, divisas y minoritarios. Ambos muestran por qué menor capex futuro puede liberar caja, pero no prueba que toda reducción sea sostenible. Sin múltiplos homogéneos de equity y leases no infiero valor de la media de pares.

Financiación y riesgos

El adverso conjunto une deterioro alemán, inflación de inversión, ahorro tardío, divisas y acceso caro a renovación. La caja anual bajo esos usos puede quedar por debajo del dividendo indicativo actual: habría que reducir reparto, usar colchón o financiarlo, no mantener todo a la vez. Un coste adicional de 200 puntos básicos sobre €10.000 millones refinanciados acumula hasta €200 millones antes de impuesto al año y reduce la caja terminal y su capitalización; no es una emisión comprometida. Reservar o pagar €500 millones de principal propio cada año resta €2.500 de caja, con ahorro de intereses si se ejecuta: no se resta esa deuda una segunda vez en EV.

Sin mercado de refinanciación, la capacidad de mantener simultáneamente red, dividendos y adquisiciones no queda acreditada. Satélite y agentes IA son riesgos/oportunidades, no adopto el recorte exacto de EBITDA de un banco como hecho. VodafoneThree espera superar coste de capital sólo hacia FY32: el horizonte de cinco años no convierte el objetivo en beneficio realizado.

Los pagos ordinarios pueden competir con la integración y el espectro. La alternativa de repago parcial conserva caja positiva porque permite renovar el resto; si no se renueva, no está acreditado mantener simultáneamente toda la inversión y el reparto.

Juicio y condiciones de revisión

Nota Final 6,5: la escala y estabilización justifican interés, pero ROCE, integración, espectro y renovación de deuda limitan la convicción al precio. No es media de notas. Esperar nuevas entradas; no implica vender una posición desconocida. Por qué podemos estar equivocados: Alemania está creciendo de nuevo, África aporta demanda y controlar toda VodafoneThree permite capturar ahorros más rápido. Cambiaría con caja por acción tras espectro e integración y evidencia de retorno sobre la inversión británica, deuda posterior y liquidez financiada; una caída de precio sólo ayuda si esa tesis resiste.

Lo menos respaldado es cuánto del objetivo de FCF ajustado llega económicamente al accionista tras moneda y reinversión, y el múltiplo terminal, no la cifra publicada de ingresos.

Tres respuestas de cierre: 1) La caja económica procede de cobros de clientes y dividendos de participadas después de red, leases, interés, impuestos, minoritarios, espectro y reestructura; el EBITDA británico no la sustituye. 2) El precio necesita integración rentable y mayor caja por acción, además de refinanciación accesible; el central apenas remunera el tiempo. 3) Cambiaría ante evidencia de ROCE británico y caja propia tras costes, o precio con holgura bajo una financiación plausible. El mejor contraargumento es que Alemania y África mejoren a la vez y el control británico acelere ahorros. La atribución de caja normalizada y el múltiplo son las partes menos respaldadas.

Fuentes y alcance

FY26 resultados y conciliaciones de FCF: https://www.vodafone.com/~/media/Files/V/vodafone/corp/results-and-presentations/vodafone-fy26-preliminary-results.pdf

Q1 FY27 y guía incluyendo Safaricom: https://reports.investors.vodafone.com/view/190437252/

Compra ejecutada del resto de VodafoneThree: https://www.vodafone.com/news/newsroom/corporate-and-financial/vodafone-takes-full-ownership-of-vodafonethree

VodafoneThree: objetivos y coste de inversión: https://reports.investors.vodafone.com/vodafonethreeinvestorbriefing/1/

20-F FY2026: derechos, leases y liquidez: https://www.vodafone.com/~/media/Files/V/vodafone/corp/documents/performance/financial-results/2026/vodafone-form-20-f-2026.pdf

BCE 22 octubre: EUR/GBP y EUR/USD: https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/shared/pdf/2026/10/20261022.pdf

BT FY26: contraste de inversión y caja: https://www.bt.com/content/dam/bt-plc/assets/documents/investors/financial-reporting-and-news/quarterly-results/fy26/h2/fy26-release.pdf

UK briefing: definición y metas de caja: https://www.vodafone.com/news/newsroom/corporate-and-financial/vodafonethree-investor-briefing

Cierre VodafoneZiggo y contraprestación: https://www.vodafone.com/news/newsroom/corporate-and-financial/sale-of-shareholding-in-vodafoneziggo-completes

Corte informativo propio de cada informe, separado de la fecha editorial. Alcances de lectura y lagunas se indican en el análisis. Sensibilidades propias, sin probabilidades ni rentabilidades esperadas. Revisión interna, no auditoría independiente. Notas justificadas por separado, sin media automática. Horizonte 5–10 años.