

SECTOR: **UTILITIES**RECOMENDACIÓN: **COMPRAR**PRECIO OBJETIVO: **6,9€**ESTA COMPAÑÍA **NO SE ENCUENTRA EN NUESTRAS CARTERAS MODELO** [enlace](#)

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y recientes publicados por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre **Iberdrola**.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada en base a la información más reciente y públicamente disponible incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*, así como la última nota completa sobre la compañía. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto contiene los datos que deben ser tenidos en cuenta ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, el precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

COMENTARIOS

26/10/2016

IBERDROLA (Comprar; Pº objetivo: 6,9€; Cierre: 6,18€): Buenos resultados a pesar del Brexit.-

Principales cifras 9M'16 comparadas con el consenso de Reuters: Ingresos 21.538M€ (-9,1%), Margen Bruto 9.741M€ (+2,3%), EBITDA 5.730M€ (+4,2%) vs 5.710M€ e.; EBIT 3.257M€ (+7,6%) vs 3.251M€ e., BAI 2.764M€ (+16,4%), BNA 2042M€ (+6,4%) vs 2.016M€ estimado. La Deuda Financiera Neta se sitúa en 28.418M€ vs 28.067M€ a Dic'15. Las inversiones netas alcanzan 3.040M€ en el período, concentrándose en el negocio de Renovables y Redes (82% del total).

OPINIÓN: Después de un comienzo de año algo débil, los resultados han reafirmado la tendencia de mejora vista ya en el 2T. Además, consiguen batir expectativas. El BNA recupera la senda de crecimiento una vez se ha neutralizado el efecto del aumento en el IS (en el 1S'15 se contabilizó la reversión de una provisión fiscal de 220M€). Por negocios, el EBITDA de Redes logra aumentar en el período (2.935M€ vs 2.702M€) mientras que Generación se mantiene estable (1.734M€ vs 1.735M€) y Renovables retrocede (1.143M€ vs 1.182M€). Hay que tener en cuenta que se trata de los primeros 9M de consolidación de UIL en EEUU, lo que impacta en el negocio de Redes en dicho país. España se ve favorecida por la aprobación definitiva del nuevo marco regulatorio de la Distribución mientras que en el Reino Unido y Brasil pesa la depreciación de sus divisas (-11% y -13%, respectivamente). En el negocio de Redes, España mejora gracias al distinto mix de producción y al mayor volumen de energía vendida. El Reino Unido cae por la esterlina y también por el aumento de los costes regulatorios en Generación y Comercial así como por las menores ventas. Por su parte, México también evoluciona peor por una menor producción y menores márgenes. Por último, en Renovables, España mejora gracias a una mayor producción con mejores precios; EEUU se mantiene estable dado que la mayor producción compensa unos menores precios, el Reino Unido empeora tanto por la esterlina como por una menor producción y menores precios de

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio
Ramón Forcada Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Jesús Amador

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Avenida de Bruselas, 12
28108 Madrid

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

mercado, y Latam consigue mejorar gracias a México cuya nueva capacidad de operación compensa la debilidad de Brasil. Avanzando en la PyG esta evolución del EBITDA se ve potenciada con las coberturas de tipo de cambio (+128M€) que, unidas a una mejora del resultado financiero (el coste financiero se reduce -64 p.b. en los últimos doce meses hasta 3,46%), provocan que el BAI aumente 16%. A las 9:30h tendrá lugar un *conference call* a analistas donde explicarán estas cuentas. En cuanto a la deuda, el aumento se explica por la consolidación de UIL mientras que la depreciación de la esterlina la reduciría. En definitiva, se trata de unos resultados favorables que confirman la buena marcha del negocio así como el cumplimiento de los objetivos marcados (EBITDA>5% y BNA por encima del crecimiento del EBITDA). [Link a los resultados de la compañía.](#)

Sector: *Utilities.*

Buenos resultados a pesar del primer impacto del *Brexit*

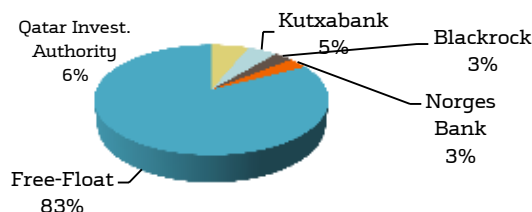
Iberdrola

Precio Objetivo: 6,9€
Recomendación: **Comprar**

Datos Básicos

Capitalización (M €): 38.282 M€
Último: 6,14 €/acc.
Nº Acciones (M.): 6.240 M acc.
Max / Min (52 sem): 4,80/6,71 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC/ IBE.SM

Accionariado



Principales cifras

	1S'15	1S'16	Var a/a	Consenso Reuters
Ingresos	16.126	14.898	-7,6%	
EBITDA	3.839	3.892	1,4%	3.815
Redes	1.816	1.895	4,3%	
Gener. y Comerc.	1.264	1.226	-3,0%	
Renovables	862	837	-3,0%	
EBIT	2.168	2.254	3,9%	2.231
BAI	1.756	1.971	12,3%	
BNA	1.506	1.457	-3,3%	1.438
DFN		27.978		
Inversión neta		1.859		

Resultados 1S'16:

El incremento del EBITDA de +1,4% se ve impulsado después por la caída de las amortizaciones y las coberturas. Esto, unido a una mejora del resultado financiero (el coste financiero se reduce -69 p.b. a 3,51%), provoca que el BAI aumente +12%. Sin embargo, el BNA termina cayendo -3,3% como consecuencia del aumento en el IS por la reversión de una provisión fiscal en el 1S'15. Este efecto debería eliminarse y la compañía espera un aumento del BNA cercano al doble dígito que, de confirmarse, superaría nuestra estimación (+4%). No obstante, preferimos no modificarla hasta valorar completamente los efectos del *Brexit*.

Se confirma nuestra expectativa de mejora de resultados después de un 1T'16 algo débil. A pesar del impacto del *Brexit*, Iberdrola mantiene su previsión de EBITDA'16 e incluso mejora la de BNA'16. Las buenas perspectivas de crecimiento y una rentabilidad por dividendo atractiva (4,7%) nos llevan a mantener la recomendación de **Comprar**.

Los resultados se han recuperado a lo largo del 2T gracias a la dilución de impactos no recurrentes y a la incorporación de UIL. Así, el negocio de Redes pasa a convertirse en el principal contribuidor al crecimiento, aspecto que se mantendrá en el conjunto del año. En cuanto a la depreciación de las divisas (-5% la libra y -25% el real), tiene un impacto de -129M€ a nivel de Margen Bruto que se compensa con +97M€ de coberturas. Por tanto, el primer impacto del *Brexit* ha sido asumible. En principio, el efecto de la depreciación de la esterlina será reducido en 2016 gracias a las coberturas. No obstante, se intensificará en la segunda mitad del año cuando se note plenamente la depreciación de la libra (-14% en lo que va de año) y afectará a sus cuentas de 2017 en adelante. Dicho esto, la mayor parte del negocio en el Reino Unido es regulado (79%) con unos marcos que contemplan compensaciones en casos de tensiones inflacionistas (provocados por la depreciación de la esterlina). Además, el hecho de que el 22% de la DFN se encuentre denominada en libras supone una cobertura natural que ayuda a proteger los ratios de endeudamiento. En definitiva, Iberdrola no es inmune a los efectos del *Brexit* pero su impacto quedará diluido gracias a su diversificación y al mayor peso de EEUU en sus cuentas. Con todo, el EBITDA británico supondrá el 23% del total este año frente al 28% de 2015.

De los resultados 1S'16 destacaríamos los siguientes aspectos del EBITDA de los negocios: (i) En el de Redes, vuelve a destacar la evolución de EEUU (+36%) por la aportación de UIL. España se recupera (+3,5%) gracias al incremento de la remuneración bajo el nuevo marco y la dilución de unas reliquidaciones positivas contabilizadas en el 1T'15. El Reino Unido continúa en negativo (-2,0%) si bien mejora respecto al 1T'16 (-3,6%) ya que también se va amortiguando el impacto de la nueva regulación que entró en vigor en abril'15 y contrarresta la devaluación de la esterlina (-5%). Sin embargo, Brasil se deteriora (-12%) por la caída de la demanda, una tarifa inferior y la devaluación del real (-25%). (ii) En Generación y Clientes, España se recupera gracias al incremento en producción e hidráulica pero sigue en negativo (-2,5%) por la menor actividad de trading de gas. En el Reino Unido sube (+1%) por la mayor producción con gas y menores costes, y en México sigue en negativo (-8%) por los menores márgenes si bien ha empezado a recuperarse gracias al incremento de tarifas. (iii) En Renovables, destaca la buena evolución en España (+23%) gracias a la mayor producción y el impacto de la cuenta a cobrar por menores precios del mercado. EEUU (+4%) crece gracias al incremento de producción a pesar de los menores precios. En cuanto al Reino Unido (-34%), se deteriora ya que tanto la producción como los precios se han reducido.

Principales magnitudes y ratios

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC'15-20
Ingresos	30.032	31.419	33.235	34.633	35.730	37.003	38.553	4,2%
EBITDA	6.965	7.306	7.869	8.234	8.543	8.907	9.316	5,0%
BNA	2.327	2.422	2.516	2.596	2.795	2.975	3.176	5,6%
BPA	0,36	0,38	0,40	0,42	0,45	0,48	0,51	
DPA	0,27	0,28	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33	
PER	15,1 x	17,1 x	15,2 x	14,7 x	13,7 x	12,9 x	12,1 x	
Rentabilidad por dividendo	4,9%	4,3%	4,7%	4,9%	5,1%	5,2%	5,4%	
ROE	6,5%	5,9%	6,0%	6,1%	6,5%	6,7%	7,0%	
DFN/FFPP	71%	69%	68%	66%	65%	63%	61%	
DFN/EBITDA	3,6 x	3,9 x	3,6 x	3,4 x	3,3 x	3,1 x	3,0 x	

Ratios 2014,15 calculados con cotización de cierre de año, resto con última cotización.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis Bankinter: **Eva del Barrio (analista principal de este informe)**

<http://broker.bankinter.com/>

Ramón Forcada Ana de Castro

Rafael Alonso Ramón Carrasco

<http://www.bankinter.com/>

Jesús Amador Pilar Aranda

Belén San José

Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

28108 Madrid

Sector: *Utilities.*

Extraño comienzo de año que debería ir "arreglándose"

Iberdrola

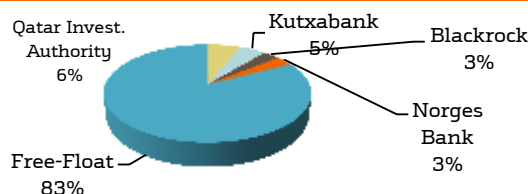
Precio Objetivo: 6,9€

Recomendación: **Comprar**

Datos Básicos

Capitalización (M €): 39.471 M€
 Último: 6,17 €/acc.
 N° Acciones (M.): 6.397 M acc.
 Max / Min (52 sem): 5,66/6,71 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC/ IBE.SM

Accionariado



Ppales cifras	1T'15	1T'16	Var a/a
Ingresos	8.781	8.185	-6,8%
EBITDA	2.136	2.008	-6,0%
Redes	967	932	-3,6%
Gener. y Comerc.	781	641	-18,0%
Renovables	428	442	3,1%
EBIT	1.344	1.249	-7,0%
BAI	1.139	1.148	0,8%
BNA	841	869	3,3%

Mantenemos la recomendación de **Comprar** después de la presentación de los resultados del 1T'16. El comienzo de año no ha sido brillante, pero pensamos que irá mejorando a lo largo del año. Por tanto, confiamos en que Iberdrola alcance sus objetivos de crecimiento al tiempo que ofrece una rentabilidad por dividendo atractiva (4,7%).

Las cifras del 1T'16 se han quedado algo por debajo de lo esperado a nivel operativo y su composición llama la atención ya que no se corresponde con la evolución esperada para el conjunto del año donde el negocio de Redes debería ser el principal contribuidor al crecimiento. En el 1T sólo el EBITDA de Renovables consigue subir mientras que Redes y Generación/Comercial caen.

En parte, esta pobre evolución se explica por el impacto de las divisas (devaluación de la libra esterlina y del real brasileño), efecto que se recupera a nivel de BNA gracias a la mejora del resultado financiero. Efectivamente, las plusvalías de las coberturas de tipo de cambio realizadas a comienzos de año sobre la esterlina y el dólar han generado 110M€ (9% del EBIT). Adicionalmente, el BNA mejora gracias a la reducción del IS.

Destacaríamos los siguientes puntos de la evolución de los negocios:

En el **de Redes**, destaca la evolución de EEUU (+5,8%) por la aportación de UIL aunque no logra compensar otros efectos negativos en EEUU por las elevadas temperaturas (fundamentalmente por menor demanda de gas) ni el mal comportamiento del resto de mercados. Brasil retrocede -5% por la caída de la demanda, tendencia que puede continuar, mientras que la evolución de España (-2,9%) y Reino Unido (-3,6%) debería remontar: en España porque la caída se explica por unas reliquidaciones positivas contabilizadas en el 1T'15 que se recuperarán en 2016, y en el Reino Unido, porque el nuevo marco regulatorio entró en vigor en abril'15. En **Generación y Clientes**, México retrocede (-15%) debido a menores márgenes, algo que ha empezado a cambiar en abril con la subida de tarifas. En España (-31,5%) la mayor producción e hidráulica se ha visto lastrada por una menor actividad de trading de gas y por sentencias favorables contabilizadas en el 1T'15. En **Renovables**, destaca la buena evolución en España (+16,8%) y EEUU (+30,1%) gracias a la mayor producción mientras que en el Reino Unido (-24,7%) tanto la producción como los precios han caído.

En definitiva, el arranque del ejercicio ha sido algo débil pero debería ir ganando tracción a medida que los efectos negativos que han impactado en el 1T se vayan diluyendo en el año. En este sentido, la compañía ha reafirmado su objetivo de crecimiento del BNA de +5%. En cuanto al riesgo de depreciación de la esterlina con motivo de un posible *Brexit*, la compañía cuenta con una cobertura natural al tener el 22% de la deuda denominado en libras además de las coberturas realizadas en el año.

Resultados 1T'16:

Principales cifras comparadas con el consenso de Reuters: Ingresos 8.184,8M€ (-6,8%), Margen Bruto 3.649,9M€ (+1,0%), EBITDA 2.008M€ (-6,0%) vs 2.082M€ e.; EBIT 1.249,5M€ (-7,0%) vs 1.331M€ e., BNA 868,7M€ (+3,3%) vs 853M€ estimado.

La Deuda Financiera Neta se sitúa en 28.274M€ vs 28.067M€ a Dic'15, el incremento se explica principalmente por la consolidación de UIL.

Las inversiones netas alcanzan 895,6M€ en el período (+51%) concentrándose en el negocio de Renovables y Redes.

Principales magnitudes y ratios

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC'15-20
Ingresos	30.032	31.419	33.235	34.633	35.730	37.003	38.553	4,2%
EBITDA	6.965	7.306	7.869	8.234	8.543	8.907	9.316	5,0%
BNA	2.327	2.422	2.516	2.596	2.795	2.975	3.176	5,6%
BPA	0,36	0,38	0,40	0,42	0,45	0,48	0,51	
DPA	0,27	0,28	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33	
PER	15,1 x	17,1 x	15,3 x	14,8 x	13,8 x	12,9 x	12,1 x	
Rentabilidad por dividendo	4,9%	4,3%	4,7%	4,9%	5,0%	5,2%	5,4%	
ROE	6,5%	5,9%	6,0%	6,1%	6,5%	6,7%	7,0%	
DFN/FFPP	71%	69%	68%	66%	65%	63%	61%	
DFN/EBITDA	3,6 x	3,9 x	3,6 x	3,4 x	3,3 x	3,1 x	3,0 x	

Ratios 2014,15 calculados con cotización de cierre de año, resto con última cotización.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis Bankinter: **Eva del Barrio (analista principal de este informe)**

Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco

Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 12

28108 Madrid

Sector: Utilities.

Sorprende con el dividendo y un PE enfocado en el crecimiento y las actividades reguladas

Iberdrola

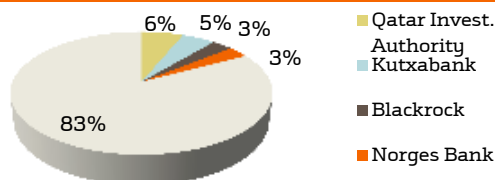
Precio Objetivo: 6,9 €

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 37.488 M€
 Último: 5,86 €/acc.
 N° Acciones (M.): 6.397 M acc.
 Min / Max (52 sem): 5,78/6,66
 Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC/ IBE.SM

Accionariado



Ppales cifras	2014	2015	2016e	2017e
Ingresos	30.032	31.419	33.235	34.633
EBITDA	6.965	7.306	7.869	8.234
BNA	2.327	2.422	2.516	2.596
% a/a	-9,5%	4,1%	3,9%	3,2%
DN/EBITDA	3,6 x	3,9 x	3,6 x	3,4 x
DN/FFPP	71%	69%	68%	66%
ROE	6,5%	5,9%	6,0%	6,1%
BPA (€/acc)	0,36	0,38	0,40	0,42
DPA (€/acc)	0,27	0,28	0,29	0,30
Rentab. dividendo*	4,8%	4,3%	4,9%	5,1%

*2014, '15 con cotización de cierre año. 2016, '17 con último cierre.

Desglose EBITDA	2015	2016e	Var a/a
Negocio Regulado	3.602	3.964	10%
Negocio Liberalizado	2.320	2.366	2%
Renovables	1.572	1.572	0%
Corporativo y otros	-188	-33	
Total	7.306	7.869	8%

Cotización	2013	2014	2015	2016
Gas Natural	38%	11%	-10%	-5%
Endesa	38%	-29%	12%	-7%
EDP	17%	21%	3%	-4%
EON	-5%	6%	-37%	-3%
Enel	1%	16%	5%	3%
EDF	84%	-11%	-41%	-25%
GDF Suez	10%	14%	-16%	-15%
Centrica	4%	-20%	-22%	6%
Iberdrola	10%	21%	17%	-9%
Ibex	21%	4%	-7%	-7%
Eurostoxx Utilities	9%	12%	-5%	-4%

PER	2013	2014	2015	Media h.	2016e
Gas Natural	12,9 x	13,4 x	12,8 x	13,0 x	12,7 x
Endesa	37,9 x	62,4 x	18,0 x	39,4 x	15,0 x
EDP	11,2 x	11,0 x	12,1 x	11,4 x	14,2 x
EON	12,2 x	n.a.	n.a.	12,2 x	n.a.
Enel	n.a.	12,4 x	66,8 x	39,6 x	12,9 x
EDF	14,0 x	15,0 x	52,2 x	27,1 x	6,2 x
GDF Suez	44,8 x	18,9 x	41,1 x	34,9 x	12,4 x
Centrica	16,6 x	21,3 x	n.a.	19,0 x	14,8 x
Media	21,4 x	22,0 x	33,8 x	25,7 x	12,6 x
Iberdrola	10,6 x	17,4 x	17,1 x	15,0 x	14,5 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y mantenemos el Precio Objetivo en 6,9€ una vez incorporadas las nuevas proyecciones en base a su Plan Estratégico 2016-2020 y al aumento del dividendo. Dicho precio implica un potencial de revalorización de +18% que justifica nuestra recomendación.

Titulábamos nuestra nota anterior como "Esperando alguna sorpresa... ahora que el viento sopla a favor" y efectivamente, las sorpresas han llegado. Primero, porque Iberdrola ha subido el dividendo antes de lo esperado: el de 2015 se fija en 0,28€ (lo que supone una rentabilidad superior al 4%) cuando esperábamos que se mantuviera estable en 0,27€. Segundo, porque ha presentado un plan estratégico con unas perspectivas de crecimiento relativamente fuertes.

La compañía aprovechó la presentación del resultado anual 2015 para dar a conocer su nuevo Plan Estratégico que abarca el periodo 2016-2020. Los principales aspectos del mismo son: (i) Inversiones de 24.000M€ centradas en los negocios regulados (70% son inversiones de crecimiento y el resto de mantenimiento); (ii) Crecimiento medio anual del EBITDA y del BDI de +6% (algo superior a +5% en 2015-2018 y +6% en 2018-2020 por la contribución de las nuevas inversiones); (iii) DFN/EBITDA 3,6x en 2018 y 3,1x en 2020 con una DFN de 30.000M€ al final del periodo; (iv) remuneración al accionista creciente con un payout entre 65% y 75%.

Iberdrola espera que todos los negocios incrementen sus resultados: el EBITDA de Renovables debería ser capaz de aumentar a un dígito simple alto gracias a la expansión offshore y al crecimiento onshore en EEUU y Reino Unido, el de Redes aumentaría a un dígito simple medio por el incremento de la contribución de EEUU principalmente, y el de Generación y Comercial registraría un aumento de dígito simple bajo gracias al crecimiento en México.

En nuestra opinión, el plan es atractivo y más ambicioso de lo esperado. Refleja una gran apuesta por el crecimiento con un impulso de las inversiones de +50% desde los niveles actuales (de 3.200M€ pasa a 4.800M€ anuales). Destacaríamos que el grueso de las mismas ya estaría comprometido (unos 22.000M€) por lo que el riesgo de ejecución es reducido. Además, se van a poder acometer sin apenas incrementar la deuda. Se espera que la DFN se sitúe en 30.000M€ en 2020 lo que supondría un aumento de 2.000M€ en relación al cierre de 2015, pero los ratios de deuda mejorarían (además dicha cifra no contempla posibles desinversiones como la venta de su participación en Gamesa que le supondría plusvalías por unos 400M€ según nuestras estimaciones).

En cuanto a los negocios, sigue centrada en las actividades reguladas, especialmente en Redes que concentran prácticamente la mitad de las inversiones (Redes 47%, Renovables 32%, Generación y Comercial 21%). Con esto, reforzaría su posición actual donde el 70% de su negocio es regulado y, por tanto, independiente de la evolución de las materias primas y de las condiciones del mercado. Esto, unido a la mayor estabilidad regulatoria, ha permitido que el actual Plan Estratégico abarque cinco años frente a los tres de los dos planes anteriores, signo de la mayor visibilidad de los negocios existente en este momento.

Por regiones, destaca la inversión en EEUU, seguida de Reino Unido y México, además de Europa (España y Portugal así como el parque eólico marino Wikinger en Alemania) y Brasil. Dicho esto, España sigue suponiendo el grueso del EBITDA (España 46%, Reino Unido 27%, EEUU 17%, México 6%, Brasil 3%) por lo que la incertidumbre política en el país puede pesar sobre su cotización.

En definitiva, consideramos Iberdrola como una oportunidad de inversión por las buenas perspectivas de los negocios y la atractiva remuneración al accionista que ofrece (rentab. div. 2016e +4,9%).

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Belén San José Pilar Aranda Ana Achau
 Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 12
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI '15-'20
Ingresos netos	31.077	30.032	31.419	33.235	34.633	35.730	37.003	38.553	4%
EBITDA	6.757	6.965	7.306	7.869	8.234	8.543	8.907	9.316	5%
EBIT	2.219	3.941	3.829	4.171	4.388	4.655	4.978	5.348	7%
BAI	1.136	3.202	2.987	3.275	3.512	3.777	4.017	4.286	7%
Resultado Neto del Grupo	2.572	2.327	2.422	2.516	2.596	2.795	2.975	3.176	6%
Tasa de variación interanual		-10%	4%	4%	3%	8%	6%	7%	

TAMI es la Tasa Anual de Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Activo No Corriente	79.590	82.451	93.986	95.088	96.097	97.119	98.157	99.215
Activo Corriente	7.739	7.878	8.238	8.468	8.919	9.202	9.530	9.929
Caja e IFT	2.458	3.441	2.441	2.441	2.441	2.441	2.441	2.441
PN	35.289	35.791	40.956	41.663	42.386	43.247	44.224	45.336
Pasivo no corriente	18.956	21.234	24.563	24.513	24.507	24.543	24.642	24.776
Deuda financiera	28.746	28.571	30.561	30.759	30.410	30.515	30.454	30.227
Pasivo corriente	6.797	8.175	8.583	9.062	10.154	10.456	10.806	11.245
Total Activo/Pasivo	89.787	93.770	104.665	105.997	107.457	108.761	110.127	111.584

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
+BNA	2.516	2.596	2.795	2.975	3.176	
+Amortizaciones	3.698	3.846	3.888	3.929	3.968	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.272	1.209	1.213	1.279	1.360	
- Inversiones en activos fijos	-4.800	-4.800	-4.800	-4.800	-4.800	
- Inversiones en circulante	249	641	20	22	40	VR
= CFL Operativo	2.935	3.491	3.116	3.404	3.744	91.502

WACC 5,63%
g 1,25%

EV 80.025
-Deuda Neta -28.336
-Minoritarios -3.246
EqV 48.443
Nº acciones 6.240

Estimación DFC 7,8 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 6,9€ en función de dos métodos de valoración con igual ponderación: descuento del dividendo y descuento de flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Crecimiento 2021-2026
Dividendo por acción	0,28	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33	3,5%
% a/a	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,4%	Crecimiento 2026-2031 3,0%
Ke	6,6%						
Estimación DDM	6,1 €/acción						

Precio Objetivo

	Valoración	Ponderación
Valoración DFC	7,8	50%
Valoración DDiv	6,1	50%
Precio objetivo	6,9	PER'16 implícito 17,2 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe) Belén San José Pilar Aranda Ana Achau <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre <http://www.bankinter.com/>
 Avda de Bruselas, 12
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>