

Sector: Utilities.

REE

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **19,0 €**
 Potencial: **20,9%**

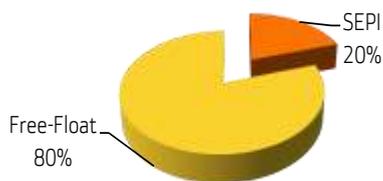
Analista: Aránzazu Bueno

Visibilidad en generación de caja y alta rentabilidad por dividendo

Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.517 M€
 Último: 15,74 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 541 M acc.
 Max / Min (52 sem): 19,74/13,105 €/acc.
 Rentabilidad YTD: -10,6%
 Cód. Reuters / Bloomb. REE MC / REE SM

Accionariado



Los resultados 9M'20 muestran una caída en BNA (-4%) consecuencia de menores ingresos regulados para el transporte de electricidad. Esta caída no sorprende al mercado que ya contaba con este **recorte en el retorno regulado** anunciado por la CNMC a finales de 2019. **Los inversores valoran muy positivamente la alta visibilidad en generación de caja y la capacidad de pago de dividendos de REE.** El negocio regulado de transporte no está sujeto a riesgo de demanda. Los ingresos se determinan en función de un retorno sobre la base de activos regulados y son independientes de la evolución de la actividad económica. **El negocio de satélites de Hispasat también proporciona visibilidad** al estar soportados por contratos a largo plazo. Los objetivos del Plan Estratégico 2022 de Red Eléctrica siguen siendo válidos tras los resultados 9M'20, que se ven muy poco afectados por el Covid-19. A pesar de los recortes regulatorios ya conocidos para el periodo 2020-25 que llevarían a recortes en el dividendo, a los precios actuales de mercado **la rentabilidad por dividendo de REE se mantendría por encima del 5,0%** en el periodo vs 6,4% actual. Por estos motivos pensamos que la acción lo seguirá haciendo bien en el actual entorno de mercado. Mantenemos la recomendación de Comprar con Precio Objetivo 19,00€/acción para diciembre 2021.

| Ppales cifras | 2019 | 2020e | 2021e |
|---------------------|-------|-------|-------|
| Ingresos | 2.007 | 2.014 | 2.067 |
| EBITDA | 1.582 | 1.552 | 1.565 |
| BNA | 719 | 655 | 659 |
| Deuda Neta | 6.026 | 6.211 | 6.252 |
| FFO | 1.258 | 1.217 | 1.295 |
| BPA (€/acc) | 1,33 | 1,21 | 1,22 |
| DPA (€/acc) | 1,05 | 1,00 | 1,00 |
| PER | 11,8 | 13,0 | 12,9 |
| Rentabilidad divid. | 6,7% | 6,4% | 6,4% |
| Pay Out | 79% | 83% | 82% |
| Deuda Neta/EBITDA | 3,8 x | 4,0 x | 4,0 x |

Resultados 9M'20: Caída en BNA (-4%) por recorte en ingresos regulados

Resultados en línea con el consenso a nivel operativo y batiendo estimaciones en BNA EBITDA 1.155M€ (-0,1%) vs 1.154M€ est.; BNA 507M€ (-4,2%) vs 500M€ est.; Fondos Generados por las Operaciones (FFO) 975M€ (-1,6%); Deuda Neta 6.468M€ vs 6.026M€ en diciembre 2019.

Caída en BNA (-4%) por menores ingresos regulados. El nuevo marco regulatorio 2020-25 incluye un recorte en el retorno regulado de transporte de electricidad para 2020 (6,00% vs 6,5% ant.) Las mejoras en eficiencia, un menor coste de la deuda y la contribución de Hispasat (consolidada desde 4T'19) y de las filiales internacionales permiten mitigar en parte este impacto.

Fortaleza de balance: ratio Fondos generados por operaciones (FFO)/Deuda neta en 19,2% y Deuda Neta/EBITDA de 4,1x

Inversiones al alza por la adquisición del 50% de la sociedad de transporte de electricidad brasileña Argo por 374M€.

| Nueve meses | 9M19 | 9M20 | Varia. |
|---------------------|-------|-------|--------|
| EBITDA | 1.156 | 1.156 | 0,0% |
| BNA | 529 | 507 | -4,2% |
| FFO | 990 | 975 | -1,6% |
| Cash Flow Operativo | 728 | 766 | 5,3% |
| Inversiones | 464 | 677 | 45,7% |
| Deuda Neta | 4.973 | 6.468 | 30,0% |
| Dividendos | 531 | 531 | 0,0% |

El Plan Estratégico 2022 sigue siendo válido. Sin impacto material por Covid 19

En su Plan Estratégico REE espera un BNA para 2022 en niveles similares a los de 2019 (700M€) y en DPA mínimo de 1,0€/acción (1,05€/acción en 2019). Tras los resultados de 9M'20, los objetivos siguen siendo válidos.

Rentabilidad por dividendo superior al 5,0% en 2020-25

A partir de 2024 el DPA se verá negativamente afectado por un nuevo recorte en los ingresos regulados. En este año, se reduce la base de activos regulados por amortización de los activos anteriores a 1998. El DPA podría recortarse hasta 0,80 vs 1,00€/actual. La rentabilidad por dividendo se situaría en 5,0% vs 6,4% actual.

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Opinión: Comprar, Precio Objetivo 19,00€/acción.

Resultados 9M'20 en línea con las estimaciones del consenso y con un impacto muy modesto del Covid-19 en las cuentas del grupo. La caída en BNA es consecuencia del recorte en ingresos regulados. A finales de 2019, el regulador (la CNMC) publicó su propuesta final de ingresos regulados para 2020-25, por lo que esta caída era esperada por el mercado. El negocio regulado de transporte de electricidad no se ve afectado por la parálisis en la actividad económica como resultado del Covid-19. Los ingresos regulados se establecen en base a un retorno sobre la base de activos y son independientes del ritmo de actividad. El negocio de satélites de Hispasat también proporciona visibilidad, ya que descansa sobre la base de contratos a largo plazo. En el actual contexto de mercado, los inversores valoran positivamente la alta visibilidad en generación de caja y capacidad de pago de dividendos de REE. Por estos motivos, mantenemos la recomendación de Comprar con Precio Objetivo 19,00€/acción.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

| | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | TAMI '19-'25 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Ingresos netos | 2.007 | 2.014 | 2.067 | 2.081 | 2.085 | 1.833 | 1.831 | -1,5% |
| EBITDA | 1.582 | 1.552 | 1.565 | 1.635 | 1.660 | 1.411 | 1.441 | -1,9% |
| EBIT | 1.081 | 998 | 991 | 1.052 | 1.073 | 838 | 868 | -4,2% |
| Resultado Neto del Grupo | 719 | 655 | 659 | 703 | 716 | 541 | 566 | -4,6% |

Resumen Balance de Situación

| | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | TAMI '19-'25 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| Activo No Corriente | 9.304 | 11.105 | 11.235 | 11.428 | 11.284 | 11.154 | 11.024 | 3,1% |
| Activo Corriente | 1.137 | 1.458 | 1.487 | 1.517 | 1.547 | 1.578 | 1.610 | 5,6% |
| Caja e IFT | 767 | 329 | 329 | 329 | 329 | 329 | 329 | -13,2% |
| Total Activo/Pasivo | 11.232 | 12.961 | 13.121 | 13.343 | 13.229 | 13.130 | 13.032 | 2,6% |
| FFPP | 3.361 | 3.726 | 3.840 | 3.995 | 4.162 | 4.260 | 4.357 | 4,0% |
| Pasivo no corriente | 1.315 | 1.408 | 1.408 | 1.408 | 1.408 | 1.408 | 1.408 | 1,1% |
| Deuda financiera | 5.450 | 6.540 | 6.581 | 6.644 | 6.359 | 6.157 | 5.958 | 2,1% |
| Otros Pasivos | 1.106 | 1.287 | 1.291 | 1.296 | 1.300 | 1.305 | 1.309 | 2,8% |

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

| | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | VR |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|---------------|
| = EBITDA | 1.565 | 1.635 | 1.660 | 1.411 | 1.441 | |
| - Impuesto sobre Beneficio Operativo | -248 | -263 | -268 | -209 | -217 | |
| =NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos) | 1.318 | 1.372 | 1.392 | 1.201 | 1.224 | |
| - Inversiones en activos fijos | -730 | -800 | -595 | -595 | -595 | |
| +/- Inversiones en circulante | -25 | -25 | -26 | -27 | -27 | |
| Flujo de Caja Operativo | 563 | 547 | 771 | 580 | 602 | 17.251 |

WACC 4,5%
g 1,0%

| | |
|---------------------------|----------------------|
| Valor Presente Flujos | 15.920 M€ |
| Participadas | 700 M€ |
| Deuda Neta | -6.211 M€ |
| Minoritarios | -194 M€ |
| Valor | 10.300 M€ |
| Número de acciones | 541,1 |
| Valor de la Acción | 19,0 €/acción |

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,0€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER 2020 implícito
15,7

EV/EBITDA 2020 implícito
10,3

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

| WACC/g | 0,6% | 0,8% | 0,9% | 1,0% | 1,1% | 1,2% | 1,3% | 1,4% |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 3,7% | 24,5 | 25,5 | 26,6 | 27,8 | 29,1 | 30,5 | 32,0 | 33,7 |
| 3,9% | 22,3 | 23,2 | 24,1 | 25,2 | 26,3 | 27,5 | 28,8 | 30,2 |
| 4,1% | 20,3 | 21,1 | 22,0 | 22,9 | 23,8 | 24,9 | 26,0 | 27,1 |
| 4,3% | 18,6 | 19,3 | 20,0 | 20,8 | 21,7 | 22,6 | 23,5 | 24,5 |
| 4,5% | 17,0 | 17,7 | 18,3 | 19,0 | 19,8 | 20,6 | 21,4 | 22,3 |
| 4,7% | 15,7 | 16,2 | 16,8 | 17,4 | 18,1 | 18,8 | 19,5 | 20,3 |
| 4,9% | 14,4 | 14,9 | 15,4 | 16,0 | 16,6 | 17,2 | 17,8 | 18,5 |
| 5,1% | 13,3 | 13,7 | 14,2 | 14,7 | 15,2 | 15,8 | 16,3 | 16,9 |
| 5,3% | 12,2 | 12,6 | 13,1 | 13,5 | 14,0 | 14,5 | 15,0 | 15,5 |

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabero - Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable