

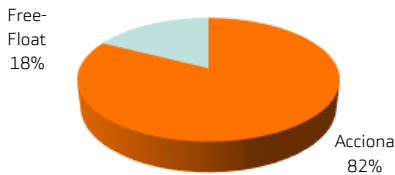
Retrasos en capacidad y menores precios de la energía. Cambiamos recomendación a Neutral

Acciona Energía

Datos Básicos

Capitalización (M€): 9.601 M€
 Precio (ciere 17.07.2023): 29,16 €/acc.
 N° Acciones (M): 329 M acc.
 Max/Min (año): 44,20/27,14
 Rentabilidad YTD: -19,50%
 Cód. Reuters/Bloomberg ANE.MC / ANE.SM

Accionariado



Reducimos estimaciones y Precio Objetivo de la compañía. Dos motivos explican esta revisión a la baja. En primer lugar el objetivo de llegar a 20GW de capacidad para 2025 nos parece difícil de conseguir a la vista de los retrasos en el desarrollo de proyectos y las trabas burocráticas en algunos países. Llegarán a este objetivo de 20GW con unos 12 o 18 meses de retraso sobre el plan inicial, es decir para finales de 2026 o mediados de 2027. Ahora nos parece más razonable que la capacidad se quede entre 17GW o 18GW para 2025. En segundo lugar, un entorno de precios de la energía menos favorable que hace unos meses. Por ejemplo el precio *forward* en España de la electricidad es ahora 90€/MWh vs 150€/MWh a finales de 2022). De esta manera, **el EBITDA del grupo se situaría por debajo de los 1.500M€ para 2025 en vez de los 1.680M€ anteriormente estimado.** Además los resultados contables de 2023 se verán negativamente afectados por los cambios en los parámetros de las bandas para la actividad regulada. **Recortamos el Precio Objetivo hasta 35,20€/acción desde 46,20€/acción anterior.** A pesar de que por valoración nos sigue pareciendo atractiva la acción a estos niveles (+20% de potencial), cambiamos la **recomendación a Neutral desde Comprar.** Pensamos que la revisión a la baja de las guías por parte del equipo gestor y un entorno menos favorable de los precios de la energía restan atractivo a la acción y podría perder impulso durante un tiempo.

EBITDA	2022	2023e	2024e
Nacional	52,8%	77,0%	81,5%
Internacional	47,2%	23,0%	18,5%
Pples Cifras	2022	2023e	2024e
Ingresos	4.351	3.802	3.656
EBITDA	1.653	1.285	1.430
BNA	759	485	545
Deuda Neta	2.021	2.977	3.636
BPA	2,30	1,47	1,66
DPA	0,7	0,5	0,7
PER	12,7	19,8	17,6
Rentab. dividendo	2,4%	1,8%	2,3%
Deuda Neta/EBITDA	1,2 x	2,3 x	2,5 x
Primer Semestre	6M 22	6M 23est	Var.
Total Capacidad (MW)	11.212	12.300	10%
Capac. Consol. (MW)	9.328	10.447	12%
Factor de carga (%)	28,1%	31,0%	10%
Producción Consol	10.247	11.231	10%
Precio Medio (€/MWh)	116,2	79,0	-32%
Precio España	169,4	100,0	-41%
Precio Internacional	67,2	61,0	-9%
EBITDA	909	760	-16%
BNA	390	282	-28%
Deuda Neta	2.049	2.411	18%

Retrasos en la capacidad instalada.

El Plan Estratégico de Acciona Energía contemplaba llegar a una capacidad instalada total de 20GW en 2025 frente a los 10,7GW a finales de 2020. A más largo plazo, aspiraba a superar los 30GW para 2030. Para ello cuenta con un *pipeline* de 38GW de los cuales 19GW eran proyectos maduros y otros 19GW en un estado menos desarrollado. Sin embargo, los retrasos en el desarrollo de ciertos proyectos y las trabas burocráticas en algunos países han llevado a una demora en la instalación de la nueva capacidad. Por estos motivos, ahora nos parece más razonable que la capacidad se sitúe entre 17GW o 18GW para 2025. Llegarán al objetivo de 20GW, pero con unos 12 o 18 meses de retraso, es decir para finales de 2026 o mediados de 2027.

Entorno menos favorable de precios de la electricidad

La crisis energética en Europa parece, al menos por el momento, superada y los precios de la electricidad se han moderado substancialmente. Una menor demanda en el zona euro (debido a la desaceleración económica, el ahorro en los hogares y un clima más suave y benigno), junto con una mayor oferta de GNL desde EEUU y Qatar, unos altos niveles de almacenamiento y una menor demanda desde China han provocado una tendencia bajista en el precio del gas en Europa y, por tanto, de los precios de la electricidad. En esta línea, los precios *forward* de la electricidad en España se encuentran en la actualidad en el entorno de 90€/MWh en comparación con más de 150€/MWh a finales de 2022. En cuanto a los *hedging* acordados para el mercado español, en 2023 Acciona tenía aproximadamente la mitad de su producción cerrada a un precio medio de alrededor 122€/MWh. Para 2024, este precio medio se sitúa entre 70 y 80€/MWh y entre 60 y 70€/MWh para 2025. En 2022 la crisis energética provocada por la guerra de Ucrania llevó a que el precio medio capturado en España fuese de 149,2€/MWh.

Revisión a la baja de las estimaciones 2025

La combinación de una capacidad instalada menor de lo inicialmente estimado y un entorno menos favorable de precios de la electricidad, nos llevan a revisar a la baja nuestras estimaciones para 2025. Desde un EBITDA inicialmente previsto de 1.680M€, estimamos ahora un nivel de 1.480M€, lo que supone un recorte de -12%. La tendencia que vemos en los resultados del grupo es la de una capacidad y producción en aumento, pero con un precio medio inferior, al menos en el periodo 2022-25.

Impacto puramente contable del cambio en los parámetros de las bandas regulatorias

Aproximadamente el 25% de la producción en España está sujeta a regulación. Estos activos tienen una rentabilidad asegurada del 7,4% durante su vida útil regulatoria. Si la rentabilidad real capturada es superior la empresa tendría que devolver el exceso al Gobierno y si es inferior, es el Gobierno quien tiene que compensar. Cada tres años se realizan ajustes bilaterales. Desde el punto de vista contable, el Gobierno establece el precio al que tienen que registrar la energía producida por estos activos en estos tres años. Desde un punto de vista de caja, la venta se hace directamente al *pool*, o por contratos a plazo o se cubre con derivados y, por tanto, el precio obtenido es distinto al contable registrado. El pasado 29 de junio, el Gobierno cambió y redujo estos parámetros. Para 2023 es ahora 109€/MWh (vs 208€/MWh anteriormente), para 2024 es también 109€/MWh (vs 230€/MWh ant.) y para 2025 se establece en 89€/MWh (78€/MWh ant.). El impacto de este cambio en el EBITDA del grupo en 2023 será de unos 200M€. Es un cambio puramente contable y sin efecto relevante en generación de caja. El motivo del cambio es establecer una senda de precios más realista de la electricidad que reduzca la necesidad de ajustes posteriores.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 35,20/acción

Tras el recorte de estimaciones, reducimos el Precio Objetivo **hasta 35,20€/acción desde 46,20€/acción.** A pesar de que por valoración nos sigue pareciendo atractiva la acción a estos niveles (+20% de potencial), cambiamos la **recomendación a Neutral desde Comprar.** Pensamos que la revisión a la baja de las guías por parte del equipo gestor y un entorno menos favorable de los precios de la energía restan atractivo a la acción y podría perder impulso por un tiempo.

Evolución bursátil



Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI 2022-28
Ingresos netos	4.351	3.802	3.656	3.783	4.040	4.231	4.386	0,1%
EBITDA + Puesta en Equivalencia	1.653	1.285	1.430	1.480	1.550	1.659	1.749	0,9%
EBIT	1.225	834	939	954	994	1.073	1.138	-1,2%
BNA	759	485	545	532	573	620	675	-1,9%

Resumen Balance de Situación

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI 2022-28
Activo No Corriente	10.426	11.762	12.829	13.862	14.908	16.005	16.016	7,4%
Activo Corriente	1.221	1.389	1.518	1.655	1.687	1.719	1.752	6,2%
Caja e IFT	612	612	612	612	612	612	612	0,0%
Total Activo/Pasivo	12.259	13.763	14.960	16.129	17.207	18.336	18.380	7,0%
Patrimonio Neto	6.261	6.615	6.985	7.325	7.692	8.091	8.525	5,3%
Pasivo no corriente	1.631	1.631	1.631	1.631	1.631	1.631	1.631	0,0%
Deuda financiera y Deuda empresas grup	2.429	3.589	4.248	4.955	5.617	6.297	5.856	15,8%
Pasivo corriente	1.938	1.928	2.096	2.218	2.267	2.317	2.369	3,4%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Valor Residual
+EBITDA	1.172	1.314	1.362	1.429	1.534	1.621	
- Impuestos/Beneficio Operativo	-209	-235	-239	-249	-268	-285	
= NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	964	1.080	1.123	1.180	1.266	1.337	
- Inversiones Activo Fijo	-1.775	-1.546	-1.546	-1.590	-1.670	-610	
-/+ Variación circulante	56	38	-14	18	18	18	
= CFL Operativo	-755	-428	-437	-392	-386	745	22.397
WACC	6,4%						
g	3,0%						
Valor Presente Negocio Consolidado	14.544						
+ Valor Filliales	1.145						
- Deuda Neta & otros ajustes	-2.977						
- Minoritarios	-1.121						
EqV	11.591						
Nº acciones (M)	329,3						
Estimación DFC	35,2 €/acción						
		PER'24e implícito				EV/EBITDA'24e implícito	
		21,3				10,2	

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 35,20€/acción en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Matriz de Sensibilidad de la Valoración por Flujos de Caja

WACC/g	2,2%	2,4%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%
6,8%	22,0	23,6	27,3	29,4	31,7	34,3	37,3	40,6
6,7%	23,0	24,6	28,5	30,7	33,2	36,0	39,1	42,7
6,6%	23,9	25,7	29,8	32,1	34,8	37,7	41,1	44,9
6,5%	25,0	26,8	31,1	33,6	36,4	39,6	43,2	47,3
6,4%	26,0	28,0	32,5	35,2	38,2	41,6	45,5	49,9
6,3%	27,2	29,2	34,0	36,9	40,1	43,7	47,9	52,7
6,2%	28,4	30,5	35,6	38,7	42,1	46,0	50,5	55,8
6,1%	29,6	31,9	37,3	40,6	44,2	48,4	53,3	59,0
6,0%	30,9	33,4	39,1	42,6	46,5	51,1	56,4	62,6

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
26/02/2023	Comprar	46,2 €
03/08/2022	Comprar	48,9 €
06/06/2022	Comprar	40,4 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente 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, PER teórico.
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS:

- Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías.](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología
Pedro Echeguren – Farma & Salud	Pilar Aranda – Petróleo	Juan Moreno – Inmobiliarias e infraestructuras
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Aránzazu Cortina – Industriales	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Pedro Ribeiro – Portugal	Carlos Pellicer – Alimentación & Distribución
Jorge Pradilla – Logística y ciberseguridad		
Eduardo Cabero – Seguros		

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.