

Sector: Utilities.

El retraso en los objetivos del Plan Estratégico está ya descontado en el precio

Iberdrola

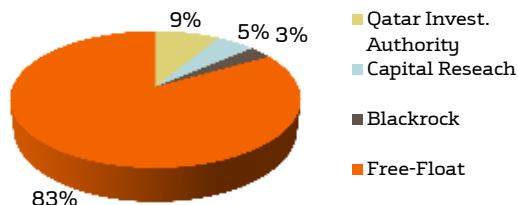
Precio Objetivo: 6,6 €

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 38.255 M€
 Último: 5,98 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 6.397 M acc.
 Min / Max (52 sem): 5,526/7,298
 Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC / IBE.SM

Accionariado



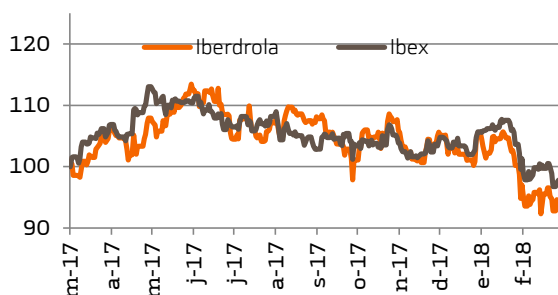
Ppales cifras	2016	2017	2018e	2019e
Ingresos	29.215	31.263	33.627	35.647
EBITDA	7.808	7.319	8.920	9.341
BNA	2.705	2.804	2.824	2.929
Deuda Neta	35.384	37.629	39.297	40.705

Desglose EBITDA	2017	2018
Redes distribución y transporte	57%	57%
Generación y comercial	22%	24%
Renovables	21%	19%

Ppales ratios	2016	2017	2018e	2019e
BPA (€/acc)	0,43	0,45	0,45	0,47
DPA (€/acc)	0,31	0,32	0,33	0,34
Pay Out (%)	72%	71%	73%	72%
PER	13,8	13,3	13,2	12,7
Rentab. Dividendo	4,7%	5,2%	5,4%	5,5%
DN/EBITDA	3,8x	3,8x	4,5x	4,0x

Plan Estratégico	2017	2022	TAMI
RAB en redes (M€)	29.000	40.000	6,6%
Capacidad Renovables (GW)	29.100	36.200	4,5%
Generación regulada (GW)	5.800	10.600	12,8%
Capa. Renovables + regulada	34.900	46.800	6,0%
Gastos Operat./Magen Bruto (%)	31%	26%	-3%
EBITDA	7.319	11.750	9,9%
BNA	2.804	3.600	5,1%
DPA (€/acc)	0,32	0,40	4,6%
Deuda Neta	37.629	42.629	2,5%
FFO/Deuda Neta	21%	24%	
ROE	7,8%	8,8%	

Evolución bursátil vs Ibex (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

2017 ha sido un año complicado a nivel operativo. El EBITDA homogéneo sufría una caída del 10% afectado por los bajos niveles de lluvia y viento en España, la debilidad del negocio en Reino Unido, las tormentas en EE.UU. y la fortaleza del euro. El BNA sube (+3,7%) gracias a la aportación de plusvalías extraordinarias. Tras la debilidad del 2017 y ante el previsible recorte de los ingresos regulados en España, el equipo gestor ha realizado una actualización del Plan Estratégico en los que retrasa la consecución de los objetivos de BNA (hasta 2022 desde 2020). Sin embargo, mantenemos la recomendación de Comprar por 2 motivos: (i) El entorno operativo del grupo empieza a mejorar en 2018; (2) El precio de la acción ya recoge estos retrasos en el Plan Estratégico.

2017: Año difícil a nivel operativo con plusvalías extraordinarias.

2017 ha sido un año complicado para IBE a nivel operativo (EBITDA comparable -10%) debido a: (i) Desfavorables condiciones meteorológicas en España: sequía (-56% producción hidroeléctrica) y poco viento; (ii) Debilidad en el negocio de generación en Reino Unido (problemas de morosidad y menor demanda por un clima suave); (iii) Tormentas en EE.UU (coste de 109M€); (iv) Depreciación del dólar y la libra frente al euro. El buen comportamiento del negocio en México, Brasil y del negocio de redes en EEUU no fue suficiente para compensar estos impactos. El BNA sube un 3,7% gracias a la aportación de plusvalías extraordinarias (reforma fiscal en EEUU y fusión Gamesa-Siemens). Iberdrola ha aprovechado estas plusvalías para sanear el valor de alguno de sus activos (almacenamiento de gas en EEUU, activos de Brasil...) y para provisionar el coste de las medidas encaminadas a mejorar la eficiencia operativa del grupo.

Actualización del Plan Estratégico (PE). Retraso en los objetivos BNA

Principales objetivos del PE 2022: EBITDA entre 11.500 y 12.000M€ (TAMI 2017-22 +7,2% en términos proforma); BNA entre 3.500 y 3.700M€ (TAMI 2017-22 +5,1%) y DPA en el entorno de 0,40 €/acción (TAMI +4,6%). Los motores de este crecimiento son una fuerte actividad inversora en el periodo - con énfasis en redes y en renovables- y la aplicación de medidas de mejora de eficiencia operativa. Las principales acciones son: (i) Crecimiento de la base de activos regulados (RAB) en de redes en un 38% hasta 40.000M€; (ii) Aumento de la capacidad de renovables y en generación regulada en 11.900GW (+34%); (v) Reducción del ratio Gasto Operativo Neto sobre Margen Bruto desde 31% hasta el 26% en 2022. Para financiar este ambicioso plan inversor (32.400M€ de capex y 4.000M€ en costes capitalizados) y la distribución de dividendos a los accionistas (12.200M€), IBE confía en generar 40.600M€ en Cash Flow en el periodo, vender activos por valor de 3.000M€ y limitar el incremento de la deuda a 5.000M€.

La fortaleza del euro, el previsible recorte en ingresos regulados en España y la debilidad del negocio en Reino Unido han resultado en un escenario peor que el previsto hace un año, cuando IBE realizó la última actualización de su PE. Iberdrola ha acelerado el ritmo inversor y ha decidido llevar a cabo un plan de recorte de costes y de venta de activos para hacer frente a este escenario más adverso. Aun así, el objetivo de 3.500M€ de BNA en 2020 incluido en el Plan anterior se sitúa ahora en un rango de 3.500/3.700M€ para 2022. Además, el nuevo objetivo BNA 2022 es exigente (TAMI 2017-22 de 5,1%).

Opinión: Recomendación Comprar . Precio Objetivo: 6,60€/acción

Tras un año 2017 complicado a nivel operativo, con un euro fuerte y la posibilidad de recortes en el negocio regulado en España, IBE ha puesto en marcha un ambicioso plan de recorte de costes operativos y ha acelerado el ritmo inversor. El nuevo Plan Estratégico incluye un retraso en términos de BNA frente al Plan anterior. Sin embargo, decidimos mantener la recomendación de Comprar por dos motivos. En primer lugar porque el entorno operativo del grupo empieza a mejorar de cara a 2018. En segundo, porque tras el recorte en precio, los niveles actuales ya incorporan este retraso en los objetivos.

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Eva del Barrio Jesús Amador Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Pilar Aranda (Asesoramiento)
 Esther G. de la Torre Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Elena Fernández-Traipiella

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
 Avda de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '17-'22
Ingresos netos	29.215	31.263	33.627	35.647	37.969	39.369	41.231	6%
EBITDA	7.808	7.319	8.920	9.341	10.019	10.525	11.033	9%
EBIT	4.554	2.713	5.329	5.571	6.069	6.399	6.771	20%
Resultado Neto del Grupo	2.705	2.804	2.824	2.929	3.234	3.233	3.352	3%

TAMI es la Tasa Anual de Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	
Activo No Corriente	95.980	97.245	99.810	102.566	105.214	107.640	109.990	
Activo Corriente	7.818	8.923	9.345	9.732	10.136	10.531	10.914	
Caja e IFT	2.908	4.520	4.520	4.520	4.520	4.520	4.520	
PN	40.687	42.733	43.750	44.841	46.256	47.672	49.169	
Pasivo no corriente	25.110	21.430	11.716	20.660	20.500	20.340	20.180	
Deuda financiera	32.474	37.967	40.345	42.590	44.258	45.666	46.929	
Pasivo corriente	8.435	8.423	8.465	8.592	8.721	8.878	9.011	
Total Activo/Pasivo	106.706	110.688	113.675	116.818	119.870	122.692	125.424	3%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
+EBITDA	8.920	9.341	10.019	10.525	11.033	
-Impuesto Sobre Bº Operativo	-1.332	-1.393	-1.517	-1.600	-1.693	
= Bº Operativo después impuestos	7.588	7.949	8.502	8.925	9.340	
- Inversiones en activos fijos	-6.200	-6.500	-6.600	-6.500	-6.600	
- TREI y otros gastos capitalizados	-800	-800	-800	-800	-800	
- Inversiones en circulante	-380	-260	-275	-238	-250	
= CFL Operativo	207	389	827	1.387	1.387	112.901

WACC 5,9%
g 2,0%

EV 82.319
Filiales (Gamesa, Neoene.) 605
-Deuda Neta -32.820
-Minoritarios -5.841
-Provisiones -3.333
EqV 40.325
Nº acciones 6.240
Estimación DFC 6,6 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 6,6€ en función de descuento del flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%
5,1%	7,1	7,8	8,6	9,5	10,6	11,8	13,2	14,7	16,6
5,3%	6,3	6,9	7,7	8,5	9,4	10,4	11,6	13,0	14,5
5,5%	5,6	6,2	6,8	7,5	8,3	9,2	10,3	11,4	12,8
5,7%	4,9	5,4	6,0	6,7	7,4	8,2	9,1	10,1	11,3
5,9%	4,3	4,8	5,3	5,9	6,6	7,3	8,1	9,0	10,0
6,1%	3,8	4,2	4,7	5,2	5,8	6,4	7,1	7,9	8,8
6,3%	3,3	3,7	4,1	4,6	5,1	5,7	6,3	7,0	7,8
6,5%	2,8	3,2	3,6	4,0	4,5	5,0	5,6	6,2	6,9
6,7%	2,4	2,7	3,1	3,5	3,9	4,4	4,9	5,5	6,1

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Eva del Barrio Jesús Amador Joao Pisco Susana André (Mktg & Support) Pilar Aranda (Asesoramiento)

Esther G. de la Torre Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Elena Fernández-Traipiella

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

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

Avda de Bruselas, 14
28108 Alcobendas