

Sector: Utilities.

Sólidos Rdos 9M 18: El EBITDA bate expectativas y acelera vs 1S. Se confirman las guías 2018.

Iberdrola

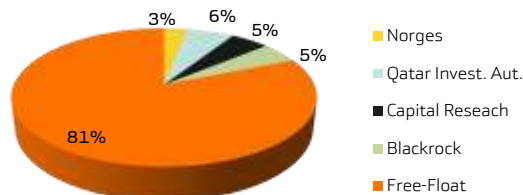
Precio Objetivo: 7,1 €

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 40.558 M€
 Último: 6,34 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 6.397 M acc.
 Min / Max (52 sem): 5,712/7,298
 Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC/ IBE.SM

Accionariado



Buenos resultados operativos reportados en 9M'18, batiendo las estimaciones del consenso y acelerando vs 1S'18. Las nuevas inversiones en renovables, la normalización del recurso hidráulico y eólico, la subida de tarifas en redes y la mejora de las condiciones en Reino Unido han llevado a un crecimiento del EBITDA homogéneo del 25% (vs +16% en 1S'18). El BNA ordinario sube un 38% en el periodo. El equipo gestor ha reiterado las guías del 2018: EBITDA superior a 9.000M€ y BNA cerca de 3.000M€. Tras estos resultados mantenemos la recomendación de Comprar con Precio Objetivo de 7,10€/acción. La rentabilidad por dividendo es atractiva (5,2%) y el potencial al P. Objetivo se acerca al 10%.

Resultados 9M'18 : EBITDA homogéneo +25%

Principales cifras: Ingresos 26.283M€ (+20%); EBITDA 6.720M€ (+22%), BNA Reportado 2.051€ (-13%); Fondos Generados por las Operaciones 5.256M€ (+12%). Deuda Neta 34.037M€ (vs 32.856M€ en Dic 2017).

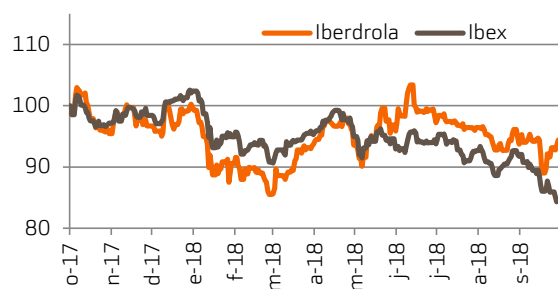
Ppales cifras	2016	2017	2018e	2019e
Ingresos	29.215	31.263	37.843	40.180
EBITDA	7.808	7.319	9.139	9.575
BNA	2.705	2.804	3.013	3.075
Deuda Neta	29.423	32.820	33.537	35.270

Desglose EBITDA	2017	2018e
Redes distribución y transporte	57%	55%
Generación y comercial	20%	21%
Renovables	24%	15%

Ppales ratios	2016	2017	2018e	2019e
BPA (€/acc)	0,43	0,45	0,48	0,49
DPA (€/acc)	0,31	0,32	0,33	0,35
Pay Out (%)	72%	71%	69%	70%
PER	14,6	14,1	13,1	12,9
Rentab. Dividendo	4,9%	5,0%	5,2%	5,5%
DN/EBITDA	3,8x	4,5x	3,7x	3,7x

Nueve Meses	9M'17	9M'18	Variac
Ingresos	21.956	26.283	20%
EBITDA	5.486	6.720	22%
Redes	3.092	3.642	18%
Gener. y comercial libera.	1.129	1.326	17%
Renovables	1.272	1.757	38%
EBITDA ex Neoen., FX y Rev. gas	5.182	6.460	25%
BNA Total	2.417	2.091	-13%
BNA Ordinario	1.481	2.051	38%
FFO	4.672	5.256	12%
Cash Flow Operativo	3.171	3.821	20%
Inversiones Netas	3.997	3.645	-9%
Deuda Neta	33.698	34.379	2%

Evolución bursátil vs Ibex (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Sólidos resultados operativos. EBITDA homogéneo +25%, batiendo las expectativas del consenso y acelerando vs 1S'18. Crecimiento soportado por: (i) Nueva capacidad en renovables; (ii) Normalización del recurso eólico e hidráulico en España, con mayores precios del *pool* eléctrico; (iii) Subida de tarifas en redes (en EE.UU y Brasil); (iv) Recuperación del negocio en Reino Unido (normalización de márgenes) y (v) Mejoras en eficiencia (gasto operativo homogéneo +0,0%). Los factores excluidos a efectos de esta comparativa han sido: (i) Tipo de cambio: La depreciación del real brasileño (21%), el dólar (7%) y la libra (1%) frente al euro en el periodo, con un impacto negativo de 177M€; (ii) Neoen: La filial brasileña comenzó a consolidarse globalmente en 3T'17; (iii) Revisión de contratos de gas: IBE registró 166M€ de ingresos no recurrentes por este concepto en 9M 2017. El consenso apuntaba a un EBITDA en el rango 6.500/6.600M€ vs 6.720M€ finalmente reportado. El ritmo de crecimiento del EBITDA se ha acelerado en 9M'18 (+25%) vs 16% reportado en 1S'18.

BNA Ordinario +38% vs -13% BNA reportado. En el BNA Ordinario excluimos las plusvalías en 2017 de la fusión Siemens-Gamesa, la reorganización societaria en Brasil y de la revisión de los contratos de gas.

Los Fondos Generados por las Operaciones (FFO) suben un 12% hasta 5.256M€. **En términos de generación de caja** (tras considerar las variaciones en capital circulante estrictamente perativas), **el Cash Flow Operativo** totaliza 3.821M€ (+20%). La Deuda Neta alcanza 34.379M€ (vs 32.856M€ en Dic 2017). Los ratios de crédito mejoran: Deuda Neta/EBITDA 3,9x (4,1 x en 9M'17) y FFO/Deuda Neta en 21,0% (19,9% en 9M 17).

El equipo gestor reitera los objetivos de final de año. DPA a cuenta +7,0%

Tras estos resultados, el equipo gestor ha reafirmado las guías del año: EBITDA superior a 9.000M€ y BNA cercano a 3.000M€. El 4T mantendrá la tendencia positiva gracias a la entrada en funcionamiento de nuevos activos de generación, el impacto de subidas de tarifas en redes que empezaron en mayo en Brasil y en EE.UU. y continuas mejoras en eficiencia. El DPA a cuenta se incrementa un 7,1% hasta 0,15€7acción (pagadero en enero 2019).

Opinión: Comprar. Precio Objetivo 7,10€/acción

Tras estos buenos resultados reiteramos la recomendación de Comprar con Precio Objetivo de 7,10€/acción. Los argumentos que soportan nuestra visión positiva son: (i) **Sólido modelo de negocio** (la mayor parte de su EBITDA se genera en negocios regulados y en países de alto rating); (ii) **Crecimiento:** TAMI +4,5% TAMI 2017-22e soportado por las nuevas inversiones en redes y renovables y la aplicación de medidas de eficiencia operativa; (iii) **Solidez financiera** (DN/EBITDA por debajo de 4,0x en 2017-22); (iv) **Creciente remuneración al accionista** (TAMI 17-22e 4,0%); (v) **Atractiva valoración:** 5,2% de rentabilidad por dividendo 2018 y ~10% de potencial al Precio Objetivo.

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

<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

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Ingresos netos	31.263	37.843	40.180	42.864	44.502	46.718	48.120	5%
EBITDA	7.319	9.139	9.575	10.228	10.827	11.387	11.698	5%
EBIT	2.713	5.387	5.697	6.196	6.665	6.985	7.205	6%
Resultado Neto del Grupo	2.804	3.013	3.075	3.309	3.478	3.493	3.623	4%

TAMI es la Tasa Anual de Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	
Activo No Corriente	97.245	97.149	99.198	101.465	103.755	106.184	106.370	
Activo Corriente	8.923	9.771	10.176	10.599	11.013	11.413	11.859	
Caja e IFT	4.520	4.520	4.520	4.520	4.520	4.520	4.520	
PN	42.733	43.741	44.661	45.713	46.828	47.850	49.265	
Pasivo no corriente	21.430	20.980	20.660	20.500	20.340	20.180	20.180	
Deuda financiera	37.967	38.498	40.231	41.906	43.504	45.344	44.390	
Pasivo corriente	8.423	8.086	8.207	8.330	8.480	8.608	8.780	
Total Activo/Pasivo	110.688	111.440	113.894	116.584	119.288	122.117	122.750	2%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2018e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
+EBITDA	9.139	9.575	9.575	10.827	11.387	11.698	
-Impuesto Sobre Bº Operativo	-1.347	-1.424	-1.424	-1.666	-1.746	-1.801	
= Bº Operativo después impuestos	7.792	8.151	8.151	9.161	9.641	9.897	
- Inversiones en activos fijos	-5.200	-6.700	-6.700	-6.700	-6.800	-4.520	
- TREI y gastos capitalizados	-800	-800	-800	-800	-800	-800	
- Inversiones en circulante	-1.185	-284	-284	-264	-273	-274	
= CFL Operativo	607	367	367	1.397	1.768	4.303	112.846

WACC 5,9%
g 2,0%

EV 87.087
Filiales (Gamesa) 550
-Deuda Neta -33.537
-Minoritarios -6.238
-Provisiones -3.287
EqV 44.025
Nº acciones 6.240

Estimación DFC 7,1 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 7,1 € 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%
6,7%	2,9	3,2	3,6	4,0	4,5	4,9	5,4	6,0	6,6
6,5%	3,3	3,7	4,1	4,6	5,0	5,6	6,1	6,8	7,5
6,3%	3,8	4,2	4,7	5,1	5,7	6,3	6,9	7,6	8,4
6,1%	4,3	4,8	5,3	5,8	6,4	7,0	7,7	8,5	9,4
5,9%	4,9	5,4	5,9	6,5	7,1	7,9	8,7	9,6	10,6
5,7%	5,5	6,0	6,6	7,3	8,0	8,8	9,7	10,8	11,9
5,5%	6,1	6,7	7,4	8,1	9,0	9,9	10,9	12,1	13,5
5,3%	6,9	7,5	8,3	9,1	10,0	11,1	12,3	13,6	15,2
5,1%	7,7	8,4	9,3	10,2	11,3	12,5	13,8	15,4	17,3

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

Ramón Forcada Aránzazu Cortina Jesús Amador Joao Pisco Pilar Aranda Susana André (Mktg & Support)

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

http://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