

Nota Compañía: Red Eléctrica

miércoles, 13 de mayo de 2020

Sector: Utilities.

Recomendación: **Comprar**  
Precio Objetivo: **18,7 €**

*Visibilidad en generación de caja y sin impacto material por Covid-19*

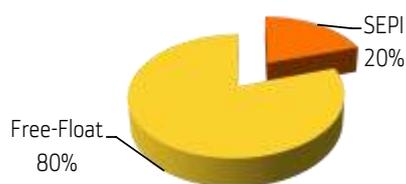
## REE

Analista: Aránzazu Bueno

### Datos Básicos

Capitalización (M €):	8.549 M€
Último:	15,80 €/acc.
Nº Acciones (M.):	541 M acc.
Max / Min (52 sem):	20,48/16,74 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomb.:	REE MC / REE SM

### Accionariado



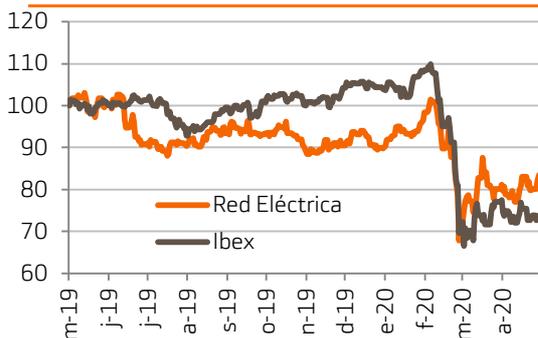
### Ppales cifras

	2019	2020e	2021e
Ingresos	2.007	2.016	2.067
EBITDA	1.582	1.567	1.579
BNA	719	649	658
Deuda Neta	6.026	6.331	6.372
FFO	1.258	1.221	1.294
Inversiones	1.870	980	730
BPA (€/acc)	1,33	1,20	1,22
DPA (€/acc)	1,05	1,00	1,00
PER	11,9	13,2	13,0
Rentabilidad divid.	6,7%	6,3%	6,3%
Pay Out	79%	83%	82%
Deuda Neta/EBITDA	3,8x	4,0x	4,0x

### Primer Trimestre

	1T 19	1T 20	Varia.
Ingresos	500	500	0,1%
EBITDA	406	402	-1,0%
BNA	191	173	-9,3%
FFO	368	367	-0,4%
Cash Flow operativo	323	274	-15,2%
Inversiones	71	457	540,5%
Deuda Neta	6.026	6.376	5,8%
Dividendos	147	147	0,0%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Los resultados 1T'20 muestran una caída en BNA (-9%) consecuencia de menores ingresos regulados para el transporte de electricidad. La caída no sorprende al mercado que ya contaba con este recorte. A finales de 2019, el regulador (CNMV) publicó su propuesta final de ingresos para el nuevo periodo 2020-25. Los objetivos del Plan Estratégico 2022 de Red Eléctrica siguen siendo válidos tras el 1T'20, que se ven muy poco afectados por el Covid-19. **En el actual contexto de mercado, los inversores valoran muy positivamente la alta visibilidad en generación de caja y la capacidad de pago de dividendos.** El negocio regulado de transporte de electricidad queda aislado de la parálisis en la actividad económica como resultado del Covid-19. Los ingresos se determinan en función de un retorno sobre la base de activos regulados y son independientes de la evolución del ciclo. El negocio de satélites de Hispasat también proporciona visibilidad al estar soportados por contratos a largo plazo. A pesar de los recortes regulatorios ya conocidos para el periodo 2020-25, a los precios la rentabilidad por dividendo de REE se mantendría por encima del 5,1% en el periodo 2020-25. Por estos motivos pensamos que la acción lo seguirá haciendo bien en el actual entorno de mercado. Recomendación Comprar con Precio Objetivo 18,70€/acción.

### Resultados 1T'20: Caída en BNA (-9%) por recorte en ingresos regulados

**Resultados en línea con el consenso:** EBITDA 402M€ (-1,0%) vs 402M€ est.; BNA 173M€ (-9,3%) vs 174M€ est.; Fondos Generados por las Operaciones (FFO) 367M€ (-0,3%); Deuda Neta 6.376M€ vs 6.026M€ en diciembre 2019.

**Caída en BNA (-9%) por menores ingresos regulados.** El recorte en ingresos regulados de transporte de electricidad establecido para el nuevo periodo regulatorio (2020-25) explica la caída en resultados. Para 2020 el recorte totaliza 100M€, de los que 25M€ corresponden a 1T 20. Las mejoras en eficiencia, un menor coste de la deuda y la contribución de Hispasat (consolidada desde 4T'19) permiten mitigar en parte este impacto.

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

### 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 1T'20, los objetivos siguen siendo válidos. El Covid 19 no tiene, de momento, un impacto material en el Plan Estratégico de REE.

### Nuevo recorte esperado en ingresos regulados en 2024

A partir de 2024 el BNA y el DPA se verán negativamente afectados por un nuevo recorte en ingresos regulados. En este año, se reduce la base de activos regulados por la amortización de los activos anteriores a 1998. Estimamos que el DPA podría reducirse hasta el entorno de 0,80 €/acción en 2024. La rentabilidad por dividendo se situaría en 5,1% vs 6,5% actual.

### Opinión: Comprar, Precio Objetivo 18,70€/acción.

Resultados 1T'20 en línea con el consenso. 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 el periodo 2020-25. El mercado valora positivamente la alta visibilidad en generación de caja y capacidad de pago de dividendos de Red Eléctrica. 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 económica. 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 esta visibilidad seguirá siendo muy valiosa para los inversores. Por estos motivos, cambiamos recomendación a Comprar con Precio Objetivo 18,70€/acción.

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	2.016	2.067	2.081	2.085	1.833	1.831	-1,5%
EBITDA	1.582	1.567	1.579	1.648	1.673	1.424	1.454	-1,7%
EBIT	1.081	1.003	1.005	1.065	1.086	851	881	-3,9%
Resultado Neto del Grupo	719	649	658	702	713	535	561	-4,8%

### Resumen Balance de Situación

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo No Corriente	9.304	11.265	11.395	11.588	11.445	11.315	11.185	3,3%
Activo Corriente	1.137	1.417	1.445	1.474	1.503	1.533	1.564	5,1%
Caja e IFT	767	329	329	329	329	329	329	-13,2%
Total Activo/Pasivo	11.232	13.080	13.238	13.460	13.346	13.246	13.147	2,8%
FFPP	3.361	3.720	3.834	3.988	4.150	4.243	4.333	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	6.659	6.700	6.764	6.483	6.286	6.091	2,4%
Otros Pasivos	1.106	1.291	1.296	1.300	1.304	1.309	1.313	2,9%

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
= EBITDA	1.567	1.579	1.648	1.673	1.424	1.454	
- Impuesto sobre Beneficio Operativo	-251	-251	-266	-272	-213	-220	
=NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	1.316	1.327	1.382	1.401	1.211	1.234	
- Inversiones en activos fijos	-980	-730	-800	-595	-595	-595	
+/- Inversiones en circulante	-21	-24	-25	-25	-26	-26	
<b>Flujo de Caja Operativo</b>	<b>315</b>	<b>573</b>	<b>557</b>	<b>781</b>	<b>591</b>	<b>613</b>	<b>17.862</b>

WACC 4,5%  
g 1,0%

Valor Presente Flujos Participadas	16.034 M€
Deuda Neta	200 M€
Minoritarios	-6.026 M€
Valor	-194 M€
Número de acciones	10.100 M€
Valor de la Acción	541,1
	18,7 €/acción

#### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 18,7€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER 2020 implícito

15,6

EV/EBITDA 2020 implícito

10,2

### 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%	24,4	25,5	26,6	27,8	29,2	30,6	32,2	33,9
3,9%	22,1	23,0	24,0	25,1	26,2	27,4	28,7	30,2
4,1%	20,1	20,9	21,7	22,7	23,6	24,7	25,8	27,0
4,3%	18,3	19,0	19,7	20,5	21,4	22,3	23,3	24,3
4,5%	16,7	17,3	18,0	18,7	19,4	20,2	21,0	21,9
4,7%	15,2	15,8	16,4	17,0	17,7	18,4	19,1	19,9
4,9%	13,9	14,4	15,0	15,5	16,1	16,7	17,4	18,0
5,1%	12,7	13,2	13,7	14,2	14,7	15,2	15,8	16,4
5,3%	11,7	12,1	12,5	12,9	13,4	13,9	14,4	15,0

**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](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