

Sector: Utilities.

Resultados 2016 en línea y se reafirman las guías del Plan

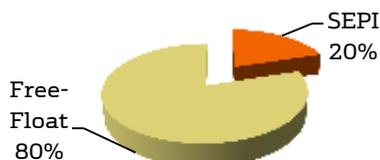
REE

Precio Objetivo: 19,5€
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 9.253 M€
Último: 17,10 €/acc.
Nº Acciones (M.): 541 M acc.
Max / Min (52 sem): 20,685/16,255 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: REE MC / REE SM

Accionariado

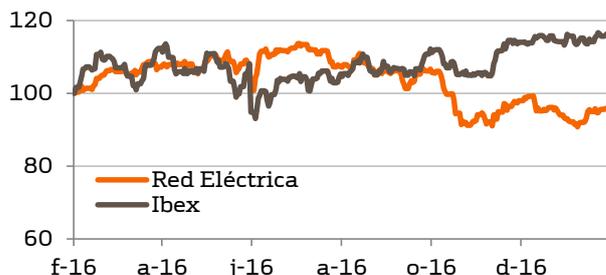


Principales cifras	2015	2016	2017e	2018e
Ingresos	1.939	1.932	1.980	2.035
EBITDA	1.458	1.486	1.519	1.561
BNA	607	638	680	721
Deuda Neta	4.906	4.949	4.689	4.777
Inversiones	448	599	405	755
FFO	1.135	1.147	1.166	1.202

Principales ratio:	2015	2016	2017e	2018e
BPA (€/acc)	1,12	1,18	1,26	1,33
DPA (€/acc)	0,80	0,86	0,92	0,98
Rentabilidad divid.	4,7%	5,0%	5,4%	5,7%
Pay Out	72%	73%	73%	74%
EV/EBITDA	9,71	9,56	9,18	8,99
Deuda Neta/EBITDA	3,4 x	3,3 x	3,1 x	3,1 x
ROE	22%	22%	22%	22%
Precio /Valor Libros	3,37	3,19	3,00	2,82

PER	2015	2016	2017e	2018e
Terna	16,2 x	14,8 x	13,5 x	13,0 x
National Grid	16,1 x	14,3 x	15,4 x	14,9 x
REN	10,4 x	13,5 x	12,5 x	12,0 x
Enagás	15,0 x	13,2 x	12,4 x	12,8 x
SNAM	13,8 x	16,2 x	14,4 x	14,0 x
Mediana sector	14,3 x	14,4 x	13,6 x	13,3 x
Red Eléctrica	15,2 x	14,5 x	13,6 x	12,8 x

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Las mejoras en eficiencia, un menor coste de la deuda y una menor tasa fiscal, permiten a REE mostrar un crecimiento del 5% en BNA en 2016 a pesar de la ligera caída en los ingresos regulados. El equipo gestor ha reafirmado las guías de su Plan Estratégico 2014-19: TAMI 5-6% en BNA y del 7% en dividendo, con inversiones de 4,575M€ y manteniendo unos sólidos ratios de solvencia (DN/EBITDA 3,5x). El principal atractivo de REE radica en la combinación de un modelo de negocio predecible, con cierto crecimiento, y una rentabilidad por dividendo sostenible (5,3% para 2017). Sin embargo vemos mejores opciones en acciones más ligadas al ciclo económico. Mantenemos recomendación de Neutral con Precio Objetivo de 19,5€/acción.

Resultados 2016: En línea con el consenso y los 9M16:

Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 1.932M€ (-0,3%) vs 1.962M€ estimado, EBITDA 1.486M€ (+1,9%) vs 1.490M€ estimado, EBIT 1.003M€ (+1,4%) vs 1.008M€ estimado, BNA 637M€ (+5,1%) vs 642M€ estimado. Las inversiones ascienden a 599M€ (+56%). La DFN se sitúa en 4.949M€ (3,3x EBITDA). En cuanto al dividendo, se fija en 0,8587€/acción (+7%). Principales tendencias: (i) **Disminución de ingresos** derivado de una **menor remuneración al transporte de energía** por caída del RAB y menores incentivos a la disponibilidad, que son parcialmente compensados por avances en la actividad internacional; (ii) **Mejoras en eficiencia** que permiten lograr crecimiento en EBITDA (+1,9%) a pesar de menores ingresos; (iii) El **menor coste de la deuda** (2,94% vs 3,2% en 2015) permite reducir el gastos financiero con una deuda media similar a la del 2015; (iv) **Una menor tasa fiscal** (25% vs 27% en 2015) resulta en una nueva aceleración del BNA hasta el 5%; (v) **Los fondos generados por las operaciones** totalizan 1.147M€ (+1,1%) en línea con 9M'16 (+0,9%). Los resultados han estado muy en línea con el consenso de mercado y con las tendencias mostradas a 9M'16.

Actualización Plan Estratégico 2014-19: Reafirmando objetivos

La compañía ha reafirmado los objetivos de su Plan Estratégico 2014-2019 (PE): (i) La **tasa de crecimiento media del BNA en el periodo será del +5/+6%** y del 7% en el **dividendo**. (ii) Las **inversiones** rondarán los 4.600M€ (3.100M€ en la red de transporte más 475M€ en la red de fibra óptica así como 1.000M€ en nuevas actividades. Para alcanzar este objetivo, REE deberá acelerar las inversiones en los dos últimos años del periodo, debido al retraso en la aprobación del Plan Nacional de Infraestructuras; (iii) Mejoras de eficiencia que llevarán el **margen EBITDA** hasta 76% (+200 p.b. en el periodo); (iv) En cuanto a **la deuda**, el ratio DN/EBITDA medio del periodo será 3,5x, para mantener el *rating* crediticio actual.

Opinión:

Resultados 2016 sin sorpresas y se reafirman los objetivos del PE. El perfil de negocio regulado permite generar un cash flow muy predecible y la rentabilidad por dividendo es atractiva. Sin embargo, reducimos Precio Objetivo para reflejar la tendencia de subida gradual de tipos a largo plazo. Mantenemos la recomendación de Neutral.

Equipo de Análisis de Banki Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Eva del Barrio Belén San José Esther G. de la Torre Susana André (Mktg & Support) <http://broker.bankinter.com/>

Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento) <http://www.bankinter.com/>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: Avda de Bruselas, 12 28108 Madrid

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

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Ingresos netos	1.939	1.932	1.980	2.035	2.085	2.089	2.090	1,6%
EBITDA	1.458	1.486	1.519	1.561	1.598	1.598	1.595	1,4%
Resultado Neto del Grupo	607	638	680	721	749	739	739	3,0%

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Activo No Corriente	9.157	9.257	9.158	9.414	9.656	9.669	9.676	0,9%
Activo Corriente	1.055	1.002	1.032	1.063	1.094	1.127	1.172	3,2%
Caja e IFT	387	251	251	251	251	251	251	0,0%
Total Activo/Pasivo	10.598	10.550	10.481	10.769	11.042	11.088	11.140	1,1%
FFPP	2.761	2.921	3.104	3.293	3.472	3.583	3.694	4,8%
Pasivo no corriente	1.214	1.193	1.193	1.193	1.193	1.193	1.193	0,0%
Deuda financiera	5.293	5.201	4.942	5.033	5.120	5.048	4.982	-0,9%
Otros pasivos financieros	848	900	900	900	900	900	900	0,0%
Pasivo corriente	483	335	342	349	356	363	370	2,0%

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
=BNA	680	721	749	739	739	
+ Amortizaciones	504	499	513	527	528	
+ Gastos Financieros (1-t)	112	108	110	114	116	
- Inversiones en activos fijos	-405	-755	-755	-540	-535	
- Inversiones en circulante	-23	-24	-25	-26	-38	
Flujo de Caja Operativo	868	549	592	815	810	16.395

5,2%
0,0%

Valor Empresa	15.818 M€
Deuda Neta	-4.949 M€
Minoritarios & Prov.	-100 M€
Valor Equity	10.768 M€
Número de Acciones	541
Valor por Acción DCF	19,9 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,5€ en función de dos métodos de valoración: descuento de flujo de caja libre y descuento de dividendos, con las hipótesis y ponderaciones recogidas en las tablas adjuntas.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento 2021-2025
Dividendo por acción	0,92	0,98	1,05	1,08	1,12	2,6%
% a/a	7,0%	7,0%	7,0%	3,0%	3,0%	Crecimiento 2026-2031 1,0%
Ke	6,78%					
Estimación DDM	18,1 €/acción					

Precio Objetivo

	Valoración	Ponderación
Valoración CDF	19,9	80%
Valoración DDiv	18,1	20%
Precio Objetivo	19,5 €/acción	PER'17 implícito 15,5 x

Equipo de Análisis de Banki Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

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

Ramón Forcada Eva del Barrio Belén San José Esther G. de la Torre Susana André (Mktg & Support) <http://www.bankinter.com/>

Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Madrid

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