

Recomendación:	Neutral
Precio Objetivo	15,8 €
Potencial	12,7%

El Plan Estratégico decepciona al mercado. La rentabilidad por dividendo principal atractivo de la acción.

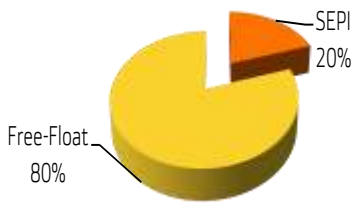
REE

Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 7.575 M€
 Último: 14,00 €/acc.
 N° Acciones (M.): 541 M acc.
 Max / Min (52 sem): 18,73/13,105 €/acc.
 Rentabilidad YTD: -17,65%
 Cód. Reuters/Bloom. REE MC / REE SM

Accionariado



La provisión por deterioro de Hispasat y el Plan Estratégico 2025 decepcionan al mercado. Los resultados 2020 incluyen una **provisión por el 12% de la inversión en Hispasat**, adquirida en 2019. **El Plan Estratégico 2025 no detalla las guías de EBITDA y BNA para el nuevo periodo regulatorio**, ya que según el equipo gestor aún quedan algunos aspectos que clarificar sobre la retribución de sus activos. En cualquier caso, queda claro que el recorte en el retorno financiero y en la retribución de los activos anteriores a 1998 resultará en menores ingresos y beneficios para el periodo. **Nuestra estimación asume una caída media anual en BNA de -5,3% en el periodo 2020-25**. A partir de 2025, REE confía en volver a la senda de crecimiento gracias a una mayor base de activos regulados y el mantenimiento del retorno financiero. El dividendo por acción se sitúa en 1,00€/acción hasta 2022, pero a partir de 2023 **se establece un dividendo suelo de 0,80€/acción**. Muchos inversores confiaban en que REE pudiese mantener el DPA a partir de 2023. El entorno es menos favorable para la acción, pero la rentabilidad por dividendo se mantiene atractiva a pesar del recorte. **El apetitivo inversor por compañías reguladas y con alto pay-out alto** se reduce en un contexto de mayor visibilidad sobre el crecimiento de la actividad económica y de repunte en la rentabilidad de los bonos. A los precios actuales de mercado, la rentabilidad por dividendo se sitúa en 5,7% en 2023 (vs 7,1% actual) y el DPA podría empezar a crecer de nuevo a partir de 2025. Reducimos el Precio Objetivo hasta 15,80€/acción y cambiamos recomendación a Neutral desde Comprar.

Ppales cifras	2019	2020	2021e
Ingresos	2.007	1.986	1.968
BNA	722	621	670
Deuda Neta	6.038	6.113	6.278
FFO	1.260	1.232	1.217
BPA (€/acc)	1,33	1,15	1,24
DPA (€/acc)	1,05	1,00	1,00
PER	10,5	12,2	11,3
Rentabilidad divid.	7,5%	7,1%	7,1%
Pay Out	79%	87%	81%
Deuda Neta/EBITDA	3,8x	3,9x	4,1x

Resultados 2020 : EBITDA en línea y provisión por Hispasat

Resultados operativos en línea: EBITDA 1.568M€ (-1,0%) vs 1.563M€ est..El nuevo marco regulatorio incluye un recorte en el retorno regulado de transporte de electricidad para 2020 (6,00% vs 6,5% ant.) y explica la caída de -9% en el EBITDA del negocio regulado. La mayor contribución de Hispasat (consolidada desde 4T'19) y de las filiales internacionales permiten mitigar la caída en el EBITDA del grupo a -1%.

Provisión por deterioro de Hispasat. de 122M€. La inversión en Hispasat fue de 950M€ por el 89,50%. La provisión representa un 12% de la inversión.

Fortaleza de balance: ratio Fondos generados por operaciones (FFO)/Deuda neta en 20,2% y Deuda Neta/EBITDA de 3,9x

El Plan Estratégico 2025 defrauda

En la presentación de su Plan Estratégico REE **no detalla sus guías de EBITDA y BNA** para el nuevo periodo regulatorio 2020-25. El equipo gestor argumenta que aún quedan algunos detalles por clarificar sobre la retribución de algunos de sus activos. Pero es evidente que el recorte en el retorno financiero y en la retribución de los activos anteriores a 1998 resultará en menores ingresos y beneficios para el periodo. REE si detalla **las inversiones previstas en el periodo de 4.400M€**, de los que 3.350M€ corresponden a la red de transporte y 620M€ a Hispasat.

A partir de 2025, REE espera volver a la senda de subida en resultados por la vuelta al crecimiento en la base de activos regulados y el mantenimiento del retorno sobre los activos tras el recorte registrado en 2020-25.

Nuestra estimación asume una caída media anual en EBITDA de -3,1% en el periodo 2020-25 hasta 1.340M€ en 2025 y **de -5,3% en BNA** hasta 475M€. Las inversiones anunciadas por REE son más altas que las que teníamos en nuestras estimaciones.

Doce meses	2019	2020	Varia.
EBITDA Total	1.584	1.569	-1,0%
EBITDA Regulado	1.406	1.275	-9,3%
EBITDA Hispasat	33	122	269,7%
EBITDA Fibra	105	105	0,2%
EBITDA Intern. & oti	40	66	66,2%
Fondos Operaciones	1.260	1.232	-2,2%
Inversiones	1.870	926	-50,5%
Dividendos	531	567	6,8%

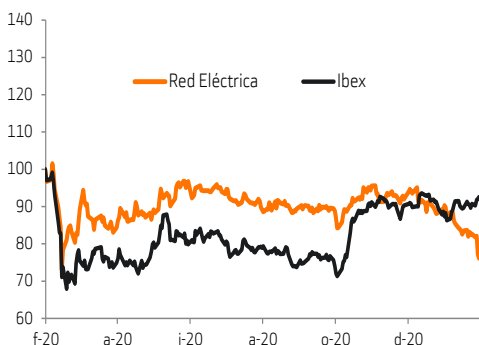
Dividendo 2021-25 : Suelo en 0,80€/acción vs 1,0€/acción en 2021

El dividendo por acción se sitúa en **1,00€/acción en 2021 y 2022, y a partir de 2023 se establece un dividendo suelo de 0,80€/acción**. En 2023 es cuando se produce una caída en ingresos regulados por amortización de los activos anteriores a 1998. REE insiste que el DPA podría revisarse al alza si las condiciones lo permiten. **Muchos inversores confiaban en que REE pudiese mantener el dividendo en 1,0€/acción**. A los precios actuales de mercado, la rentabilidad por dividendo se sitúa en 5,7% vs 7,1% actual.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 15,80€/acción.

La provisión por deterioro de Hispasat y el Plan Estratégico decepcionan al mercado. Reducimos el Precio Objetivo hasta 15,80€/acción desde 19,00€ ant y cambiamos recomendación a Neutral desde Comprar. El entorno es menos favorable para la acción: menor BNA en el nuevo periodo regulatorio y menor atractivo de las empresas reguladas en un contexto de mayor visibilidad sobre el ciclo económico. La rentabilidad por dividendo sigue siendo atractiva a pesar del recorte en DPA.: 5,7% en 2023-25 con la posibilidad de empezar a subir de nuevo a partir de 2025.

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Ingresos netos	2.007	1.986	1.968	1.952	1.969	1.807	1.815	-1,8%
EBITDA	1.582	1.569	1.522	1.506	1.506	1.329	1.340	-3,1%
EBIT	1.083	929	1.002	961	941	761	768	-3,7%
Resultado Neto del Grupo	722	621	670	639	618	479	475	-5,2%

Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'25
Activo No Corriente	10.930	10.989	11.074	11.269	11.521	11.819	11.209	1,6%
Activo Corriente	1.377	1.405	1.433	1.461	1.490	1.520	1.543	2,0%
Caja e IFT	482	482	482	482	482	482	482	0,0%
Total Activo/Pasivo	12.844	12.931	13.044	13.268	13.549	13.877	13.290	1,6%
FFPP	3.492	3.618	3.711	3.890	3.930	3.965	4.026	2,6%
Pasivo no corriente	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	0,0%
Deuda financiera	6.595	6.760	6.776	6.817	7.053	7.342	6.689	2,2%
Otros Pasivos	1.339	1.134	1.139	1.143	1.147	1.152	1.156	-3,0%

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2016e	VR
= EBITDA	1.522	1.506	1.506	1.329	1.340	1.373	
- Impuesto sobre Beneficio Operativo	-251	-240	-235	-190	-192	-198	
=NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	1.272	1.266	1.271	1.139	1.148	1.175	
- Inversiones en activos fijos	-610	-660	-1.000	-1.060	-1.080	-630	
+/- Inversiones en circulante	-23	-24	-24	-25	-25	-24	
Flujo de Caja Operativo	638	582	247	54	43	521	17.065

WACC 4,6%
g 1,5%

Valor Presente Flujos	14.257 M€
Participadas	500 M€
Deuda Neta	-6.113 M€
Minoritarios	-194 M€
Valor	8.534 M€
Número de acciones	541,1
Valor de la Acción	15,8 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 15,80€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER 2021 implícito
12,7EV/EBITDA 2021 implícito
9,7

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	1,1%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%
3,8%	21,7	22,8	24,1	25,5	27,0	28,6	30,4	32,4
4,0%	19,2	20,2	21,3	22,5	23,7	25,1	26,5	28,2
4,2%	17,1	18,0	18,9	19,9	21,0	22,1	23,3	24,7
4,4%	15,3	16,1	16,8	17,7	18,6	19,6	20,6	21,8
4,6%	13,7	14,3	15,0	15,8	16,6	17,4	18,3	19,3
4,8%	12,3	12,8	13,4	14,1	14,8	15,5	16,3	17,1
5,0%	11,0	11,5	12,0	12,6	13,2	13,8	14,5	15,2
5,2%	9,8	10,3	10,8	11,3	11,8	12,3	12,9	13,6
5,4%	8,8	9,2	9,6	10,1	10,5	11,0	11,6	12,1

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

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

- | | |
|--------------------------------------|---|
| Ramón Forcada - Director | Rafael Alonso - Bancos |
| Aránzazu Bueno - Eléctricas | Eduardo Cabero - Seguros |
| Pilar Aranda - Petróleo | Aránzazu Cortina - Industriales |
| Juan Moreno - Inmobiliarias | Luis Piñas - Consumo |
| Elena Fernández-Trapiella - Consumo | Pedro Echeguren - Farma & Salud |
| Esther Gutiérrez de la Torre - Autos | Juan Tuesta - Construcción & Tecnología |

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- | | |
|---------------------------|--|
| ▪ Macroeconomía | ▪ Fondos de Inversión |
| ▪ Estrategia de Inversión | ▪ ETFs |
| ▪ Bonos | ▪ Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable |
| ▪ Divisas | |