

Sector: Utilities.

La diversificación y un menor coste de la deuda compensan el recorte en ingresos regulados

REE

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo **19,2 €**
 Potencial **7,0%**

Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 9.713 M€
 Último: 17,95 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 541 M acc.
 Max / Min (52 sem): 18,73/13,105 €/acc.
 Rentabilidad YTD: -1,22%
 Cód. Reuters/Bloom: REE MC / REE SM

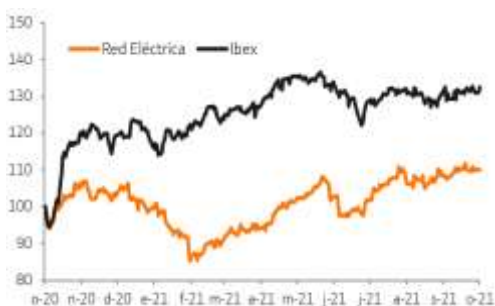
Accionariado



Ppales cifras	2020	2021e	2022e
Ingresos	1.986	1.985	1.959
EBITDA	1.569	1.562	1.544
BNA	621	717	689
Deuda Neta	6.113	6.009	5.992
FFO	1.232	1.264	1.262
BPA (€/acc)	1,15	1,32	1,27
DPA (€/acc)	1,00	1,00	1,00
PER	15,6	13,6	14,1
Rentabilidad divid.	5,6%	5,6%	5,6%
Pay Out	87%	75%	78%
Deuda Neta/EBITDA	3,9 x	3,8 x	3,9 x

Nueve meses	9M 20	9M 21	Varia.
EBITDA Total	1.156	1.158	0,2%
EBITDA Regulado	933	923	-1,1%
EBITDA Telecomuni.	170	182	7,2%
EBITDA Internacional	45	37	-18,7%
Coste Deuda	1,9%	1,5%	-21,1%
BNA	507	551	8,7%
Fondos Operac. (FFO)	952	1.003	5,3%
Inversiones	677	349	-48,4%
Deuda Neta	6.113	5.998	-1,9%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Buenos resultados de Red Eléctrica en 9M 2021 (BNA +9%), batiendo ligeramente las estimaciones del consenso. El recorte en ingresos regulados de la actividad de transporte de electricidad en España se ve más que compensado por una serie de factores positivos: (i) Mayor contribución del negocio de telecomunicaciones (satélites y fibra óptica); (ii) Mejoras en eficiencia; (iii) Menor coste de la deuda y menor deuda neta. Pero tras esta mejora en BNA en 2021, viene un periodo menos favorable para el grupo. Los activos anteriores a 1998 dejarán de percibir remuneración, lo que supone una menor base de activos regulados y menores resultados para el grupo. **Nuestra estimación asume una caída media anual en BNA de -9% en el periodo 2021-25.** En cuanto a la remuneración al accionista, REE propone un dividendo por acción de 1,00€/acción hasta 2022, y a partir de 2023 se establece un dividendo suelo de **0,80€/acción**. A los precios actuales de mercado, la rentabilidad por dividendo se situaría en 4,5% en 2023 (vs 5,6% actual). Tras estos resultados mantenemos la recomendación de Neutral. Los motivos: (i) Menores resultados y dividendos en el nuevo periodo regulatorio debido a los recortes en los ingresos regulados; (ii) La actividad de telecomunicaciones necesita un **socio financiero** para impulsar su desarrollo a futuro; (iii) 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.

Resultados 9M 2021: BNA +9%: La diversificación y un menor coste de la deuda compensan el recorte en ingresos regulados.

El recorte en ingresos regulados de la actividad de transporte de electricidad en España se ve más que compensado por una serie de factores positivos: (i) **Mayor contribución de negocio de telecomunicaciones** (satélites y fibra óptica); (ii) **Mejoras en eficiencia** (los gastos operativos caen un -1,5% en el periodo); (iii) Menor **coste de la deuda** (1,5% vs 1,8% en 9M 2020) y (iv) Menor **deuda neta** (5.998M€ vs 6.468M€ en 9M 2020) por la fuerte generación de Cash Flow Operativos. Como resultado, el BNA avanza un +8% en el periodo

Los resultados batan el consenso: EBITDA 1.158M€ (+0,73) vs 1.140M€ est.; BNA 551M€ (+8,6%) vs 539M€ est; Fondos Generados por Operaciones (FFO) 1.003M€ (+5,3%);

Plan Estratégico 2020-25: menores resultados por recorte en ingresos regulados

El recorte en el retorno financiero (desde 6,5% hasta 5,58%) y una menor base de activos regulados (los activos anteriores a 1998 dejan de percibir remuneración) resultará en menores ingresos y beneficios para el periodo 2020-25.

En 2021 el BNA del grupo subirá, pero partir de 2022 y hasta 2025 los resultados comenzarán una tendencia descendente. **Nuestra estimación asume una caída media anual en EBITDA de -3,2%** en el periodo 2021-25 hasta 1.355M€ en 2025 y **de -8,8% en BNA** hasta 495M€. 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.

Búsqueda de socio financiero para negocio de Telecomunicaciones

REE ha puesto en marcha la venta de hasta un 49% de Reintel, la compañía que gestiona la red de fibra óptica desplegada sobre la red de transporte de electricidad y la red asociada al servicio ferroviario. El objetivo es buscar un socio financiero que le aporte músculo para impulsar su área de telecomunicaciones, de la que también forma parte Hispasat. El área de telecomunicaciones - incluyendo Hispasat - representa el 16% del EBITDA del grupo.

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**. REE insiste que el DPA podría revisarse al alza si las condiciones lo permiten. A los precios actuales de mercado, la rentabilidad por dividendo se situaría en 4,5% vs 5,6% actual.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 19,20€/acción.

Los resultados de 9M2021 son buenos. La diversificación de negocios, las mejoras en eficiencia y un menor coste de la deuda más que compensan el recorte en ingresos regulados. Reiteramos la recomendación de Neutral. El entorno actual es menos favorable para la acción: menor BNA en el nuevo periodo regulatorio y menor atractivo de las empresas reguladas en un contexto de recuperación del ciclo económico. La rentabilidad por dividendo sigue siendo atractiva a pesar del recorte en DPA.: 4,5% en 2023-25 con la posibilidad de empezar a subir de nuevo a partir de 2025. Unos resultados mejores de lo esperado, permiten subir el Precio Objetivo hasta 19,20€/acción vs 18,0€ ant..

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Ingresos netos	1.986	1.985	1.959	1.977	1.815	1.823	1.884	-0,9%
EBITDA	1.569	1.562	1.544	1.548	1.339	1.355	1.409	-1,8%
EBIT	929	1.050	1.007	991	769	773	822	-2,0%
Resultado Neto del Grupo	621	717	689	666	493	495	532	-2,5%

Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo No Corriente	10.930	10.999	11.094	11.299	11.551	11.841	11.226	0,4%
Activo Corriente	1.377	1.391	1.419	1.447	1.476	1.505	1.528	1,7%
Caja e IFT	482	482	482	482	482	482	482	0,0%
Total Activo/Pasivo	12.844	12.928	13.050	13.284	13.565	13.884	13.292	0,6%
FFPP	3.492	3.654	3.787	4.001	4.041	4.083	4.162	3,0%
Pasivo no corriente	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	0,0%
Deuda financiera	6.595	6.491	6.474	6.487	6.721	6.992	6.313	-0,7%
Otros Pasivos	1.339	1.364	1.371	1.377	1.384	1.391	1.398	0,7%

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2016e	VR
= EBITDA	1.562	1.544	1.548	1.339	1.355	1.409	
- Impuesto sobre Beneficio Operativo	-263	-252	-248	-192	-193	-205	
=NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	1.300	1.292	1.300	1.147	1.162	1.203	
- Inversiones en activos fijos	-610	-660	-1.000	-1.060	-1.080	-620	
+/- Inversiones en circulante	12	-21	-22	-22	-23	-16	
Flujo de Caja Operativo	701	611	278	65	59	568	19.271

WACC 4,7%
g 1,7%

Valor Presente Flujos	16.008 M€
Participadas	500 M€
Deuda Neta	-6.009 M€
Minoritarios	-194 M€
Valor	10.390 M€
Número de acciones	541,1
Valor de la Acción	19,2 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,20€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER 2022e implícito

14,5

EV/EBITDA 2022e implícito

10,6

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%
3,9%	26,1	27,6	29,1	30,9	32,8	34,8	37,1	39,7
4,1%	23,2	24,4	25,8	27,2	28,8	30,5	32,4	34,4
4,3%	20,7	21,8	22,9	24,1	25,4	26,9	28,4	30,1
4,5%	18,6	19,5	20,4	21,5	22,6	23,8	25,1	26,5
4,7%	16,7	17,5	18,3	19,2	20,2	21,2	22,3	23,5
4,9%	15,0	15,7	16,4	17,2	18,0	18,9	19,9	20,9
5,1%	13,5	14,1	14,8	15,4	16,2	17,0	17,8	18,7
5,3%	12,1	12,7	13,3	13,9	14,5	15,2	15,9	16,7
5,5%	10,9	11,4	11,9	12,5	13,1	13,7	14,3	15,0

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
30/07/2021	Neutral	18,0 €
28/04/2021	Neutral	15,8 €
26/02/2021	Neutral	15,8 €
28/10/2020	Comprar	19,0 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente 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, PER teórico.
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS:

- Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías.](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Eduardo Cabero – Seguros
Pedro Echeguren – Farma & Salud	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Pilar Aranda – Petróleo
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Aránzazu Cortina – Industriales	Juan Moreno – Inmobiliarias
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Luis Piñas – Alimentación & Distribución	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Filipe Aires Lopes – Química & Papel	Mariana Queirós Ferro – Telecoms
Susana André – Portugal, Assistant		

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.