

Sector: Utilities.

*Menores resultados en el nuevo periodo regulatorio 2020-25 y menor apetito inversor por compañías reguladas*

# REE

Recomendación: **Neutral**  
 Precio Objetivo: **15,8 €**  
 Potencial: **4,2%**

Analista: Aránzazu Bueno

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.225 M€  
 Último: 15,20 €/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



El recorte en ingresos regulados de la actividad de transporte de electricidad en España explica la caída en los resultados operativos del grupo en el 1T 21 (EBITDA -3%). Los ahorros en gastos financieros por el menor coste de la deuda, permiten un avance de +5% en el BNA. El Plan Estratégico 2020-2025 contempla una reducción en los resultados del grupo en este periodo, debido al 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). **Nuestra estimación asume una caída media anual en BNA de -5,3% en el periodo 2020-25.** 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 5,3% en 2023 (vs 6,6% actual). Tras estos resultados mantenemos la recomendación de Neutral con Precio Objetivo 15,80€. Los motivos por los que no recomendamos comprar la acción son: (i) En el nuevo periodo regulatorio 2020-25, REE se encuentra en **una etapa de menores beneficios y dividendos** 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 **apetito 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.

### Rdos 1T: Menores resultados operativos por el recorte en ingresos regulados.

| Ppales cifras | 2020  | 2021e | 2022e |
|---------------|-------|-------|-------|
| Ingresos      | 1.986 | 1.968 | 1.952 |
| EBITDA        | 1.569 | 1.522 | 1.506 |
| BNA           | 621   | 673   | 642   |
| Deuda Neta    | 6.113 | 6.065 | 6.076 |
| FFO           | 1.232 | 1.224 | 1.220 |
| BPA (€/acc)   | 1,15  | 1,24  | 1,19  |
| DPA (€/acc)   | 1,00  | 1,00  | 1,00  |
| PER           | 13,2  | 12,2  | 12,8  |

**Menores resultados operativos (EBITDA -3%) por recorte en el retorno financiero.** El marco regulatorio incluye un recorte en el retorno regulado de transporte de electricidad para 2021 (5,58% vs 6,0% ant.), lo que explica la caída de -6,2% en el EBITDA del negocio regulado. La mayor contribución de las filiales internacionales y la estabilidad del negocio de telecomunicaciones permiten mitigar parcialmente la caída en el EBITDA del grupo hasta -3,2%.

**Avances en BNA (+5%) gracias a los ahorros en gastos financieros.** Los gastos financieros se reducen gracias a un menor coste de la deuda: 1,5% en 1T 21 vs 2,1% en 1T 20. Esto permite un avance de +5% en el BNA del grupo

**Resultados en línea con el consenso que ya anticipaba el recorte en ingresos regulados:** EBITDA 388M€ (-3,2%) vs 387M€ estimado; BNA 181M€ (+4,9%) vs 179M€ est.

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

| Rentabilidad divid. | 6,6%  | 6,6%  | 6,6%  |
|---------------------|-------|-------|-------|
| Pay Out             | 87%   | 80%   | 84%   |
| Deuda Neta/EBITDA   | 3,9 x | 4,0 x | 4,0 x |

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.

**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€.**

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.

| Primer Trimestre     | 1T 20 | 1T 21 | Varia. |
|----------------------|-------|-------|--------|
| EBITDA Total         | 402   | 388   | -3,4%  |
| EBITDA Regulado      | 332   | 311   | -6,2%  |
| EBITDA Telecomuni.   | 58    | 58    | 0,4%   |
| EBITDA Internacional | 12    | 15    | 30,5%  |
| Coste Deuda          | 2,1%  | 1,5%  | -28,6% |
| BNA                  | 173   | 181   | 4,9%   |
| Fondos Operac. (FFO) | 367   | 361   | -1,8%  |
| Inversiones          | 457   | 82    | -82,1% |
| Deuda Neta           | 6.376 | 5.943 | -6,8%  |

### 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. Su actividad principal es el alquiler de fibra óptica a terceros. 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.

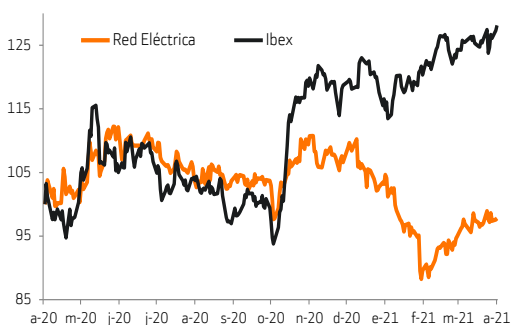
### Dividendo 2021-25 : Suelo en 0,80€/acción vs 1,0€ /acción en 2021

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. 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. A los precios actuales de mercado, la rentabilidad por dividendo se situaría en 5,3% vs 6,6% actual.

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

Los resultados operativos del 1T son débiles (EBITDA -3%) pero en línea con las estimaciones del consenso que ya anticipaba el recorte en ingresos regulados. Tras estos resultados, reiteramos la recomendación de Neutral con Pr. Objetivo 15,80 €/acción. 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 mayor visibilidad sobre el ciclo económico. La rentabilidad por dividendo sigue siendo atractiva a pesar del recorte en DPA: 5,3% 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

|                          | 2020  | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | TAMI '20-'26 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Ingresos netos           | 1.986 | 1.968 | 1.952 | 1.969 | 1.807 | 1.815 | 1.852 | -1,2%        |
| EBITDA                   | 1.569 | 1.522 | 1.506 | 1.508 | 1.331 | 1.342 | 1.375 | -2,2%        |
| EBIT                     | 929   | 1.002 | 961   | 943   | 763   | 770   | 795   | -2,6%        |
| Resultado Neto del Grupo | 621   | 673   | 642   | 622   | 483   | 480   | 507   | -3,3%        |

### Resumen Balance de Situación

|                     | 2020   | 2021e  | 2022e  | 2023e  | 2024e  | 2025e  | 2026e  | TAMI '20-'26 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| Activo No Corriente | 10.930 | 10.989 | 11.074 | 11.269 | 11.521 | 11.819 | 11.209 | 0,4%         |
| Activo Corriente    | 1.377  | 1.405  | 1.433  | 1.461  | 1.490  | 1.520  | 1.543  | 1,9%         |
| 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 | 0,6%         |
| FFPP                | 3.492  | 3.621  | 3.717  | 3.899  | 3.944  | 3.983  | 4.049  | 2,5%         |
| Pasivo no corriente | 1.418  | 1.418  | 1.418  | 1.418  | 1.418  | 1.418  | 1.418  | 0,0%         |
| Deuda financiera    | 6.595  | 6.547  | 6.558  | 6.592  | 6.823  | 7.105  | 6.445  | -0,4%        |
| Otros Pasivos       | 1.339  | 1.345  | 1.351  | 1.358  | 1.364  | 1.371  | 1.378  | 0,5%         |

\*: 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 | 1.508  | 1.331  | 1.342  | 1.375 |        |
| - Impuesto sobre Beneficio Operativo        | -251  | -240  | -236   | -191   | -192   | -199  |        |
| =NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos) | 1.272 | 1.266 | 1.272  | 1.140  | 1.149  | 1.176 |        |
| - Inversiones en activos fijos              | -610  | -660  | -1.000 | -1.060 | -1.080 | -630  |        |
| +/- Inversiones en circulante               | -21   | -22   | -22    | -23    | -23    | -16   |        |
| Flujo de Caja Operativo                     | 640   | 584   | 250    | 57     | 46     | 530   | 17.158 |

WACC 4,6%  
g 1,5%

|                                    |               |
|------------------------------------|---------------|
| Valor Presente Flujos Participadas | 14.291 M€     |
| Deuda Neta                         | 500 M€        |
| Minoritarios                       | -6.113 M€     |
| Valor                              | -194 M€       |
| Número de acciones                 | 8.569 M€      |
| Valor de la Acción                 | 541,1         |
|                                    | 15,8 €/acción |

PER 2021 implícito

12,7

EV/EBITDA 2021 implícito

9,7

#### 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.

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

### 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             | Rafael Alonso - Bancos                  |
| Aránzazu Bueno - Eléctricas          | Ana de Castro - 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 |
| Eduardo Cabero - Seguros             |   |

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