# Análisis y Mercados

bankinter.

martes, 6 de agosto de 2019

Recomendación: Neutral Precio Objetivo 18,2 €

Analista: Aránzazu Bueno

Nota Compañía: Red Eléctrica

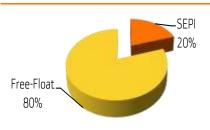
La propuesta inicial de la CNMC sorprende negativamente

#### **Datos Básicos**

Sector: Utilities.

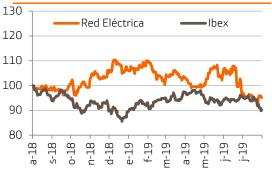
Capitalización (M €): 9.253 M€ Último: 17,10 €/acc. N° Acciones (M.): 541 M acc. Max / Min (52 sem): 20,48/16,74 €/acc. Id. Reuters / Bloomberg: REE MC / REE SM

## Accionariado



Ppales cifras	2018	2019e	2020e
Ingresos	1.949	1.976	2.014
EBITDA	1.540	1.592	1.620
BNA	705	713	644
Deuda Neta	4.683	6.037	6.227
FFO	1.220	1.237	1.262
Inversiones	547	1.770	870
BPA (€/acc)	1,30	1,32	1,19
DPA (€/acc)	0,98	1,05	1,00
PER	13,1	13,0	14,4
Rentabilidad divid.	5,7%	6,2%	5,8%
Pay Out	75%	80%	84%
Deuda Neta/EBITDA	3,0 x	3,8 x	3,8 x
Primer Semestre	1S 18	1S 19	Varia.
Ingresos	990	993	0,3%
EBITDA	777	779	0,3%
BNA	357	362	1,5%
FFO	645	648	0,5%
Cash Flow operativo	584	519	-11,1%
Inversiones	183	166	-9,3%
Deuda Neta	4.491	4.485	-0,1%
Dividendos	138	147	6,5%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Modesto crecimiento en BNA (+1,5%) en 1S' 19. Las mejoras en eficiencia y un menor coste de la deuda permiten este ligero avance en BNA ya que los ingresos regulados permanecen estables. Pero el principal foco de atención es la resolución final del proceso de revisión regulatoria para al transporte de electricidad, que se conocerá en 4T'19. La propuesta inicial de la CNMC ha sido peor de lo esperado, con un recorte de -17% en el total de ingresos regulados en 2019-26. REE ha reafirmado sus guías 2022 del Plan Estratégico: BNA similar al de 2019 y DPA mínimo de 1,0€/acción. Sin embargo, los resultados del grupo se verían muy afectados a partir de 2023, que es cuando el recorte en retribución regulada es más significativo. No es descartable que la resolución final de la CNMC incluya algún tipo de mejora vs la propuesta inicial, pero no tenemos ninguna visibilidad al respecto. Mantenemos recomendación de Neutral con Precio Objetivo 18,2€/acción para diciembre 2020

## Resultados 1TS2019: Modesto avance en BNA +1,5%

REF

Ingresos 993M€ (+0,6%), EBITDA 779M€ (+0,3%), BNA 362M€ (+1,5%); FFO 648M€ (+0,5%), DFN 4.485M€ vs 4.683M€ en Diciembre 2018. Las mejoras en eficiencia y la reducción del coste de la deuda permiten el ligero avance en BNA. Los ingresos totales del grupo se mantienen en niveles similares a los al año pasado (+0,3%). Las medidas de eficiencia (gastos operativos -0,1%) permiten el ligero avance en EBITDA (+0,3%). Los gastos financieros se reducen en el periodo (-2%) gracias a un menor coste de la deuda (2,3% vs 2,44% en 1S 18).

# Propuesta del Regulador para el periodo 2020-25

A principios de julio la Comisión Nacional de Mercados y Competencia (CNMC) hizo pública su propuesta inicial de ingresos para la red de transporte de electricidad para el próximo periodo regulatorio 2020-25. En su propuesta inicial, los ingresos regulados pasarían de 1.656M€ en 2019 a 1.379M€. Este recorte de 277M€ es muy relevante, si tenemos en cuenta que el EBITDA del grupo llegará a 1.590M€ este año, es decir un 17% del total del EBITDA del grupo. El recorte más significativo se produciría en el año 2023. El proceso de revisión regulatorio está abierto y REE presentará alegaciones a la CNMV. La propuesta final deberá estar preparada para el último trimestre del año.

# <u> Hispasat : Consolidación a partir del 4T'19 .</u>

REE ha confirmado la consolidación de Hispasat para 4T19. La inversión en Hispasat aumentará la deuda del grupo en 1.235€ hasta los 6.000M€. Hispasat representará un 10% del EBITDA del grupo en 2020.

### REE reafirma las guías del Plan Estratégico 18-22: DPA mínimo de 1,0 €/acción.

Tras la presentación de resultados, REE ha reiterado las principales guías 2022, que supone mantener el BNA en 2022 a niveles similares a los de 2019 (en el entorno de 700M€) y en DPA mínimo de 1,0€/acción (1,05€/acción en 2019). Sin embargo, a parir de 2023 el BNA y el DPA se podrían ver negativamente afectados, si finalmente se aprueba la propuesta inicial del regulador.

### Opinión: Neutral, Precio Objetivo 18,20€/acción.

Los resultados del 1S'19 han sido modestos (BNA +1,5%). Los ingresos regulados permanecen estables y los avances en BNA son posibles gracias a eficiencia operativa y ahorros en el coste de la deuda. Pero la principal variable para determinar el valor de la acción es el resultado final de la revisión regulatoria de la CNMC, que se conocerá en el último trimestre del año. La propuesta inicial ha sido peor de lo esperado al incluir un recorte de -17% en el total de ingresos regulados en el periodo. Los resultados del grupo se verían muy afectados, sobre todo a partir del año 2023, que es cuando el recorte en retribución regulada es más pronunciado para REE. Es posible que la propuesta final incluya algún tipo de mejora, pero no tenemos ninguna visibilidad al respecto.

# Análisis y Mercados



Nota Compañía: Red Eléctrica

martes, 6 de agosto de 2019

CIC					
Cifras	eп	mıll	ones	de	PHILL

Resumen	Cta	de	Pérdidas	п	Ganancias
resumen		-	. Craidas	- 91	Gariaricias

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Ingresos netos	1.949	1.976	2.014	2.046	2.082	1.825	1.859	-0,8%
EBITDA	1.540	1.592	1.620	1.653	1.687	1.428	1.462	-0,9%
EBIT	1.070	1.088	1.026	1.074	1.122	847	896	-2,9%
Resultado Neto del Grupo	705	713	644	677	697	485	519	-5,0%

# Resumen Balance de Situación

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Activo No Corriente	9.304	10.858	11.123	11.444	12.189	12.113	12.027	4,4%
Activo Corriente	1.137	1.166	1.189	1.213	1.237	1.262	1.287	2,1%
Caja e IFT	767	767	767	767	767	767	767	0,0%
Total Activo/Pasivo	11.232	12.845	13.133	13.478	14.247	14.196	14.135	3,9%
FFPP	3.361	3.553	3.646	3.772	3.918	4.005	4.099	3,4%
Pasivo no corriente	1.315	1.335	1.335	1.335	1.335	1.335	1.335	0,3%
Deuda financiera	5.450	6.804	6.994	7.208	7.828	7.685	7.527	5,5%
Otros Pasivos	1.106	1.153	1.159	1.162	1.166	1.170	1.174	1,0%

<sup>\*:</sup> TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

# Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
= EBITDA	1.620	1.653	1.687	1.428	1.462	
- Impuesto sobre Beneficio Operativo	-256	-268	-281	-212	-224	
=NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	1.364	1.385	1.406	1.216	1.238	
- Inversiones en activos fijos	-870	-910	-1.320	-645	-620	
+/- Inversiones en circulante	-18	-20	-20	-21	-21	
Flujo de Caja Operativo	476	455	66	550	597	19.193

5,2% 1,6%

Valor Presente Flujos 15.788 M€ Participadas 200 M€ Deuda Neta -6.037 M€ Minoritarios -194 M€ Valor 9.842 M€ Número de acciones 541,1

Valor de la Acción 18,2 €/acción

# Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 18,2€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER 2019 implícito 13,8

EV/EBITDA 2019 implícito 9,9

# Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACCIg	1,2%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
4,4%	23,8	24,9	26,0	27,2	28,5	29,9	31,4	33,0
4,6%	21,6	22,5	23,5	24,5	25,6	26,8	28,1	29,5
4,8%	19,6	20,4	21,2	22,1	23,1	24,1	25,2	26,4
5,0%	17,8	18,5	19,3	20,0	20,9	21,8	22,7	23,7
5,2%	16,2	16,8	17,5	18,2	18,9	19,7	20,5	21,4
5,4%	14,8	15,3	15,9	16,5	17,2	17,9	18,6	19,4
5,6%	13,5	14,0	14,5	15,0	15,6	16,2	16,9	17,6
5,8%	12,3	12,7	13,2	13,7	14,2	14,8	15,3	16,0
6,0%	11,2	11,6	12,0	12,5	13,0	13,4	14,0	14,5

# ANÁLISIS Y MERCADOS

# Notas Compañías



#### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <a href="https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis">https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis</a>
- 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
Javier Hombría - Telecos
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Marisa Mazo - Bancos
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

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