

Sector: Utilities.

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **18,0 €**
 Potencial: **9,0%**

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

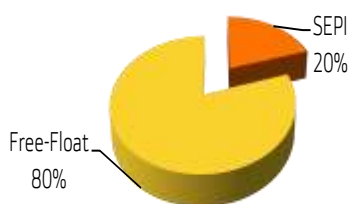
REE

Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.934 M€
 Último: 16,51 €/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



Buenos resultados de Red Eléctrica en el primer semestre de 2021 (BNA +8%), batiendo las estimaciones del consenso y acelerando el crecimiento frente al primer trimestre (BNA +5%). 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 la actividad internacional y 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 -8,3% 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 4,8% en 2023 (vs 6,1% 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. Situamos el Precio Objetivo en 18,0€/acción para finales 2022 .

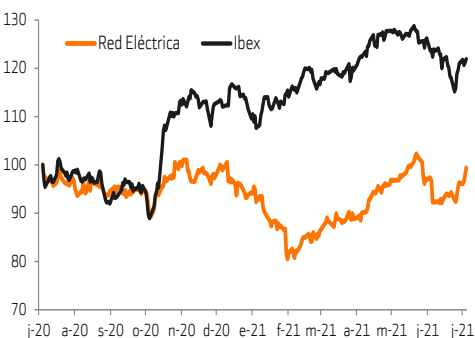
Ppales cifras

	2020	2021e	2022e
Ingresos	1.986	1.975	1.959
EBITDA	1.569	1.553	1.541
BNA	621	711	690
Deuda Neta	6.113	6.040	6.017
FFO	1.232	1.256	1.260
BPA (€/acc)	1,15	1,31	1,28
DPA (€/acc)	1,00	1,00	1,00
PER	14,4	12,6	12,9
Rentabilidad divid.	6,1%	6,1%	6,1%
Pay Out	87%	76%	78%
Deuda Neta/EBITDA	3,9x	3,9x	3,9x

Primer Semestre

	1S 20	1S 21	Varia.
EBITDA Total	770	771	0,2%
EBITDA Regulado	624	615	-1,3%
EBITDA Telecomuni.	115	121	5,6%
EBITDA Internacional	30	29	-0,1%
Coste Deuda	1,9%	1,5%	-21,1%
BNA	332	358	7,9%
Fondos Operac. (FFO)	646	653	1,0%
Inversiones	567	253	-55,4%
Deuda Neta	6.266	5.771	-7,9%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Resultados 1S 2021: BNA +8%: 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 la actividad internacional y del negocio de telecomunicaciones** (satélites y fibra óptica); (ii) **Mejoras en eficiencia** (los gastos operativos caen un -2% en el periodo); (iii) Menor **coste de la deuda** (1,5% vs 1,9% en 1S 2020) y (iv) Menor **deuda neta** (5.771M€ vs 6.266M€ en 1S 2020) por la fuerte generación de Cash Flow Operativos. Como resultado, el BNA avanza un +8% en el periodo. **Los resultados baten el consenso del mercado:** EBITDA 771M€ (+0,7%) vs 767M€ estimado; BNA 358M€ (+8,0%) vs 345M€ est; Fondos Generados por las Operaciones (FFO) 653M€ (+1,0%); Deuda Neta 5.771M€ vs 6.113M€ en diciembre 2020. Además, el crecimiento en BNA se acelera frente al +5% reportado en 1T 2021.

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 a partir de 2022 y hasta 2025 los resultados comenzarán una tendencia descendente. **Nuestra estimación asume una caída media anual en EBITDA de -3,1%** en el periodo 2021-25 hasta 1.355M€ en 2025 y **de -8,5% en BNA** hasta 496M€. 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 4,8% vs 6,1% actual.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 18,00€/acción.

Los resultados del 1S 2021 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: 4,8% en 2023-25 con la posibilidad de empezar a subir de nuevo a partir de 2025. La rotación hasta diciembre 2022 y unos mejores resultados permiten mejorar el Precio Objetivo hasta 18,00€/acción desde 15,80€/acción anterior.

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	1.975	1.959	1.977	1.815	1.823	1.884	-0,9%
EBITDA	1.569	1.553	1.541	1.545	1.344	1.355	1.409	-1,8%
EBIT	929	1.040	1.004	988	774	773	822	-2,0%
Resultado Neto del Grupo	621	711	690	669	501	496	535	-2,4%

Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo No Corriente	10.930	10.998	11.093	11.298	11.550	11.840	11.225	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	12.940	13.063	13.297	13.578	13.898	13.306	0,6%
FFPP	3.492	3.655	3.795	4.022	4.080	4.129	4.218	3,2%
Pasivo no corriente	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	1.418	0,0%
Deuda financiera	6.595	6.522	6.498	6.499	6.715	6.979	6.292	-0,8%
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	1.553	1.541	1.545	1.344	1.355	1.409	
- Impuesto sobre Beneficio Operativo	-260	-251	-247	-193	-193	-205	
=NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	1.293	1.290	1.298	1.150	1.162	1.203	
- Inversiones en activos fijos	-610	-660	-1.000	-1.060	-1.080	-620	
+/- Inversiones en circulante	-21	-22	-22	-23	-23	-16	
Flujo de Caja Operativo	661	608	276	68	59	567	18.409

WACC 4,6%
g 1,5%

Valor Presente Flujos Participadas	15.389 M€
Deuda Neta	500 M€
Minoritarios	-6.040 M€
Valor	-194 M€
Número de acciones	9.740 M€
Valor de la Acción	541,1
	18,0 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 18,00€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER 2022e implícito
13,7

EV/EBITDA 2022e implícito
10,2

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%	24,3	25,7	27,1	28,6	30,3	32,1	34,1	36,4
4,0%	21,7	22,8	24,0	25,3	26,7	28,2	29,9	31,7
4,2%	19,4	20,4	21,4	22,5	23,7	25,0	26,4	27,9
4,4%	17,4	18,3	19,2	20,1	21,1	22,2	23,4	24,7
4,6%	15,7	16,4	17,2	18,0	18,9	19,8	20,8	21,9
4,8%	14,1	14,7	15,4	16,2	16,9	17,7	18,6	19,6
5,0%	12,7	13,3	13,9	14,5	15,2	15,9	16,7	17,5
5,2%	11,4	11,9	12,5	13,1	13,7	14,3	15,0	15,7
5,4%	10,3	10,8	11,2	11,7	12,3	12,8	13,4	14,1

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

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Pilar Aranda - Petróleo

Juan Moreno - Inmobiliarias

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Eduardo Cabero - Seguros

Rafael Alonso - Bancos

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Cortina - Industriales

Luis Piñas - Consumo

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Jorge Pradilla- Logística

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