

Sector: Utilities.

Crecimiento moderado a futuro por menor retorno regulado. Rentabilidad por dividendo atractiva

## REE

19,6 €

Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 10.173 M€  
 Último: 18,80 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 541 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 20,75/15,65 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: REE MC / REE SM

### Accionariado

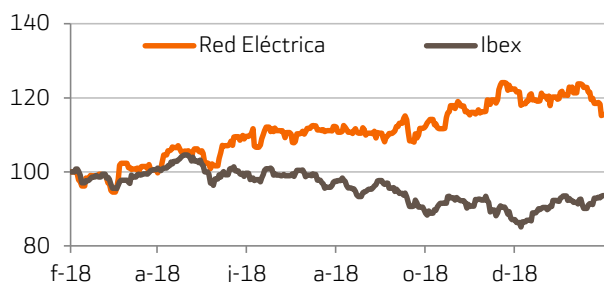


Principales cifras	2017	2018	2019e	2020e
Ingresos	1.941	1.949	2.160	2.123
EBITDA	1.520	1.540	1.720	1.675
BNA	670	704	749	723
Deuda Neta	4.792	4.683	6.032	6.205
FFO	1.188	1.219	1.323	1.297

Principales ratios	2017	2018	2019e	2020e
BPA (€/acc)	1,24	1,30	1,38	1,34
DPA (€/acc)	0,92	0,98	1,05	1,00
PER	15,2	14,4	13,6	14,1
Rentabilidad divid.	4,9%	5,2%	5,6%	5,3%
Pay Out	74%	76%	76%	75%
EV/EBITDA	9,8	9,6	9,4	9,8
Deuda Neta/EBITDA	3,2 x	3,0 x	3,5 x	3,7 x

Doce meses	2017	2018	Varia.
Ingresos	1.941	1.949	0,4%
EBITDA	1.520	1.540	1,3%
BNA	670	704	5,2%
FFO	1.188	1.219	2,6%
FFO/Deuda Neta	25%	26%	
Cash Flow Operativo	1.116	1.126	1,0%
Deuda Neta	4.792	4.683	-2,3%
Dividendos	463	495	6,9%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Resultados 2018 sin sorpresas. Las mejoras en eficiencia y un menor coste de la deuda han impulsado el crecimiento en BNA (+5%). La compra de Hispasat genera recelo por la falta de sinergias y la menor visibilidad en generación de cash flow a futuro. El nuevo Plan Estratégico 2018-22 contempla un modesto crecimiento en BNA (+1% en media) debido al recorte en el retorno regulado y al escaso margen de mejora en el coste de la deuda. El Plan Estratégico 2014-19, incluía un crecimiento mayor en BNA (+5,0%). El DPA sube un 7% en 2019 hasta 1,05€/acción y luego se mantiene en 1,0€/acción para el resto del periodo. En nuestra opinión, el mercado ha sobreaccionado ante la compra de Hispasat y el anuncio de las guías del nuevo Plan Estratégico. A pesar del recorte, la rentabilidad por dividendo sigue siendo atractiva (5,3%) y la aprobación del retorno regulado permite despejar incertidumbres. Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 19,60€/acción.

#### Resultados 2018: BNA +5,1% en línea

Ingresos 1.949M€ (+0,4%), EBITDA 1.540M€ (+1,3%), BNA 705M€ (+5,2%); FFO 1.219M€ (+2,6%), DFN 4.683M€. Motores:(i) **Crecimiento operativo por mejoras en eficiencia.** Los ingresos por la red de transporte de electricidad permanecen estables y los costes operativos caen un 5%; (ii) Ahorros financieros por menor coste de la **deuda** (2,4% vs 2,8% en 2017).

#### Propuesta de retorno regulado 2020-25: 5,58% vs 6,50% actual

El próximo periodo regulatorio comienza en 2020, hasta 2025. El retorno regulado (TRF) **actual es 6,5%**. La Comisión Nacional de Mercados y Competencia (CNMC) **ha propuesto una TRF de 5,58%**. Esto supone 110M€ de menores ingresos para REE (aprox. un 11% del Beneficio Antes de Impuestos). El máximo recorte por año se limita a 50 p.b.

#### Hispat: Impacto positivo en BNA pero aumenta la volatilidad del Cash Flow

Según REE, la compra de Hispasat **encaja en su estrategia de** convertir al grupo en un gestor de infraestructuras de telecomunicaciones para terceros, expandir su negocio internacional y mitigar la caída en ingresos regulados. El **múltiplo de adquisición** (8,3 EV/EBITDA) es razonable y la compra tendrá un impacto positivo en BNA. Además, REE tiene margen financiero suficiente en sus métricas crediticias **para afrontar la compra sin que afecte a su rating (A por S&P)**. Sin embargo, el mercado no ha recibido positivamente la operación, ya que considera que no hay sinergias operativas directas y empeora la visibilidad en los flujos de caja.

#### Plan Estratégico 18-22: +1,0% TAMI en BNA. DPA mínimo de 1,0€/acción.

Principales guías: (i) **BNA:** Crecimiento medio anual del 1,0%. El recorte en el retorno regulado y el escaso margen de maniobra actual para seguir reduciendo el coste financiero, explican el menor crecimiento en este periodo vs +5,0% en el Plan anterior 2014-19; (ii) **DPA:** + 7% en 2019 hasta 1,05€/acción y luego un dividendo mínimo de 1,0€/acción en el periodo; (iii) **Inversiones de 6.000M€:** 53% en la red de transporte de electricidad, 28% en telecomunicaciones (incluye Hispasat), y 28% en internacional. Las inversiones se incrementan respecto al Plan anterior (4.600M€) debido a las interconexiones (Francia e islas) y a la integración de la nueva capacidad en renovables.

#### Opinión: Neutral, Precio Objetivo 19,60€/acción.

Rdos 2018 sin sorpresas. La compra de Hispasat genera recelo debido a la falta de sinergias directas y a la mayor volatilidad en la generación de cash flow. El crecimiento en BNA es modesto comparado con el Plan Estratégico anterior (+1% vs +5%), y el DPA sufre un ligero recorte en 2020. Sin embargo, la rentabilidad por dividendo sigue siendo atractiva (5,3%) con el nivel de 1,0€/acción y la aprobación del retorno regulado permite despejar incertidumbres.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de esta informe)

Ramón Forcada Aránzazu Cortina Esther G. de la Torre Pilar Aranda Susana André (Mktg & Support)  
 Juan Tuesta Ana de Castro Rafael Alonso Joao Pisco Elena Fernández-Trapiella

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 14

28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Ingresos netos	1.941	1.949	2.160	2.123	2.105	2.167	2.199	2,4%
EBITDA	1.520	1.540	1.720	1.675	1.647	1.693	1.712	2,1%
EBIT	1.031	1.070	1.169	1.125	1.085	1.097	1.088	0,3%
<b>Resultado Neto del Grupo</b>	<b>670</b>	<b>704</b>	<b>749</b>	<b>723</b>	<b>686</b>	<b>702</b>	<b>706</b>	<b>0,0%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2016	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Activo No Corriente	9.214	9.304	10.882	11.210	11.946	12.648	12.527	6,1%
Activo Corriente	1.053	1.137	1.166	1.189	1.213	1.237	1.262	2,1%
Caja e IFT	570	767	767	767	767	767	767	0,0%
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>10.918</b>	<b>11.232</b>	<b>12.869</b>	<b>13.221</b>	<b>13.980</b>	<b>14.706</b>	<b>14.610</b>	<b>5,4%</b>
FFPP	3.093	3.361	3.581	3.755	3.834	3.912	4.018	3,6%
Pasivo no corriente	1.258	1.315	1.335	1.335	1.335	1.335	1.335	0,3%
Deuda financiera	5.362	5.450	6.799	6.972	7.649	8.293	8.087	8,2%
Otros Pasivos	1.206	1.106	1.153	1.159	1.162	1.166	1.170	1,1%

\*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
= EBITDA	1.720	1.675	1.647	1.693	1.712	
- Impuesto sobre Beneficio Operativo	-292	-281	-271	-274	-272	
=NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	1.428	1.394	1.376	1.419	1.440	
- Inversiones en activos fijos	-1.840	-890	-1.310	-1.310	-645	
+/- Inversiones en circulante	-21	-18	-20	-20	-21	
<b>Flujo de Caja Operativo</b>	<b>-433</b>	<b>486</b>	<b>46</b>	<b>88</b>	<b>774</b>	<b>21.244</b>

Wacc 5,3%  
g 1,6%

Valor Empresa 16.316 M€  
Filiales 200 M€  
Deuda Neta -4.683 M€  
Minoritarios & Prov. -85 M€  
Valor Equity 10.599 M€  
Número de Acciones 541  
**Valor por Acción DCF 19,6 €/acción**

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,6€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER 2019 implícito  
14,2

EV/EBITDA 2019 implícito  
9,7

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	1,2%	1,3%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
4,5%	24,5	25,6	26,7	29,3	30,7	32,2	33,9	35,6
4,7%	22,2	23,2	24,2	26,4	27,6	28,9	30,3	31,8
4,9%	20,2	21,0	21,9	23,8	24,9	26,0	27,3	28,5
5,1%	18,3	19,1	19,9	21,6	22,5	23,5	24,6	25,7
5,3%	16,7	17,4	18,1	19,6	20,4	21,3	22,2	23,2
5,5%	15,2	15,8	16,4	17,8	18,5	19,3	20,1	21,0
5,7%	13,8	14,4	14,9	16,2	16,8	17,5	18,3	19,0
5,9%	12,6	13,1	13,6	13,8	13,9	15,9	16,6	17,3
6,1%	11,4	11,9	12,4	13,4	13,9	14,5	15,1	15,7

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de esta informe)

Ramón Forcada Aránzazu Cortina Esther G. de la Torre Pilar Aranda Susana André (Mktg & Support)  
Juan Tuesta Ana de Castro Rafael Alonso Joao Pisco Elena Fernández-Trapiella

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 14  
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)