

*La propuesta revisada de la CNMC no mejora el escenario de recortes*

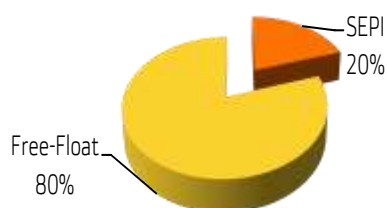
# REE

Analista: Aránzazu Bueno

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 9.845 M€  
 Último: 18,20 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 541 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 20,48/16,74 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg.: REE MC / REE SM

### Accionariado



REE ha publicado sus resultados del tercer trimestre y la CNMC ha enviado al Consejo de Estado su propuesta revisada de ingresos regulados. Los resultados muestran un modesto avance en BNA (+1,6%) y sin sorpresas. La propuesta revisada de la CNMC no mejora el escenario de recortes. El recorte punto a punto (2025 vs 2020) es mayor en la propuesta revisada (-17,9%) que en la propuesta inicial (-16,7%). El proceso está abierto todavía. Antes de que la CNMC apruebe las circulares definitivas, los proyectos requieren el informe preceptivo del Consejo de Estado. De confirmarse esta propuesta, los resultados del grupo se verían afectados, sobre todo a partir del año 2024, que es cuando el recorte en retribución es más pronunciado. Estimamos que el DPA podría reducirse hasta el entorno de 0,70 o 0,80 €/acción desde 1,05 actual. La rentabilidad por dividendo se situaría en el entorno del 4% vs 5,8% actual. Mantenemos recomendación de Neutral con Precio Objetivo de 18,20€/acción.

### Resultados 9M 2019: Modesto avance en BNA +1,5% y sin sorpresas.

Ingresos 1.477M€ (+0,5%), EBITDA 1.156M€ (+0,7%), BNA 529M€ (+1,6%); Fondos generados por las operaciones (FFO) 991M€ (+1,0%); Inversiones 464M€ y Deuda Neta 4.973M€ vs 4.683M€ en Diciembre 2018.

| 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                 | 14,0  | 13,8  | 15,3  |
| Rentabilidad divid. | 5,4%  | 5,8%  | 5,5%  |
| Pay Out             | 75%   | 80%   | 84%   |
| Deuda Neta/EBITDA   | 3,0x  | 3,8x  | 3,8x  |

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 y los ahorros de costes operativos permiten el ligero avance en EBITDA. Los gastos financieros se moderan gracias a un menor coste de la deuda (2,3% vs 2,4% en 9M 18).

### La propuesta revisada del CNMC no mejora el escenario de recortes

El 31 de octubre, la Comisión Nacional de Mercados y Competencia (CNMC) mandó al Consejo de Estado su propuesta revisada de ingresos para la red de transporte de electricidad para el próximo periodo regulatorio 2020-25. La propuesta revisada no deja buenas noticias para REE. El recorte en ingresos términos acumulados es sólo marginalmente mejor en la nueva propuesta (-7% vs -8%). Además establece unos ingresos menores para 2025, base para la siguiente revisión regulatoria. Los ingresos en 2025 se situarían en 1.359M€ vs 1.379M€ en la propuesta inicial, es decir un -1,5% inferiores. El recorte punto a punto (2025 vs 2020) es mayor en la propuesta revisada (-17,9%) que en la propuesta inicial (-16,7%). Antes de que la CNMC apruebe las circulares definitivas, los proyectos requieren el informe preceptivo del Consejo de Estado.

### El recorte en ingresos regulados afectaría al dividendo a partir de 2024.

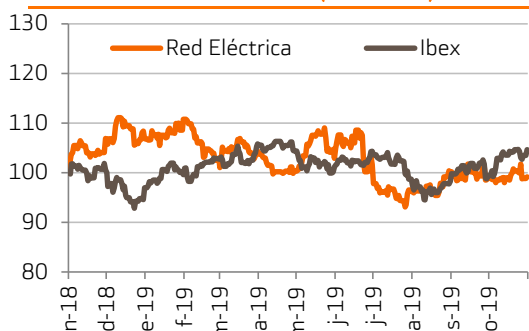
En su Plan Estratégico REE espera un BNA para 2022 a niveles similares a los de 2019 (700M€) y en DPA mínimo de 1,0€/acción (1,05€/acción en 2019). Sin embargo, a partir de 2024 el BNA y el DPA se podrían ver negativamente afectados, si finalmente se aprueba la propuesta inicial del regulador. Estimamos que el DPA podría reducirse hasta el entorno de 0,70 o 0,80 €/acción. La rentabilidad se situaría en el entorno del 4% vs 5,8% actual.

| Nueve Meses         | 9M 18 | 9M 19 | Varia. |
|---------------------|-------|-------|--------|
| Ingresos            | 1.470 | 1.477 | 0,5%   |
| EBITDA              | 1.147 | 1.156 | 0,7%   |
| BNA                 | 521   | 529   | 1,5%   |
| FFO                 | 980   | 991   | 1,1%   |
| Cash Flow operativo | 790   | 729   | -7,7%  |
| Inversiones         | 404   | 464   | 14,9%  |
| Deuda Neta          | 4.865 | 4.949 | 1,7%   |
| Dividendos          | 495   | 531   | 7,2%   |

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

Los resultados 9M'19 han sido modestos (BNA +1,5%) y sin sorpresas. El principal foco en la actualidad es el resultado final de la revisión regulatoria de la CNMC. La propuesta revisada (31 de Octubre) no mejora el escenario de recortes. El recorte punto a punto (2025 vs 2020) es mayor en la propuesta revisada (-17,9%) que en la propuesta inicial (-16,7%). Antes de que la CNMC apruebe las circulares definitivas, los proyectos requieren el informe preceptivo del Consejo de Estado. De confirmarse esta propuesta, los resultados del grupo se verían muy afectados, sobre todo a partir del año 2024, que es cuando el recorte en retribución regulada es más pronunciado para REE.

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Cifras en millones de euros

### Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

|                          | 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%         |
| <b>Total Activo/Pasivo</b> | <b>11.232</b> | <b>12.845</b> | <b>13.133</b> | <b>13.478</b> | <b>14.247</b> | <b>14.196</b> | <b>14.135</b> | <b>3,9%</b>  |
| 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%         |

\*: 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        |               |
| <b>Flujo de Caja Operativo</b>              | <b>476</b> | <b>455</b> | <b>66</b> | <b>550</b> | <b>597</b> | <b>18.793</b> |

4,9%

1,3%

Valor Presente Flujos 15.805 M€

Participadas 200 M€

Deuda Neta -6.037 M€

Minoritarios -194 M€

Valor 9.859 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 | 0,9% | 1,1% | 1,2% | 1,3%        | 1,4% | 1,5% | 1,6% | 1,7% |
|--------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| 4,1%   | 23,8 | 24,8 | 25,9 | 27,1        | 28,3 | 29,7 | 31,2 | 32,7 |
| 4,3%   | 21,6 | 22,5 | 23,4 | 24,4        | 25,5 | 26,7 | 27,9 | 29,2 |
| 4,5%   | 19,6 | 20,4 | 21,2 | 22,1        | 23,0 | 24,0 | 25,1 | 26,3 |
| 4,7%   | 17,8 | 18,5 | 19,3 | 20,0        | 20,9 | 21,7 | 22,7 | 23,7 |
| 4,9%   | 16,3 | 16,9 | 17,5 | <b>18,2</b> | 18,9 | 19,7 | 20,5 | 21,4 |
| 5,1%   | 14,8 | 15,4 | 16,0 | 16,6        | 17,2 | 17,9 | 18,6 | 19,4 |
| 5,3%   | 13,5 | 14,0 | 14,6 | 15,1        | 15,7 | 16,3 | 16,9 | 17,6 |
| 5,5%   | 12,4 | 12,8 | 13,3 | 13,8        | 14,3 | 14,8 | 15,4 | 16,0 |
| 5,7%   | 11,3 | 11,7 | 12,1 | 12,6        | 13,0 | 13,5 | 14,0 | 14,6 |

## INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

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.

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 de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director

Rafael Alonso – Bancos

Ana de Castro – 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 – Consumo

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.

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>  
<https://bankinter.com/broker/analisis>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid