Sector: Utilities.

Rdos 1S17 en línea. ¿Posible recorte en remuneración a partir de 2020?

REE

Precio Objetivo: 20,4€

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

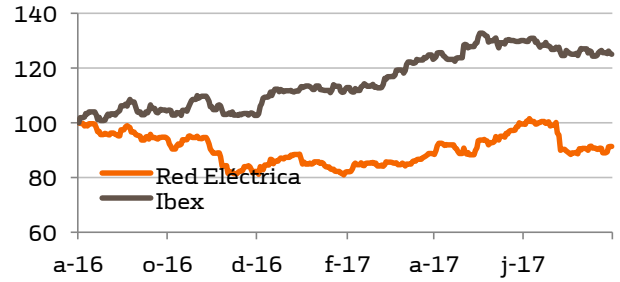
Capitalización (M €):	10.010 M€
Último:	18,50 €/acc.
Nº Acciones (M.):	541 M acc.
Max / Min (52 sem):	20,77/16,26 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	REE MC / REE SM

Accionariado

Principales cifras	2015	2016	2017e	2018e
Ingresos	1.939	1.932	1.976	2.034
EBITDA	1.458	1.486	1.517	1.559
BNA	607	638	669	704
Deuda Neta	4.906	4.949	4.693	4.781
Inversiones	448	599	405	755
FFO	1.135	1.147	1.163	1.205
Principales ratios	**2015**	**2016**	**2017e**	**2018e**
BPA (€/acc)	1,12	1,18	1,24	1,30
DPA (€/acc)	0,80	0,86	0,92	0,98
PER	16,5	15,7	15,0	14,2
Rentabilidad divid.	**4,3%**	**4,6%**	**5,0%**	**5,3%**
Pay Out	**72%**	**73%**	**74%**	**76%**
EV/EBITDA	**10,2**	**10,1**	**9,7**	**9,5**
Deuda Neta/EBITDA	3,4 x	3,3 x	3,1 x	3,1 x

Primer Semestre	1H 16	1H 17	Varia.
Ingresos	968	987	2,0%
EBITDA	754	770	2,0%
EBIT	514	523	1,9%
BNA	323	340	5,1%
FFO	631	643	1,8%
Deuda Neta	5.060	4.744	-6,3%
Inversiones	-365	-198	-46%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

La entrada en funcionamiento de nuevos activos regulados de transporte y un menor coste de la deuda son los motores del BNA (+5,1%). Resultados en línea con las guías para el conjunto del año (+5,0%) y con 1T'17 (+4,7%). REE ha reiterado los objetivos de su Plan Estratégico 2014-19: TAMI +5/6% en BNA y +7% en dividendo. El principal atractivo de REE radica en la combinación de un modelo de negocio predecible, con cierto crecimiento, y una rentabilidad por dividendo atractiva (5,0% en 2017). Sin embargo, vemos probable un recorte en remuneración a partir del próximo periodo regulatorio (a partir de 2020). Este factor nos hace ser más prudentes sobre la acción a estos niveles. Mantenemos recomendación de Neutral con Precio Objetivo de 20,4€/acción

Rdos 1S 17: BNA +5,1% gracias a nuevos activos regulados y un menor coste de la deuda. En línea con 1T'17 y las guías del año.

Principales cifras comparadas vs consenso de Bloomberg: Ingresos 987M€ (+2,0%) vs 990M€ est. EBITDA 770M€ (+2,0%) vs 700M€ est., BNA 340M€ (+5,1%) vs 340M€ esti. DFN 4.744M€ (3,1x EBITDA). Tendencias: (i)**Crecimiento de ingresos por mayor remuneración al transporte de energía tras la entrada en servicio de** nuevos activos. Los ingresos de telecomunicaciones y los relativos a la operación del sistema, se mantienen planos; (ii) M**enor coste de la deuda (2,83%% vs 3,0% en 1S'16)** y menor deuda media, permiten una caída 8% en el gasto financiero; (v) **Los fondos generados por las operaciones (FFO) crecen a menor ritmo que el BNA (1,8% vs 5,1%)** debido al incremento de los pagos a cuenta del impuesto de sociedades.

Reafirma guías 2017 y objetivos del Plan Estratégico 2014-19

Guia 2017: BNA +5,0% y DPA +7%. Objetivos del Plan Estratégico 2014-2019 (PE): (i) T**asa media de crecimiento en BNA** +5/+6% y +7% en **dividendo;** (ii) I**nversiones** ~4.600M€ (3.100M€ en red de transporte, 475M€ en fibra óptica, 1.000M€ nuevas actividades). REE acelerará las inversiones en 2018-19 por el retraso en el Plan Nacional de Infraestructuras; (iii) Margen **EBITDA del** 76% en 2019; (iv) **DN/EBITDA medio 3,5x, para mantener el *rating* crediticio actual.**

Incertidumbre regulatoria: ¿Recorte en remuneración a partir de 2020?.

El próximo periodo regulatorio comienza en 2020 y vemos probable un recorte en la Tasa de Retorno Financiero (TRF). Actualmente la TRF se encuentra en 6,5% (rendimiento del bono a 10 años -cuando se estableció la remuneración- +200pbs). En mayo comenzó el periodo de cómputo de 2 años para el bono a 10 años para fijar la nuevo TRF. La bajada de TIR del bono podría resultar en una TRF menor para REE a partir de 2020. Por el lado positivo, la base de activos regulados seguirá creciendo por las interconexiones internacionales.

Opinión: Neutral

Rdos 1H17 sin sorpresas y se refirman los objetivos del PE. El perfil de negocio regulado permite generar un cash flow predecible y la rentabilidad por dividendo es atractiva. Sin embargo, **vemos posible un recorte en la remuneración a partir del próximo periodo regulatorio**. Este factor nos hace ser más prudentes sobre la acción. Precio Objetivo 20,4 €/acción (Dic 2018).

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de esta informe)
Ramón Forcada Eva del Barrio Belén San José Esther G. de la Torre Susana André (Mktg & Support)
Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 12
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Ingresos netos	1.939	1.932	1.976	2.034	2.092	2.051	2.014	0,8%
EBITDA	1.458	1.486	1.517	1.559	1.603	1.554	1.508	0,3%
EBIT	989	1.003	1.026	1.059	1.086	1.025	970	-0,7%
Resultado Neto del Grupo	607	638	669	704	738	682	633	-0,2%

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Activo No Corriente	9.157	9.257	9.149	9.384	9.605	9.758	9.902	1,4%
Activo Corriente	1.055	1.002	1.032	1.063	1.094	1.127	1.172	3,2%
Caja e IFT	387	251	251	251	251	251	251	0,0%
Total Activo/Pasivo	10.598	10.550	10.472	10.739	10.992	11.178	11.366	1,5%
FFPP	2.761	2.921	3.092	3.264	3.433	3.555	3.644	4,5%
Pasivo no corriente	1.214	1.193	1.193	1.193	1.193	1.193	1.193	0,0%
Deuda financiera	5.293	5.201	4.945	5.032	5.110	5.166	5.259	0,2%
Otros Pasivos	1.331	1.236	1.242	1.249	1.256	1.263	1.270	0,6%

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
= EBITDA	1.517	1.559	1.603	1.554	1.508	
- Impuesto sobre Beneficio Operativo	-256	-265	-272	-256	-242	
=NOPLAT (Bº Operativo Después de Impuestos)	1.261	1.295	1.331	1.298	1.266	
- Inversiones en activos fijos	-405	-755	-755	-700	-700	
+/- Inversiones en circulante	-23	-24	-25	-26	-38	
Flujo de Caja Operativo	833	516	551	572	528	16.948

Wacc	4,9%	
g	1,0%	
Valor Empresa	15.731	M€
Filiales	250	M€
Deuda Neta	-4.693	M€
Minoritarios & Prov.	-100	M€
Valor Equity	11.218	M€
Número de Acciones	541	
Valor por Acción DCF	20,7	€/acción

Método de valoración:
Establecemos un precio objetivo de 20,4€ en función de dos métodos de valoración: descuento de flujo de caja libre y descuento de dividendos, con las hipótesis y ponderaciones recogidas en las tablas adjuntas. Utilizamos como base del DCF el Beneficio Operativo Después de Impuestos y añadimos el valor estimado de las filiales/participaciones financieras.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento 2021-2025
Dividendo por acción	0,92	0,98	1,05	1,03	1,01	-0,4%
% a/a	7,0%	7,0%	7,0%	-1,8%	-2,6%	Crecimiento 2026-2031
						2,0%

Ke	6,15%	
Estimación DDM	19,1	€/acción

Precio Objetivo

		Ponderación			
Valoración CDF	20,7	80%			
Valoración DDiv	19,1	20%			
Precio Objetivo	**20,4**	€/acción	**PER'17 implícito**	**16,5 x**	

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de esta informe)
Ramón Forcada Eva del Barrio Belén San José Esther G. de la Torre Susana André (Mktg & Support)
Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 12
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal