

Iberdrola

Precio Objetivo: 6,5€

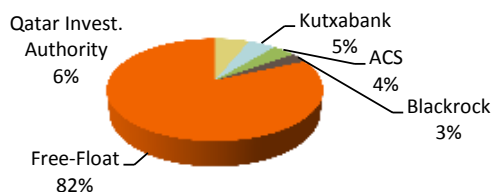
Recomendación: Comprar

Deja atrás su particular "travesía por el desierto".

Datos Básicos

Capitalización (M €): 37.028 M€
 Último: 5,80 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 6.389 M acc.
 Max / Min (52 sem): 6,18/4,68 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC / IBE.SM

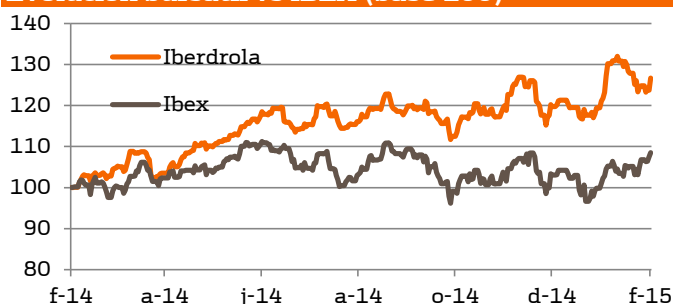
Accionariado



Desglose negocio '14

	EBITDA	%	Var a/a
Regulado	3.535	51%	5,6%
Liberalizado	2.292	33%	15,4%
Renovables	1.326	19%	-11,7%
Otros	-188	-3%	

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Evolución bursátil

	2012	2013	2014	2015
Gas Natural	2%	38%	11%	-2%
Endesa	6%	38%	-29%	1%
EDP	-4%	17%	21%	2%
EON	-15%	-5%	6%	-6%
Enel	0%	1%	16%	6%
EDF	-26%	84%	-11%	4%
Centrica	15%	4%	-20%	1%
Iberdrola	-13%	10%	21%	4%

PER

	2012	2013	2014	2015e
Gas Natural	9,3 x	13,0 x	13,4 x	13,7 x
Endesa	8,8 x	41,2 x	31,1 x	12,9 x
EDP	8,2 x	11,2 x	14,7 x	12,6 x
EON	12,5 x	12,2 x	n.a.	15,1 x
Enel	8,5 x	n.a.	12,1 x	12,4 x
EDF	7,9 x	12,9 x	11,3 x	11,5 x
Centrica	13,9 x	18,9 x	21,3 x	12,4 x
Promedio sector	9,9 x	18,2 x	17,3 x	12,9 x
Iberdrola	9,6 x	11,2 x	16,6 x	15,7 x

Principales magnitudes y ratios

	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TACC'15-19
Ingresos	30.032	32.191	33.042	33.904	34.596	35.302	2,3%
EBITDA	6.965	7.372	7.501	7.696	7.819	7.978	2,0%
BNA	2.327	2.399	2.483	2.535	2.609	2.712	3,1%
BPA	0,36	0,38	0,40	0,41	0,42	0,43	
DPA	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27	
PER	15,1 x	15,1 x	14,6 x	14,3 x	13,9 x	13,3 x	
Rentabilidad por dividendo	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	
ROE	6,5%	6,6%	6,7%	6,6%	6,7%	6,8%	
DFN/FFPP	71%	69%	67%	67%	66%	65%	
DFN/EBITDA	3,6 x	3,4 x	3,3 x	3,3 x	3,3 x	3,3 x	

Ratios 2014 calculados con cotización de cierre de año, resto con última cotización.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco
 Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

28108 Madrid

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Tras la presentación de resultados 2014, mantenemos la recomendación de Comprar con Precio Objetivo en 6,5€/acción.

Resultados 2014:

Principales cifras comparadas con el consenso de Reuters: Ingresos 30.032M€ (-3,4%); EBITDA 6.965M€ (+3,1%) vs 6.874M\$ e., EBIT 3.941 (+78% ya que no recoge 1.850M€ de provisiones por Gas USA y Renovables realizados en 2013), BNA 2.327M€ (-9,5%) vs 2.354M€ e (la caída se explica por la ausencia del impacto positivo del ahorro fiscal de la actualización de balances registrado el año pasado, 1.538M€). Estas cuentas recogen un efecto negativo de -617M€ por el impacto diferencial de las medidas regulatorias en España (menor retribución de la Distribución y Renovables así como disminución del incentivo a la inversión y financiación del Bono Social).

Deuda Financiera Neta: 25.619M€ vs 26.836M€ en dic'13, DN/FFPP: 0,72x (vs 0,76x a dic'13), DN/EBITDA 3,7x. Sin contar los derechos de cobro regulatorios financiados, la cifra se sitúa en 25.233M€, en línea con el objetivo de 25.000M€ fijado en su plan Perspectivas 2014-16.

La producción neta aumenta un +1,8% alcanzando los 138.892 GWh. Por países, España (+5,1%), Gran Bretaña (-5,1%), Estados Unidos (-2,4%), y LatAm (+3,3%).

Perspectivas:

De cara a 2015, el negocio Regulado y Renovable debería mejorar con el Liberalizado más o menos estable. Esto llevaría a unas cifras de EBITDA y BNA recurrente superiores. Por otro lado, la activa gestión del pasivo les permitirá reducir el coste medio de la deuda en unos 15/20 p.b. desde 4,35% actual, y la apreciación del dólar y la libra esterlina puede tener un impacto positivo de cerca de 150M€ (2% del EBITDA).

Opinión:

Se trata de un buen resultado que viene a corroborar un cambio de tendencia. Después del estancamiento en 2012 y la caída en 2013, el EBITDA ha recuperado la senda del crecimiento. El beneficio bruto operativo mejora tanto en el negocio Regulado (+5,6%, gracias a la expansión de Reino Unido, EEUU y Brasil, y a la estabilización en España) como el Liberalizado (+15%, por el crecimiento en España y Reino Unido principalmente), no así en el de Renovables (-12%, lastrado por el impacto de las medidas regulatorias en España).

Sin embargo, el *conference call* de resultados nos dejó algo decepcionados por dos aspectos especialmente: (i) Después de haber batido en 2014 su propio objetivo de EBITDA en +5,5% (su guía era 6.600M€), la compañía quiso enfriar las expectativas de crecimiento para este año y se limitó a indicar que mejorará. Parece que hasta verano/otoño no tendrán visibilidad suficiente (a pesar de que el 51% del negocio son Redes, bastante predecible). (ii) El dividendo mínimo de 0,27€/acción se va a mantener ahí durante los próximos años cuando nosotros esperábamos que fuera aumentando. La explicación es que Iberdrola quiere volver a un ratio de *payout* del 60/65% después de haberlo aumentado hasta el 74% como consecuencia de la estabilidad del dividendo en un entorno de caídas de BPA. En cualquier caso, seguiría ofreciendo una rentabilidad atractiva, del 4,7% a los precios actuales.

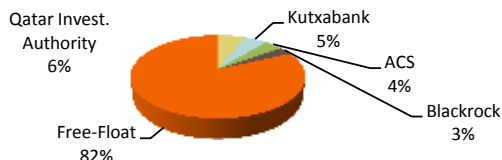
Sector: Utilities.

Descartando un nuevo escenario de crecimiento, potenciado por la depreciación del €.

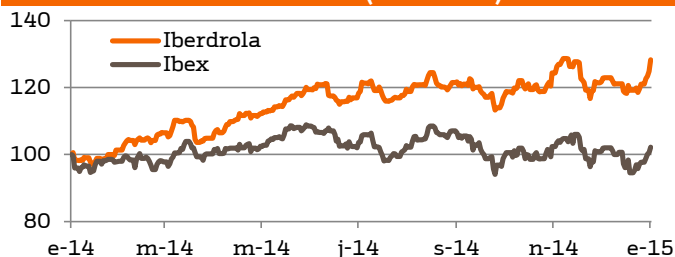
Datos Básicos

Capitalización (M €): 36.862 M€
 Último: 5,77 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 6.389 M acc.
 Max / Min (52 sem): 5,95/4,47 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC / IBE.SM

Accionariado



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Evolución bursátil

	2012	2013	2014	2015
Gas Natural	2%	38%	11%	-3%
Endesa	6%	38%	-29%	2%
EDP	-4%	17%	21%	8%
E.On	-15%	-5%	6%	-7%
Enel	0%	1%	16%	4%
EDF	-26%	84%	-11%	-2%
Centrica	15%	4%	-20%	-3%
Iberdrola	-13%	10%	21%	3%

PER

	2012	2013	2014	2015e
Gas Natural	9,3 x	13,0 x	13,3 x	13,7 x
Endesa	8,8 x	41,2 x	31,2 x	11,3 x
EDP	8,2 x	11,2 x	14,5 x	13,4 x
E.On	12,5 x	12,2 x	n.a.	14,9 x
Enel	8,5 x	n.a.	12,0 x	12,6 x
EDF	7,9 x	12,9 x	10,8 x	10,5 x
Centrica	13,9 x	18,9 x	21,3 x	13,4 x
Promedio sector	9,9 x	18,2 x	17,2 x	12,8 x
Iberdrola	9,6 x	11,2 x	15,5 x	15,4 x

Descuento Cash-flow libre operativo

WACC	5,2%		
g	1,2%		
EV	65.854 M€		Precio objetivo
EqV	41.520 M€	Nº acc. (M) 6.389	6,5

Principales magnitudes y ratios

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TACC'15-19
Ingresos	30.053	32.191	32.952	33.812	34.503	35.208	2,3%
EBITDA	6.891	7.381	7.380	7.403	7.554	7.709	1,1%
BNA	2.263	2.396	2.503	2.486	2.581	2.678	2,8%
BPA	0,35	0,38	0,39	0,39	0,40	0,42	
DPA	0,27	0,28	0,29	0,29	0,30	0,31	
PER	15,5 x	15,4 x	14,7 x	14,8 x	14,3 x	13,8 x	
Rentabilidad por dividendo	4,9%	4,9%	5,1%	5,1%	5,3%	5,4%	
ROE	6,3%	6,5%	6,7%	6,6%	6,7%	6,8%	
DFN/FFPP	75%	74%	72%	72%	71%	71%	
DFN/EBITDA	3,9 x	3,7 x	3,6 x	3,7 x	3,6 x	3,6 x	

Ratios 2014 calculados con cotización de cierre de año, resto con última cotización.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco

Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cai/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

28108 Madrid

Iberdrola

Precio Objetivo: 6,5€

Recomendación: Comprar

Actualizamos el precio objetivo de la eléctrica desde 4,9€/acción hasta 6,5€/acción, lo que supone un potencial de revalorización de +13% desde los precios actuales, y mejoramos la recomendación desde Neutral hasta Comprar ya que vemos dicho precio como un suelo susceptible de ser mejorado si se van materializando las palancas de mejora que identificamos.

De cara a los próximos meses pensamos que el título se verá influenciado por los siguientes aspectos:

Catalizadores positivos:

- La depreciación del euro favorecerá sus cuentas dado que aproximadamente la mitad del EBITDA se genera fuera de España y de la UEM.

- En los nueve primeros meses de 2014 sus cuentas recogen un impacto negativo de -465M€ por la nueva regulación pero, de ahora en adelante, el fin de la incertidumbre regulatoria en España sería un catalizador.

- La demanda eléctrica en España ha cerrado 2014 con un descenso de -0,2% a/a con datos corregidos por calendario y temperaturas (vs -2,2% en 2013). No obstante, la industrial ya ha dado un giro y esperamos que la demanda total crezca este año en línea con la recuperación económica (+2%).

- La caída del precio del petróleo y del gas abaratará sus aprovisionamientos, lo que se traducirá en una subida de los márgenes hasta que se vayan trasladando a los clientes.

- La retribución mínima al accionista de 0,27€/acción no está en riesgo en la medida en que el negocio está empezando a mejorar y la compañía está cerca de alcanzar su objetivo de deuda neta en 25.000M€ (descartando el déficit de tarifa ya lo habría alcanzado al situarse en 24.673M en sept'14).

- A los precios actuales, dicho dividendo supone una rentabilidad de +4,9%, muy atractiva teniendo en cuenta que nos encontramos en un entorno de tipos cero.

Riesgos:

- ACS todavía conserva el 3,9% del capital del que se irá deshaciendo progresivamente. Esta "presión" de papel puede pesar sobre la cotización de la eléctrica.

- El precio objetivo de 6,5€/acción supone un PER implícito de 17x, algo elevado en términos históricos y de comparables, por lo que la compañía debería ir materializando subidas de BPA para que su cotización pueda seguir subiendo dado que no esperamos ver una mayor expansión de sus múltiplos.

Método de valoración.-

Hemos calculado el precio objetivo en función de un modelo de descuento de flujos de caja con las hipótesis de trabajo recogidas en el cuadro de la izquierda.

Ampliaremos el contenido de esta nota tras la publicación de los resultados anuales el próximo 18 de febrero, cuando podríamos "afinar" nuestro precio objetivo.