

Sector: Utilities.

Un año más de travesía en el desierto.

Iberdrola

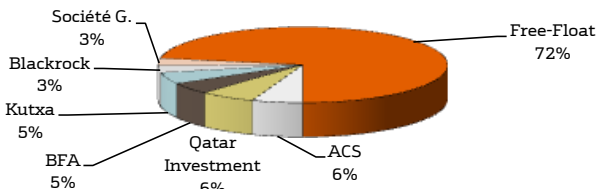
Precio Objetivo: 4,9 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 30.657 M€
 Último: 4,81 €/acc.
 N° Acciones (M.): 6.374 M acc.
 Max / Min (52 sem): 4,83/3,63 €/acc.,
 Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC / IBE.SM

Accionariado



Desglose negocio (2013)

	EBITDA	%	Var a/a
Regulado	3.685	51%	-2,3%
Liberalizado	2.018	28%	-14,3%
Renovable	1.573	22%	-2,9%

Producción neta (2013)

	GWh	%	Var a/a
Hidráulica	17.685	13%	48,3%
Nuclear	22.889	17%	-12,0%
Ciclos combinados Gas	42.442	31%	-0,8%
Renovables	33.899	25%	6,7%
Carbón	12.590	9%	-21,0%
Otras (Cogeneración)	6.842	5%	8,1%

Áreas geográficas

	EBITDA 2013	%
España	3.483	48%
Reino Unido	1.495	20%
EEUU	1.143	16%
Latinoamerica	925	13%
Otros	219	3%

Principales ratios

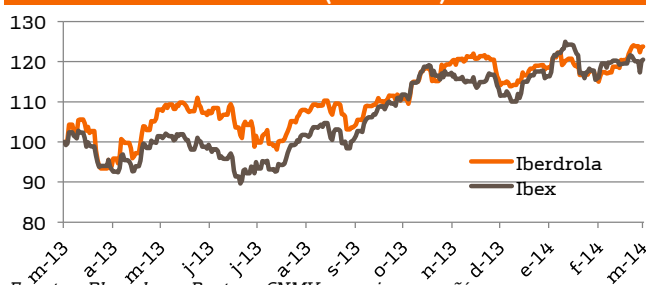
	2011	2012	2013	2014e
BPA (€/acc)	0,52	0,46	0,41	0,35
PER	9,4 x	9,1 x	11,3 x	13,7 x
DPA (€/acc)	0,32	0,28	0,27	0,26
Rentabilidad por dividendo*	6,6%	6,6%	5,8%	5,5%
Deuda Neta/FFPP	95%	89%	79%	65%
Deuda Neta/EBITDA	4,1 x	3,9 x	3,9 x	3,7 x
ROE	8,4%	8,3%	7,3%	5,9%

*2011,12 y 13 con precio cierre año, 2014 con el último cierre.

Evolución bursátil

	2011	2012	2013	2014
Gas Natural	15%	2%	38%	1%
Endesa	-18%	6%	38%	3%
EDP	-4%	-4%	17%	13%
EON	-27%	-15%	-5%	7%
RWE	-45%	15%	-15%	15%
EDF	-39%	-26%	84%	12%
Centrica	-13%	15%	4%	-8%
Iberdrola	-16%	-13%	10%	2%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuente: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Revisamos el precio objetivo de Iberdrola de 4,1 €/acción a 4,9€/acción, lo que implica un potencial de revalorización de +2% desde los precios actuales. Mantenemos la recomendación sobre el valor en Neutral ya que en el corto plazo continuará sin presentar crecimiento pero, por otro lado, presenta una rentabilidad por dividendo atractiva (5,5%) y cotiza por debajo de su valor contable.

Comentario de los Resultados 2013:

El 19 de febrero presentó sus cuentas de 2013 (principales cifras comparadas con el consenso de Reuters): Ingresos 32.808€ (-4%), EBITDA 7.205M€ (-6,8%) vs 7.235M€ e. EBIT 2.435M€ (-44%, afectado por provisión extraordinaria de 1.849M€ para sanear el valor de proyectos de Gas USA y Canadá y de renovables), BNA 2.572M€ (-7%, recoge un impacto positivo de 1.538M€ en el IS por los efectos de la actualización del balance) vs 2.449M€ e. La producción total del Grupo aumenta +1,2% hasta 136.347GWh mientras que la capacidad desciende -2,1% hasta 45.009MW.

Estas cuentas recogen un impacto negativo antes de impuestos de 801M€ por los cambios en las medidas regulatorias en España. Además, se ven perjudicados por la estrechez de los márgenes en el Reino Unido y la depreciación de las divisas de los países en que opera (especialmente el real brasileño -14%). Por el lado positivo, la compañía ha sido capaz de recortar su deuda en 2.271M€ hasta 28.053M€ (3,89x EBITDA) gracias a las desinversiones que ha ido realizando.

Plan Estratégico 2014-2016:

El plan gira en torno a tres pilares estratégicos: minimizar el riesgo de los negocios, fortalecer el balance y aumentar la eficiencia operativa. Esta estrategia conllevará los siguientes objetivos:

- Destinar más de un 80% de las inversiones a negocios regulados. En el periodo 2014-2016 se invertirán 9.600M€ con el 88% destinado a negocios regulados y 4.400M€ destinados a crecimiento.
- Aumentar la diversificación geográfica. El foco se pondrá en el Reino Unido (Redes y Generación eólica), EEUU (Redes y Generación eólica), Brasil (Redes y Generación eólica e hidráulica) y México como principal fuente de crecimiento gracias a la reforma energética del país (Generación eólica y de ciclos combinados).
- Reducir la deuda neta hasta 25.000M€ (-1.800M€).
- Llevar a cabo desinversiones por 500M€ (adicionales a los 2.000M€ ya realizados).
- Congelar los costes en los negocios ya existentes.
- Reducir la plantilla hasta 27.000 empleados (-1.000 puestos de trabajo por decrecimiento vegetativo principalmente).
- Ofrecer una retribución al accionista mínima de 0,27€/acción con una evolución en línea con el BNA.

Tras el impacto de la nueva regulación en España, el año 2014 fijaría un suelo para los resultados, con un EBITDA de 6.600M€ y un BNA de 2.300M€ aprox.

Lo cierto es que el entorno está siendo más duro de lo previsto y la compañía no ha sido capaz de lograr los objetivos marcados hace dos años. En 2012 la compañía estimaba un EBITDA y BNA estable en relación al 2011, y finalmente se va a producir una caída de -14% y -17%, respectivamente, contando con que en 2014 se alcanzan los niveles previstos.

Factores de riesgo:

- Sigue existiendo **incertidumbre regulatoria** en España ya que quedan flecos por definir en la regulación del régimen especial (renovables).
- Inestabilidad **del accionariado**. Bankia va a tener que deshacerse del 5% que posee en la compañía. Asimismo, ACS podría llevar a cabo alguna desinversión adicional. Esta hipotética presión de papel podría pesar sobre la cotización de Iberdrola

Valoración:

Estimamos el valor intrínseco de la compañía en función de tres criterios (ver parámetros en página 2): descuento de flujos de caja (con ponderación del 50%), múltiplos comparables (30%) y múltiplos históricos (20%). Así, con una perspectiva de medio plazo, creemos que la valoración razonable de la compañía podría situarse en el entorno de 4,6€/acción.

En definitiva, Iberdrola continuará su particular travesía en el desierto un año más. Hasta 2015 no empezará a mostrar crecimiento y atractivo. Lo bueno es que está aprovechando para consolidar su situación financiera de cara al próximo periodo expansivo, y que poco a poco va superando los "golpes" regulatorios.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonzo

Pilar Aranda Rebeca Delgado
 Ana de Castro Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqi/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.

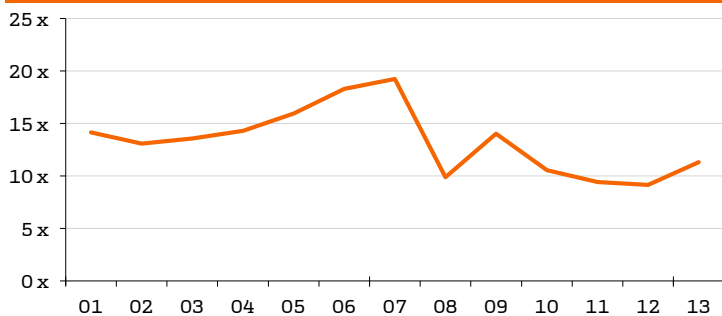
Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	TAMI13-17e	TAMI10-17e
Ingresos netos	30.431	31.648	34.201	32.808	30.053	32.440	33.207	34.072	0,9%	1,6%
Margen Bruto	11.645	12.026	12.578	12.577	11.521	12.436	12.730	13.061	0,9%	1,7%
EBITDA	7.528	7.650	7.727	7.205	6.541	7.028	7.161	7.313	0,4%	-0,4%
EBIT	4.830	4.504	4.377	2.435	3.497	3.769	3.964	4.120	14,1%	-2,2%
Resultado Neto del Grupo	2.871	2.804	2.841	2.572	2.193	2.335	2.445	2.509	-0,6%	-1,9%
Tasa de variación interanual		-2%	1%	-9%	-15%	6%	5%	3%		

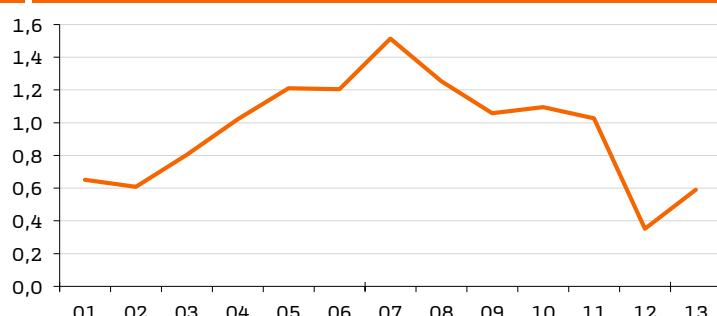
Resumen Balance de Situación	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Activo No Corriente	75.447	81.144	80.877	81.292	80.857	80.810	81.373	81.939
Activo Corriente	9.225	8.794	8.848	8.315	7.861	8.485	8.686	8.912
Caja e IFT	9.029	6.967	7.091	2.844	2.844	2.844	2.844	2.844
Patrimonio Neto	31.663	33.208	34.085	35.361	37.006	38.757	40.591	42.472
Deuda financiera	32.332	33.882	33.952	30.079	26.916	26.409	26.561	26.659
Otros pasivos	29.706	29.815	28.779	27.011	27.641	26.974	25.752	24.564
Total Activo/Pasivo	93.701	96.905	96.816	92.451	91.562	92.140	92.903	93.695

*: TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Evolución histórica PER Iberdrola



Evolución histórica PER relativo Iberdrola/IBEX



Valoración por múltiplos históricos

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media	P estim.	Ponderación	
PER	19,2 x	9,9 x	14,0 x	10,5 x	9,4 x	9,1 x	11,3 x	11,9 x	4,19	50%	
P/V	2,1 x	1,2 x	1,3 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x	0,8 x	1,2 x	6,59	25%	
P/EBITDA	7,9 x	4,8 x	5,3 x	4,5 x	4,1 x	3,4 x	5,6 x	5,1 x	5,22	25%	
Precio objetivo estimado									5,05		
									BPA14 e.	0,35	
									Valor contable acción	5,63	
									EBITDA por acción 14e	1,03	

Valoración por múltiplos comparables

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	
PER												
Gas Natural	17,0 x	14,8 x	15,5 x	19,2 x	8,3 x	7,7 x	7,3 x	10,2 x	9,3 x	13,0 x	13,7 x	
Endesa	13,6 x	14,3 x	9,2 x	15,8 x	14,7 x	7,5 x	6,6 x	5,0 x	8,8 x	12,9 x	14,4 x	
EDP	17,3 x	19,5 x	10,5 x	16,2 x	8,1 x	12,9 x	8,6 x	8,0 x	8,2 x	9,9 x	11,2 x	
EON	8,8 x	16,9 x	19,2 x	12,2 x	11,6 x	13,0 x	7,6 x	9,1 x	12,5 x	12,3 x	12,2 x	
RWE	12,3 x	15,1 x	23,0 x	16,9 x	11,3 x	17,3 x	8,1 x	7,0 x	8,2 x	10,6 x	7,8 x	
EDF	n.d.	n.d.	18,8 x	29,6 x	14,1 x	21,7 x	32,3 x	17,5 x	7,9 x	13,4 x	14,2 x	
Centrica	19,4 x	8,7 x	18,7 x	14,2 x	6,7 x	22,1 x	9,8 x	14,4 x	13,7 x	18,9 x	12,0 x	BPA14e.
Mediana sector	15,3 x	14,9 x	18,8 x	16,2 x	11,3 x	13,0 x	8,1 x	9,1 x	8,8 x	13,0 x	12,2 x	0,35
Precio objetivo estimado												4,27

Valoración por DFC. Tabla de Sensibilidad.

Parámetros empleados	Pº Objetivo	Tasa de Crecimiento Sostenido (g)										
		0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%		
Rentab. libre de riesgo 3,5%												
Prima de riesgo 4,0%	5,1%	5,49	5,89	6,32	6,80	7,33	7,93	8,60	9,36	10,23		
Beta 1,05	Coste 5,4%	4,91	5,26	5,63	6,04	6,50	7,00	7,56	8,19	8,89		
Coste recursos propios 7,7%	Medio 5,7%	4,40	4,70	5,03	5,39	5,78	6,21	6,68	7,21	7,80		
Coste deuda 4,5%	de los 6,0%	3,95	4,21	4,50	4,81	5,15	5,52	5,93	6,38	6,87		
WACC 6,0%	Recursos 6,3%	3,54	3,78	4,03	4,31	4,60	4,93	5,28	5,67	6,09		
Crecimiento perpetuo 1,5%	(WACC) 6,6%	3,18	3,39	3,62	3,86	4,12	4,41	4,71	5,05	5,42		
EV estimado 60.324	6,9%	2,85	3,04	3,24	3,46	3,69	3,94	4,21	4,51	4,83		
Precio objetivo 5,14	7,2%	2,55	2,72	2,90	3,10	3,31	3,53	3,77	4,03	4,31		
	7,5%	2,28	2,43	2,60	2,77	2,96	3,16	3,38	3,61	3,86		

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada

Jesús Amador

Rafael Alonso

Pilar Aranda

Ana de Castro

Rebeca Delgado

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

(Pág. 2 de 2)

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/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.