

Sector: Utilities.

Sorprende con el dividendo y un PE enfocado en el crecimiento y las actividades reguladas

Iberdrola

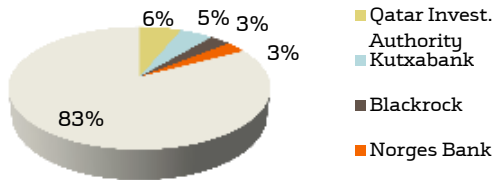
Precio Objetivo: 6,9 €

Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 37.488 M€
 Último: 5,86 €/acc.
 N° Acciones (M.): 6.397 M acc.
 Min / Max (52 sem): 5,78/6,66
 Cód. Reuters / Bloomberg: IBE.MC/ IBE.SM

Accionariado



Ppales cifras	2014	2015	2016e	2017e
Ingresos	30.032	31.419	33.235	34.633
EBITDA	6.965	7.306	7.869	8.234
BNA	2.327	2.422	2.516	2.596
% a/a	-9,5%	4,1%	3,9%	3,2%
DN/EBITDA	3,6 x	3,9 x	3,6 x	3,4 x
DN/FFPP	71%	69%	68%	66%
ROE	6,5%	5,9%	6,0%	6,1%
BPA (€/acc)	0,36	0,38	0,40	0,42
DPA (€/acc)	0,27	0,28	0,29	0,30
Rentab. dividendo*	4,8%	4,3%	4,9%	5,1%

*2014, '15 con cotización de cierre año. 2016, '17 con último cierre.

Desglose EBITDA	2015	2016e	Var a/a
Negocio Regulado	3.602	3.964	10%
Negocio Liberalizado	2.320	2.366	2%
Renovables	1.572	1.572	0%
Corporativo y otros	-188	-33	
Total	7.306	7.869	8%

Cotización	2013	2014	2015	2016
Gas Natural	38%	11%	-10%	-5%
Endesa	38%	-29%	12%	-7%
EDP	17%	21%	3%	-4%
EON	-5%	6%	-37%	-3%
Enel	1%	16%	5%	3%
EDF	84%	-11%	-41%	-25%
GDF Suez	10%	14%	-16%	-15%
Centrica	4%	-20%	-22%	6%
Iberdrola	10%	21%	17%	-9%
Ibex	21%	4%	-7%	-7%
Eurostoxx Utilities	9%	12%	-5%	-4%

PER	2013	2014	2015	Media h.	2016e
Gas Natural	12,9 x	13,4 x	12,8 x	13,0 x	12,7 x
Endesa	37,9 x	62,4 x	18,0 x	39,4 x	15,0 x
EDP	11,2 x	11,0 x	12,1 x	11,4 x	14,2 x
EON	12,2 x	n.a.	n.a.	12,2 x	n.a.
Enel	n.a.	12,4 x	66,8 x	39,6 x	12,9 x
EDF	14,0 x	15,0 x	52,2 x	27,1 x	6,2 x
GDF Suez	44,8 x	18,9 x	41,1 x	34,9 x	12,4 x
Centrica	16,6 x	21,3 x	n.a.	19,0 x	14,8 x
Media	21,4 x	22,0 x	33,8 x	25,7 x	12,6 x
Iberdrola	10,6 x	17,4 x	17,1 x	15,0 x	14,5 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Belén San José Pilar Aranda Ana Achau
 Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y mantenemos el Precio Objetivo en 6,9€ una vez incorporadas las nuevas proyecciones en base a su Plan Estratégico 2016-2020 y al aumento del dividendo. Dicho precio implica un potencial de revalorización de +18% que justifica nuestra recomendación.

Titulábamos nuestra nota anterior como "Esperando alguna sorpresa... ahora que el viento sopla a favor" y efectivamente, las sorpresas han llegado. Primero, porque Iberdrola ha subido el dividendo antes de lo esperado: el de 2015 se fija en 0,28€ (lo que supone una rentabilidad superior al 4%) cuando esperábamos que se mantuviera estable en 0,27€. Segundo, porque ha presentado un plan estratégico con unas perspectivas de crecimiento relativamente fuertes.

La compañía aprovechó la presentación del resultado anual 2015 para dar a conocer su nuevo Plan Estratégico que abarca el periodo 2016-2020. Los principales aspectos del mismo son: (i) Inversiones de 24.000M€ centradas en los negocios regulados (70% son inversiones de crecimiento y el resto de mantenimiento); (ii) Crecimiento medio anual del EBITDA y del BDI de +6% (algo superior a +5% en 2015-2018 y +6% en 2018-2020 por la contribución de las nuevas inversiones); (iii) DFN/EBITDA 3,6x en 2018 y 3,1x en 2020 con una DFN de 30.000M€ al final del periodo; (iv) remuneración al accionista creciente con un payout entre 65% y 75%.

Iberdrola espera que todos los negocios incrementen sus resultados: el EBITDA de Renovables debería ser capaz de aumentar a un dígito simple alto gracias a la expansión offshore y al crecimiento onshore en EEUU y Reino Unido, el de Redes aumentaría a un dígito simple medio por el incremento de la contribución de EEUU principalmente, y el de Generación y Comercial registraría un aumento de dígito simple bajo gracias al crecimiento en México.

En nuestra opinión, el plan es atractivo y más ambicioso de lo esperado. Refleja una gran apuesta por el crecimiento con un impulso de las inversiones de +50% desde los niveles actuales (de 3.200M€ pasa a 4.800M€ anuales). Destacaríamos que el grueso de las mismas ya estaría comprometido (unos 22.000M€) por lo que el riesgo de ejecución es reducido. Además, se van a poder acometer sin apenas incrementar la deuda. Se espera que la DFN se sitúe en 30.000M€ en 2020 lo que supondría un aumento de 2.000M€ en relación al cierre de 2015, pero los ratios de deuda mejorarían (además dicha cifra no contempla posibles desinversiones como la venta de su participación en Gamesa que le supondría plusvalías por unos 400M€ según nuestras estimaciones).

En cuanto a los negocios, sigue centrada en las actividades reguladas, especialmente en Redes que concentran prácticamente la mitad de las inversiones (Redes 47%, Renovables 32%, Generación y Comercial 21%). Con esto, reforzaría su posición actual donde el 70% de su negocio es regulado y, por tanto, independiente de la evolución de las materias primas y de las condiciones del mercado. Esto, unido a la mayor estabilidad regulatoria, ha permitido que el actual Plan Estratégico abarque cinco años frente a los tres de los dos planes anteriores, signo de la mayor visibilidad de los negocios existente en este momento.

Por regiones, destaca la inversión en EEUU, seguida de Reino Unido y México, además de Europa (España y Portugal así como el parque eólico marino Wikinger en Alemania) y Brasil. Dicho esto, España sigue suponiendo el grueso del EBITDA (España 46%, Reino Unido 27%, EEUU 17%, México 6%, Brasil 3%) por lo que la incertidumbre política en el país puede pesar sobre su cotización.

En definitiva, consideramos Iberdrola como una oportunidad de inversión por las buenas perspectivas de los negocios y la atractiva remuneración al accionista que ofrece (rentab. div. 2016e +4,9%).

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI '15-'20
Ingresos netos	31.077	30.032	31.419	33.235	34.633	35.730	37.003	38.553	4%
EBITDA	6.757	6.965	7.306	7.869	8.234	8.543	8.907	9.316	5%
EBIT	2.219	3.941	3.829	4.171	4.388	4.655	4.978	5.348	7%
BAI	1.136	3.202	2.987	3.275	3.512	3.777	4.017	4.286	7%
Resultado Neto del Grupo	2.572	2.327	2.422	2.516	2.596	2.795	2.975	3.176	6%
Tasa de variación interanual		-10%	4%	4%	3%	8%	6%	7%	

TAMI es la Tasa Anual de Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Activo No Corriente	79.590	82.451	93.986	95.088	96.097	97.119	98.157	99.215
Activo Corriente	7.739	7.878	8.238	8.468	8.919	9.202	9.530	9.929
Caja e IFT	2.458	3.441	2.441	2.441	2.441	2.441	2.441	2.441
PN	35.289	35.791	40.956	41.663	42.386	43.247	44.224	45.336
Pasivo no corriente	18.956	21.234	24.563	24.513	24.507	24.543	24.642	24.776
Deuda financiera	28.746	28.571	30.561	30.759	30.410	30.515	30.454	30.227
Pasivo corriente	6.797	8.175	8.583	9.062	10.154	10.456	10.806	11.245
Total Activo/Pasivo	89.787	93.770	104.665	105.997	107.457	108.761	110.127	111.584

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
+BNA	2.516	2.596	2.795	2.975	3.176	
+Amortizaciones	3.698	3.846	3.888	3.929	3.968	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.272	1.209	1.213	1.279	1.360	
- Inversiones en activos fijos	-4.800	-4.800	-4.800	-4.800	-4.800	
- Inversiones en circulante	249	641	20	22	40	VR
= CFL Operativo	2.935	3.491	3.116	3.404	3.744	91.502

WACC 5,63%
g 1,25%

EV 80.025
-Deuda Neta -28.336
-Minoritarios -3.246
EqV 48.443
Nº acciones 6.240

Estimación DFC 7,8 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 6,9€ en función de dos métodos de valoración con igual ponderación: descuento del dividendo y descuento de flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Crecimiento 2021-2026
Dividendo por acción	0,28	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33	3,5%
% a/a	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,4%	Crecimiento 2026-2031 3,0%
Ke	6,6%						
Estimación DDM	6,1 €/acción						

Precio Objetivo

	Valoración	Ponderación
Valoración DFC	7,8	50%
Valoración DDiv	6,1	50%
Precio objetivo	6,9	PER'16 implícito 17,2 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe) Belén San José Pilar Aranda Ana Achau <http://broker.bankinter.com/>
Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre <http://www.bankinter.com/>
Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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