

SECTOR ELÉCTRICO

INFRAPONDERAR SECTOR

	Precio objetivo	Cotización 11/6/13	Potencial	Recomendación
ENDESA	24,8	16,68	48,8%	COMPRAR
IBERDROLA	4,4	4,12	7,3%	SOBREPONDERAR
GAS NATURAL	16,2	16,0	1,0%	SOBREPONDERAR
ACCIONA	50,2	44,71	12,3%	INFRAPONDERAR
RED ELECTRICA	36,6	41,58	-12,0%	INFRAPONDERAR
ENAGAS	18,5	18,98	-2,5%	INFRAPONDERAR

Fuente: "la Caixa"

A la espera de los nuevos cambios

Recomendación de inversión

- **El déficit de tarifa continúa en 4 Bn €**, se salvará este año gracias a aportaciones públicas. La próxima reforma del sector promete terminar con él, toda vez que ha sido incluido en el plan de estabilidad aprobado por Bruselas. Proyectamos que el sector deberá absorber un 50% del déficit (2 Bn €), que acotamos a cada empresa en función de su cuota sobre la facturación sector, dado que las indicaciones del Gobierno sugieren que todas las subactividades del sector se verán afectadas.
- **La diversificación marca la diferencia.** Por compañía, estimamos que Acciona (con un 35% de su BDI en riesgo), Endesa (con un 15%) y Red Eléctrica (con un 12%) podrían ser las más afectadas por la reforma frente a Iberdrola (8% del BDI) y Gas Natural (7% del BDI) por su mayor diversificación internacional y de negocio.
- **Los balances han mejorado.** Únicamente Acciona mantiene un ratio deuda / EBITDA por encima de 4x, el resto del sector afronta la reforma con balances que se mantendrían por debajo de 4x EBITDA en nuestro escenario estresado de pérdida de 2 Bn € de ingresos. Endesa, con la expectativa de eliminar completamente su endeudamiento podría compensar la pérdida de ingresos con la vuelta del dividendo. Genera suficiente caja como para repartir el 100% del BDI, aunque planteamos de forma más conservadora un *pay-out* del 50%, lo que ofrecería una *yield* sostenible por encima del 5%.
- **Pero el sector cotiza con prima respecto a sus comparables europeas.** Aun sin considerar en nuestras proyecciones el posible recorte de ingresos, el PER "español" 2013-14e se situaría en 13,4x-14,3x respectivamente, frente al 10,5x-10,2x respectivamente en Europa.
- **Mantenemos la recomendación del sector en Infraponderar.** Dado el riesgo regulatorio por la próxima reforma, la prima de cotización del sector en España frente al europeo seguimos recomendando Infraponderar el sector en España.
- **Dentro del sector español elegimos a Endesa como nuestro valor favorito** dada su fortaleza de balance, las perspectivas de la vuelta del dividendo y sus menores ratios de cotización, que consideramos descuentan ya la pérdida de ingresos de la próxima reforma. **Mientras que consideramos a Acciona como la eléctrica en la que no estar** dada su debilidad de balance, sus elevados ratios de cotización, el significativo riesgo regulatorio y la posibilidad de que el año que viene cancele el dividendo. **De entre las pequeñas (REE y ENG) mantenemos la recomendación de INFRAPONDERAR en ambos casos**, pero de elegir preferimos a Enagas, por el menor riesgo regulatorio.

	Endesa		Iberdrola		Gas Natural		Acciona		Red Eléctrica		Enagas	
	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e	2013e	2014e
Ventas	33.306	31.360	34.831	35.518	25.620	26.509	6.930	7.117	1.877	1.944	1.296	1.299
Var %	-1,8%	-5,8%	1,5%	2,0%	1,9%	3,5%	-1,2%	2,7%	5,0%	3,6%	8,1%	0,2%
EBITDA	6.870	6.505	7.546	7.525	4.681	4.922	1.324	1.321	1.374	1.432	1.021	1.031
Var %	-1,9%	-5,3%	-2,3%	-0,3%	-3,4%	5,1%	-7,5%	-0,2%	5,8%	4,2%	9,3%	0,9%
BDI	1.880	1.823	2.454	2.358	1.322	1.454	96	77	538	568	399	411
Var %	-7,4%	-3,1%	-13,6%	-3,9%	-8,3%	10,0%	-49,5%	-19,7%	9,4%	5,5%	5,2%	2,8%
PER	9,6x	9,9x	10,6x	11,1x	12,1x	11,0x	28,6x	35,6x	10,3x	9,8x	11,5x	11,2x
EV/EBITDA	4,1x	4,2x	7,2x	7,2x	6,8x	6,4x	8,1x	8,0x	7,6x	7,3x	8,2x	7,7x
D YIELD	5,2%	5,1%	7,2%	7,2%	6,2%	6,8%	3,5%	3,5%	6,3%	6,6%	6,5%	6,7%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Fernando Murillo. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

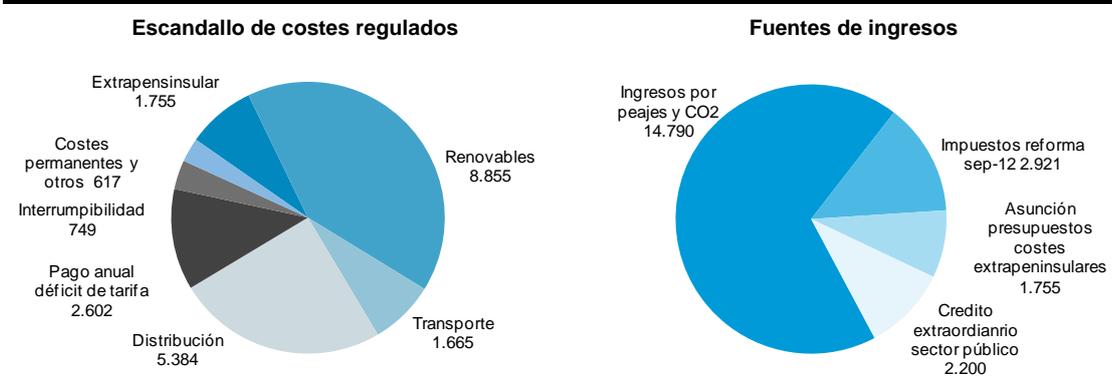
1. A la espera de la reforma del sector

De acuerdo con el plan de estabilidad aprobado por las autoridades españolas y la Comisión Europea, el Gobierno español deberá de reformar el sector eléctrico antes de 31/12/2013 para eliminar el déficit de tarifa de las actividades reguladas. El Ministerio ha indicado que a finales de este mes de junio presentará la propuesta de reforma del sector para su tramitación parlamentaria durante el resto del año con el objetivo de que entre en vigor en 2014.

En el gráfico 1 reflejamos el escandallo de costes regulados del sector eléctrico junto a sus fuentes de ingresos. Los costes regulados ascienden a 21,6 Bn €, siendo la principal partida las primas a las renovables con 8,8 Bn €, seguido de la distribución con 5,4 Bn €, los sobrecostes extrapeninsulares con 1,8 Bn €, el transporte con 1,7 Bn €, la interrumpibilidad con 0,7 Bn €, otros costes permanentes con 0,6 Bn € y finalmente, la anualidad para pagar el déficit de tarifa acumulado, que asciende a 2,6 Bn €.

Gráfico 1.

Escandallo de costes regulados del sector eléctrico y sus fuentes de ingresos (Mns €)



Fuente: CNE, BOE, Miner, UNESA, REE, Compañías, Borrador y Orden Ministerial peajes y tarifas 2013 y Estimaciones "la Caixa"

Las fuentes de ingresos del sector durante este año son básicamente cuatro. En primer lugar, los ingresos por tarifas, con 14,8 Bn € y que cubrirían únicamente el 68% de los costes del sistema. En segundo lugar, la nueva imposición sobre la generación aportaría este año 2,9 Bn €, cubriendo el 14% de los costes. De esta forma, queda un 18% de los costes (4 Bn €) que va a ser financiado por los Presupuestos del Estado. De esta cantidad, 1,8 Bn € corresponde a las compensaciones extrapeninsulares y 2,2 Bn € a un crédito extraordinario aportado por el sector público.

De esta forma y de acuerdo con nuestros números, el sector todavía arrastra un déficit de tarifa estructural de 4 Bn €, que deberá de ser financiado o por el sector, o por los consumidores o por los Presupuestos del Estado a partir del año que viene.

Las filtraciones hasta la fecha han sido muy escasas e indican que el Gobierno estaría dispuesto a asumir unos 2 Bn €, mientras que el sector debería de asumir los otros 2 Bn € restantes dado que se estaría descartando una subida de tarifas (para que los peajes pudieran financiar los 4 Bn € de déficit deberían de subir un 22%, equivalente a un 11% en tarifa final para el cliente TUR).

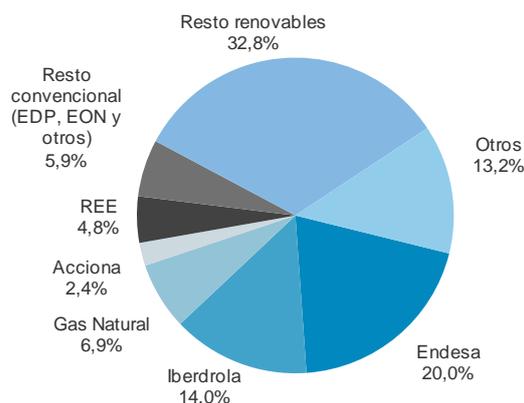
En este contexto y dado que no conocemos filtraciones sobre las medidas que se pueden tomar y las indicaciones del ejecutivo son que todas las partidas de costes pueden ser revisadas, hemos procedido a calcular la cuota de ingresos de las empresas del sector para ver, si se hiciese un reparto lineal, que parte del déficit le correspondería a cada compañía soportar (gráfico 2).

Para este cálculo hemos considerado, además de los costes regulados (21,6 Bn €), los ingresos procedentes de la actividad liberalizada de generación (13,4 Bn €), para hallar la facturación total devengada por el sector, que asciende a 35 Bn €. Por compañías el desglose sería como sigue:

- **Endesa.** Representa el 20% de la facturación devengada del sector.
- **Iberdrola.** Asume el 14% de los ingresos devengadas por el sector.
- **Gas Natural.** Representa el 7% de la facturación devengada por el sector.
- **Acciona.** Asume el 2% de los ingresos devengados por el sector.
- **Red Eléctrica.** Representa el 5% de los ingresos del sector.
- **Resto del sector.** Representa el 52% de la facturación, del que un 33% correspondería a otras empresas de renovables, un 6% a otras eléctricas convencionales y un 12% a otros.

Gráfico 2.

Cuota sobre los ingresos totales devengados por el sector, incluido costes regulados y las actividades liberalizadas de generación (35 Bn €)



Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Impacto en cuenta de resultados

De esta forma, en la siguiente tabla reflejamos cuanto le correspondería aportar al sector eléctrico cotizado en el supuesto de que tuviera que soportar 2 Bn € del déficit y cuál sería su impacto en la cuenta de resultados. Las empresas más afectadas serían Acciona, Endesa y Red Eléctrica, mientras que Iberdrola y Gas Natural tendrían un impacto menor.

Tabla 1.

Impacto en cuenta de resultados de una reducción de ingresos de 2 Bn €

Reducción de ingresos	2.000	% s/ EBITDA		% S/ BDI	
		100%	España	Grupo	Grupo
Endesa	400	20,0%	12,4%	5,8%	14,9%
Iberdrola	281	14,0%	7,7%	3,6%	8,0%
Gas natural*	138	6,9%	10,5%*	3,0%	7,3%
Acciona*	47	2,4%	6,1%*	3,6%	34,7%
Red Eléctrica	95	4,8%	6,9%	6,9%	12,4%
Resto	1.039	51,9%	n.a.	n.a.	n.a.

*Cálculo sobre el EBITDA eléctrico en España
Fuente: Estimaciones "la Caixa"

- **Endesa:** Sufriría una pérdida de ingresos de 400 Mns €, que representa el 12% del EBITDA estimado en España, el 6% del EBITDA estimado para el Grupo y el 15% del BDI de la compañía.
- **Iberdrola:** Vería reducir sus ingresos en 281 Mns €, equivalente al 8% del EBITDA estimado en España, mientras que el EBITDA del Grupo caería un 4% y el BDI un 8%.
- **Gas Natural.** La reducción de ingresos estimamos ascendería a 138 Mns €, representativo del 10% del negocio eléctrico en España, el 3% del EBITDA del Grupo y un 7% del BDI.
- **Acciona:** Sufriría una pérdida de ingresos de 47 Mns €, equivalente al 6% del EBITDA eléctrico español, el 4% del EBITDA del grupo y el 35% del BDI de la compañía.

- **Red Eléctrica:** Vería reducir sus ingresos en 95 Mns €, representativo del 7% del EBITDA generado por la compañía, con un impacto en BDI del 12%.

Impacto en valoración

Desde la perspectiva de la valoración, de nuevo serían Red Eléctrica, Acciona y Endesa las más afectadas, mientras que Iberdrola y Gas Natural, si bien sufrirían, el impacto sería menor. Para realizar el cálculo hemos utilizado el múltiplo EBITDA medio de valoración de los diversos negocios de las empresas en España. Así, el desglose por compañía sería como sigue:

- **Endesa:** Estimamos el valor del riesgo regulatorio en 2,5 €/acc., que sale como resultado de multiplicar el EBITDA en riesgo (400 Mns €) por un múltiplo de 6,6x; lo que equivale al 10% de nuestro precio objetivo.
- **Iberdrola:** Valoramos el riesgo regulatorio en 0,3 €/acc., resultado de multiplicar el EBITDA en riesgo (281 Mns €) por un múltiplo de 6,7x; equivalente a un 7% de nuestro precio objetivo.
- **Gas Natural.** Estimamos el valor del riesgo regulatorio en 1 €/acc., que sale como resultado de multiplicar el EBITDA en riesgo (138 Mns €) por un múltiplo de 6,9x; equivalente a un 6% de nuestro precio objetivo.
- **Acciona:** Valoramos el riesgo regulatorio en 7 €/acc. resultado de multiplicar el EBITDA en riesgo (47 Mns €) por un múltiplo de 8,5x, equivalente a un 14% de nuestro precio objetivo.
- **Red Eléctrica:** Estimamos el valor del riesgo regulatorio en 5,1 €/acc, que sale como resultado de multiplicar el EBITDA en riesgo (95 Mns €) por un múltiplo de 7,3x, equivalente a un 14% de nuestro precio objetivo.

Tabla 2.

Impacto en valoración de una reducción de ingresos de 2 Bn €

	ELE	IBE	GAS	ANA	REE
Precio objetivo (€/acc.)	24,8	4,4	16,2	50,2	36,6
Possible EBITDA perdido (Mns €)	400	281	138	47	95
Múltiplo EBITDA	6,6	6,7	6,9	8,5	7,3
Perdida de valor (Mns €)	2.640	1.880	955	403	695
Nº acciones	1.059	6.281	1.001	57	135
Impacto (€/acc.)	2,5	0,3	1,0	7,0	5,1
Peso sobre precio objetivo	10%	7%	6%	14%	14%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

La diversificación marca la diferencia

En este contexto, una de las claves para las empresas del sector es el peso de los negocios internacionales o no eléctricos de cara a poder compensar la reforma del sector. Así, en la tabla 3 reflejamos la aportación al EBITDA de los negocios eléctricos en España.

Tabla 3.

Peso del EBITDA en los negocios eléctricos en España

Mns €	ELE*	IBE	GAS	ANA	REE
Generación España	26%	19%	11%	0%	0%
Redes España	33%	20%	14%	0%	93%
Renovables España	0%	10%	3%	59%	0%
Total España	60%	48%	28%	59%	93%
internacional y Otros	40%	52%	72%	41%	7%
EBITDA total	5.412*	7.546	4.681	1.324	1.374

*EBITDA ajustado por los minoritarios en LatAm, la cifra consolidada asciende a 6.870 Mns €

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

- **Endesa:** El peso del negocio de generación en España se situaría en el 26% del EBITDA y el de distribución (redes) el 33%. Destacar, en el caso de Endesa, que el EBITDA lo hemos ajustado por los minoritarios en LatAm dado su elevado peso.

- **Iberdrola:** El peso del negocio de generación en España se situaría en el 19% del EBITDA y el de distribución (redes) el 20%, mientras que las renovables aportan el 10%.
- **Gas Natural.** El peso del negocio de generación en España se situaría en el 11% del EBITDA y el de distribución (redes) el 14%, mientras que las renovables aportan el 3%.
- **Acciona:** El negocio renovable en España estimamos aporta el 59% del EBITDA.
- **Red Eléctrica:** El negocio de transporte (redes) representa el 93% del EBITDA.

2. Los balances siguen siendo la clave

Desde principios de año el sector ha podido emitir casi 9,5 Bn € gracias a la apertura del mercado de crédito, a la vez que reducía los tipos de interés a pagar. Así, Iberdrola ha emitido 2,2 Bn € en lo que llevamos de año, incluyendo una emisión de deuda subordinada de carácter perpetuo por valor de 525 Mns €, y que consideramos es el mejor reflejo de la vuelta de la confianza hacia el sector eléctrico español. Gas Natural ha realizado 4 emisiones por importe de 1,9 Bn €. Red Eléctrica ha emitido 0,7 Bn €, mientras que el FADE, agencia gubernamental, ha emitido 4,8 Bn € de déficit de tarifa desde primeros de año.

Tabla 4.

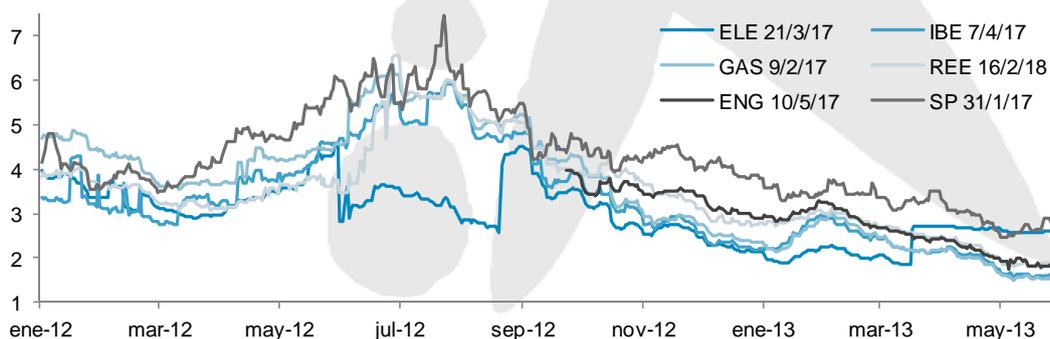
Emisiones del sector eléctrico en 2013

Empresa	Importe	Tipo de interes	Plazo
Iberdrola	1.000 Mns €	3,6	8 años
Iberdrola	525 Mns €	5,9	Perpetua
Iberdrola	600 Mns €	3,0	7 años
Total Iberdrola	2.125 Mns €		
Gas Natural	250 Mns CHF	2,2	6 años
Gas Natural	600 Mns €	4,0	10 años
Gas Natural	750 Mns €	3,9	9 años
Gas Natural	300 Mns €	2,3	4 años
Total Gas Natural	1.853 Mns €		
REE	400 Mns €	3,9	9 años
REE	300 Mns €	2,5	6 años
Total REE	700 Mns €		
FADE	1.000 Mns €	4,2	4 años
FADE	1.500 Mns €	3,9	5 años
FADE	1.800 Mns €	2,9	3 años
FADE (varias privadas)	500 Mns €	n.a.	n.a.
Total FADE*	4.800 Mns €		
Total emitido por el sector	9.478 Mns €		

Fuente: Bloomberg, compañías y Estimaciones "la Caixa"

Pero más importante es la fuerte reducción del coste de la deuda de las empresas del sector. En el gráfico 3 reflejamos la evolución de la Tir de aquel bono de cada empresa con un vencimiento cercano a 2017 (5 años de maduración). Puede verse como desde marzo de 2012 y hasta julio de 2012 la Tir de los bonos de las compañías experimentaron una fuerte alza, para empezar a descender a partir de ese momento (la única excepción la constituye Endesa y que achacamos a su reducido nivel de endeudamiento dado que es su matriz Enel quien soporta la mayor parte de la deuda del Grupo Enel).

Gráfico 3.

Evolución de la Tir de la deuda corporativa del sector


Fuente: Bloomberg y Estimaciones "la Caixa"

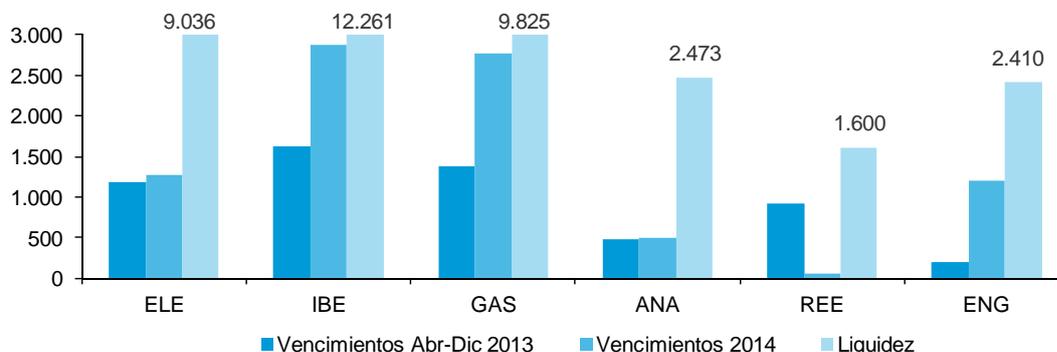
La estructura de vencimientos y la liquidez, factor positivo del sector

Esta mejoría del mercado de capitales está permitiendo al sector seguir contando con unos elevados niveles de liquidez que permitan afrontar con tranquilidad posibles interrupciones transitorias en los mercados de capitales. Por compañías el detalle sería como sigue:

- **Endesa:** Cuenta con una liquidez de 9 Bn € para unos vencimientos en 2013-14 de 1.190 Mns € y 1.265 Mns € respectivamente.
- **Iberdrola:** Cuenta con una liquidez de 12 Bn € para unos vencimientos en 2013-14 de 1.625 Mns € y 2.878 Mns € respectivamente.
- **Gas Natural:** Cuenta con una liquidez de 10 Bn € para unos vencimientos en 2013-14 de 1.375 Mns € y 2.768 Mns € respectivamente.
- **Acciona:** Cuenta con una liquidez de 2,5 Bn € para unos vencimientos de 489 Mns € y 500 Mns € respectivamente.
- **Red Eléctrica:** Cuenta con una liquidez de 1,6 Bn € para unos vencimientos en 2013-14 de 926 Mns € y 50 Mns € respectivamente.
- **Enagas:** Cuenta con una liquidez de 2 Bn € para unos vencimientos en 2013-14 de 0,2 Bn € y 1,2 Bn € respectivamente.

Gráfico 4.

Liquidez y vencimientos del sector en 2013 y 2014



Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Ya solo Acciona mantiene un ratio deuda / EBITDA por encima de 4x

En las tablas 5 y 6 reflejamos los principales ratios crediticios estimados para el sector a cierre de 2013, en el primer caso bajo las condiciones regulatorias actuales, mientras que en la tabla 6 proyectamos como quedarían los ratios de crédito de confirmarse el riesgo regulatorio. Es de destacar que el sector sigue marcado por segmentos de empresas.

- 1.- Acciona, que deben de perseverar en la reducción de su endeudamiento.
- 2.- Iberdrola y Gas Natural. Con niveles de apalancamiento entre 3x-4x EBITDA. Aunque matizando a favor de la gasera por su *cash-flow* neto positivo antes de desinversiones, a diferencia de Iberdrola.
- 3.- Endesa, con unos niveles de endeudamiento muy limitados y expectativa de reducción completa de la deuda.
- 4.- Red Eléctrica y Enagas con estructuras de capital muy optimizadas. Entrando por compañía sería como sigue:

Endesa: Es la empresa menos apalancada del sector. De acuerdo con nuestras estimaciones terminaría el ejercicio con un ratio deuda / EBITDA de 0,5x, (incluido 3,6 Bn € de déficit de tarifa en balance). El apalancamiento (medido como deuda entre deuda más patrimonio neto) se situaría en el 11%. Ajustando por el déficit pendiente de titularizar la compañía se quedaría prácticamente sin deuda.

Adicionalmente, si ajustamos las magnitudes por el EBITDA en riesgo la compañía seguiría presentando elevados niveles de solvencia, con una deuda / EBITDA de 0,6x si no se titulariza el déficit pendiente, mientras que de titularizarse seguiría quedándose prácticamente sin deuda.

Respecto al rating de la empresa se sitúa en BBB+ según S&P, Baa2 según Moody's y BBB+ según Fitch, todos con perspectiva negativa. Remarcar que en este caso el rating viene fundamentalmente marcado por el rating de su matriz Enel (que en la actualidad comparte los mismo rating que su filial).

Iberdrola: Esperamos cierre 2013 con un ratio deuda / EBITDA de 3,7x, con un déficit de tarifa en balance de 1,5 Bn € pendiente de titularizar. El apalancamiento de la empresa esperamos cierre el ejercicio en el 43%. Ajustando la deuda por el déficit en balance pendiente de titularizar el ratio deuda / EBITDA se situaría en 3,5x, mientras que el apalancamiento bajaría al 42%.

Adicionalmente, si ajustamos las magnitudes por el EBITDA en riesgo, el ratio deuda / EBITDA (con un déficit en balance de 1,5 Bn €) se elevaría a 3,8x, mientras que de titularizarse en la segunda parte del año bajaría a 3,6x.

Los rating se sitúan en BBB+ según S&P, Baa1 con perspectiva negativa según Moody's y en BBB+ con perspectiva negativa según Fitch.

Tabla 5.

Principales ratios financieros y crediticios 2013e

	ELE ⁽¹⁾	IBE	GAS	ANA	REE	ENG
EBITDA	6.870	7.546	4.681	1.324	1.374	1.021
EBIT	4.378	4.356	2.827	586	948	682
Rdo. Financiero	-522	-1.213	-812	-456	-180	-120
Capex	2.050	3.438	1.401	543	575	650
Dividendos	0	776	895	152	320	266
Deuda financiera	3.673	27.694	14.420	7.698	4.887	3.775
Patrimonio neto	28.720	36.295	15.357	5.509	2.210	2.138
FF.PP.	22.533	35.963	13.688	5.230	2.206	2.138
Minoritarios	6.186	332	1.668	279	4	0
Deuda / EBITDA	0,5x	3,7x	3,1x	5,8x	3,6x	3,7x
Deuda / EBIT	0,8x	6,4x	5,1x	13,1x	5,2x	5,5x
EBITDA / Rdo. Finan.	-13,2x	6,2x	-5,8x	2,9x	7,6x	8,5x
EBIT / Rdo. Finan.	-8,4x	3,6x	-3,5x	1,3x	5,3x	5,7x
Apalancamiento*	11,3%	43,3%	48,4%	58,3%	68,9%	63,8%
Deuda y ratios crediticios ajustando por el déficit de tarifa pendiente de titularizar						
Deuda financiera proyectada	3.673	27.694	14.420	7.698	4.887	3.775
Déficit en balance pendiente de titularizar	3.622	1.486	428	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda financiera ajustada	52	26.208	13.992	7.698	4.887	3.775
Deuda ajustada / EBITDA	0,0x	3,5x	3,0x	5,8x	3,6x	3,7x
Apalancamiento	0,2%	41,9%	47,7%	58,3%	68,9%	63,8%
Rating						
S&P	BBB+ *	BBB+	BBB *	n.a.	BBB	BBB
Moody's	Baa2 *	Baa1 *	Baa2 *	n.a.	Baa2 *	Baa3 *
Fitch	BBB+ *	BBB+ *	BBB+ *	n.a.	A- *	A- *(2)

* Apalancamiento: Calculado como deuda entre deuda más patrimonio neto

(1) El rating de Endesa viene marcado principalmente por el de su matriz, Enel

(2) El rating otorgado por Fitch a Enagas no ha sido solicitado por la empresa, que no colabora con la agencia

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Gas Natural: Estimamos que la empresa cierre 2013 con un ratio deuda / EBITDA de 3,1x, con un déficit de tarifa en balance de 0,4 Bn €. El apalancamiento de la empresa se situaría en el 48,4%. Ajustando la deuda por el déficit pendiente de titularizar el ratio deuda / EBITDA bajaría a 3,0x y el apalancamiento al 47,7%.

Adicionalmente, si ajustamos las magnitudes por el EBITDA en riesgo, el ratio deuda / EBITDA (con un déficit en balance de 0,4 Bn €) se elevaría a 3,2x, mientras que de titularizarse en la segunda parte del año bajaría a 3,1x.

Los rating se sitúan en BBB con perspectiva negativa según S&P, Baa2 con perspectiva negativa según Moody's y BBB+ con perspectiva negativa según Fitch.

Acciona: Es la eléctrica con mayor nivel de deuda relativa. Esperamos que 2013 cierre con un ratio deuda / EBITDA de 5,8x (y sin déficit de tarifa en balance). El apalancamiento se eleva al 58%. Adicionalmente, si ajustamos las magnitudes por el EBITDA en riesgo, el ratio deuda / EBITDA se elevaría a 6,1x. La compañía no cuenta con rating.

Tabla 6.

Principales ratios financieros y crediticios 2013e ajustadas por el EBITDA en riesgo

Datos ajustado por el EBITDA en riesgo	ELE ⁽¹⁾	IBE	GAS	ANA	REE	ENG
EBITDA ajustado	6.470	7.265	4.543	1.276	1.279	1.021
EBIT ajustado	3.978	4.076	2.689	539	853	682
Rdo. Financiero	-522	-1.213	-812	-456	-180	-120
Capex	2.050	3.438	1.401	543	575	650
Dividendos	0	776	895	152	320	266
Deuda financiera ajustada	3.953	27.891	14.517	7.731	4.953	3.775
Patrimonio neto ajustado	28.440	36.099	15.260	5.476	2.143	2.138
FF.PP. Ajustados	22.254	35.767	13.591	5.197	2.139	2.138
Minoritarios	6.186	332	1.668	279	4	0
Deuda / EBITDA ajustado	0,6x	3,8x	3,2x	6,1x	3,9x	3,7x
Deuda / EBIT ajustado	1,0x	6,8x	5,4x	14,3x	5,8x	5,5x
EBITDA / Rdo. Finan. Ajustado	-12,4x	-6,0x	-5,6x	-2,8x	-7,1x	-8,5x
EBIT / Rdo. Finan. Ajustado	-7,6x	-3,4x	-3,3x	-1,2x	-4,7x	-5,7x
Apalancamiento* ajustado	12,2%	43,6%	48,8%	58,5%	69,8%	63,8%
Deuda y ratios crediticios ajustando por el déficit de tarifa pendiente de titularizar						
Deuda financiera proyectada ajustada	3.953	27.891	14.517	7.731	4.953	3.775
Déficit en balance pendiente de titularizar	3.622	1.486	428	n.a.	n.a.	n.a.
Deuda financiera ajustada sin déficit	331	26.405	14.089	7.731	4.953	3.775
Deuda ajustada sin déficit / EBITDA	0,1x	3,6x	3,1x	6,1x	3,9x	3,7x
Apalancamiento ajustado	1,2%	42,2%	48,0%	58,5%	69,8%	63,8%

* Apalancamiento: Calculado como deuda entre deuda más patrimonio neto
Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Red Eléctrica: Nuestra estimación implica que cierre 2013 con un ratio deuda / EBITDA de 3,6x y un apalancamiento del 69%. Adicionalmente, ajustando por el EBITDA en riesgo el ratio deuda / EBITDA se situaría en 3,9x y el apalancamiento subiría al 70%. No cuenta con déficit de tarifa en balance.

Los ratings se sitúan en BBB según S&P, Baa2 con perspectiva negativa según Moody's y A- con perspectiva negativa según Fitch.

Enagas: Esperamos que cierre 2013 con una deuda / EBITDA de 3,7x y un apalancamiento del 64%. Los rating de la compañía se sitúan en BBB según S&P, Baa3 con perspectiva negativa según Moody's y A- con perspectiva negativa según Fitch.

El FADE ha titulado la mayor parte del déficit de tarifa

La deuda total del sistema por la acumulación de déficit de tarifa asciende a 26 Bn € de acuerdo con los últimos datos publicados por la CNE. De esta cantidad, han sido titulizados 19 Bn €, 3 Bn € fueron derechos vendidos por las propias empresas antes de la creación del FADE en 2008, mientras que sigue en manos del sector 4 Bn €. Adicionalmente, hay que sumar la parte correspondiente a las compensaciones extrapeninsulares de Endesa, que cobrará, procedente de los Presupuestos del Estado, el año que viene (1,7 Bn €) En total por tanto, la deuda del sistema con el sector asciende a 5,8 Bn €. El desglose por compañía es el siguiente:

- Endesa: 3,6 Bn €
- Iberdrola: 1,5 Bn €
- Gas Natural: 0,4 Bn €
- Hidroeléctrica del Cantábrico (Grupo EDP): 0,2 Bn €
- Eon España: 40 Mns €

En nuestras proyecciones para el sector para el cálculo de la deuda hemos considerado únicamente las titulizaciones realizadas hasta la fecha. Sin embargo, si pensamos que el FADE seguirá emitiendo durante 2S13, lo que permitiría al sector ofrecer una foto de deuda más favorable que la proyectada.

3. Los CDS siguen marcando las cotizaciones

Las cotizaciones del sector llevan, desde el estallido de la crisis soberana en España a primeros de 2012, marcando las cotizaciones de las empresas del sector como reflejamos en la tabla 7 y gráfico 5.

Desde el mes de marzo de 2012 y en la medida que el CDS de las principales empresas del sector empezaba a subir, las cotizaciones de las compañías se vieron castigadas, coincidiendo sus mínimos con los máximos alcanzados por los seguros de crédito en los meses de junio-julio. La tendencia se mantuvo a la inversa y en la medida que el precio de los CDS empezó a bajar (con la apertura de los mercados de crédito) las cotizaciones de las empresas del sector siguieron el sentido inverso, de forma generalizada y acelerada durante 2S12, mientras que en 1S13 la evolución está siendo más lenta y selectiva.

Tabla 7.

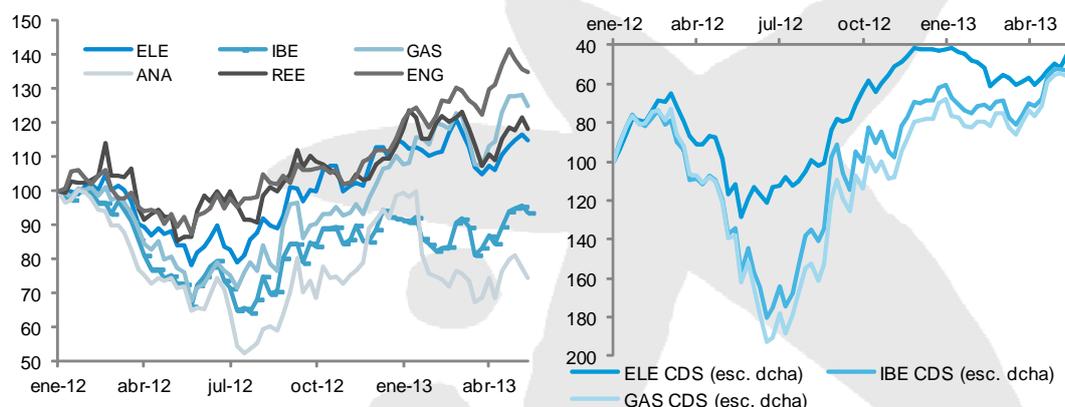
Evolución de la cotización y de los CDS de las principales empresas del sector

Base 100	ELE	IBE	GAS	ANA	REE	ENG	ELE CDS	IBE CDS	GAS CDS
ene-12	100	100	100	100	100	100	100	100	100
feb-12	99	100	101	100	103	106	78	76	76
mar-12	100	93	97	90	104	101	69	81	79
abr-12	89	81	85	75	91	94	91	109	107
may-12	88	75	81	74	92	93	99	120	121
jun-12	82	72	71	66	94	93	119	145	152
jul-12	83	71	75	64	100	98	112	165	178
ago-12	88	68	77	55	91	98	105	138	155
sep-12	101	85	96	70	105	102	78	91	110
oct-12	100	84	90	68	109	107	64	100	114
nov-12	100	85	93	73	102	102	55	95	109
dic-12	113	89	102	92	108	112	42	70	79
ene-13	114	91	108	100	118	121	42	61	68
feb-13	110	84	114	76	115	119	48	75	82
mar-13	121	91	123	77	122	130	59	69	75
abr-13	108	87	113	74	111	130	57	70	74
may-13	113	94	128	80	119	142	54	56	59

Fuente: Bloomberg y Estimaciones "la Caixa"

Gráfico 5.

Evolución de la cotización y de los CDS del sector en base 100

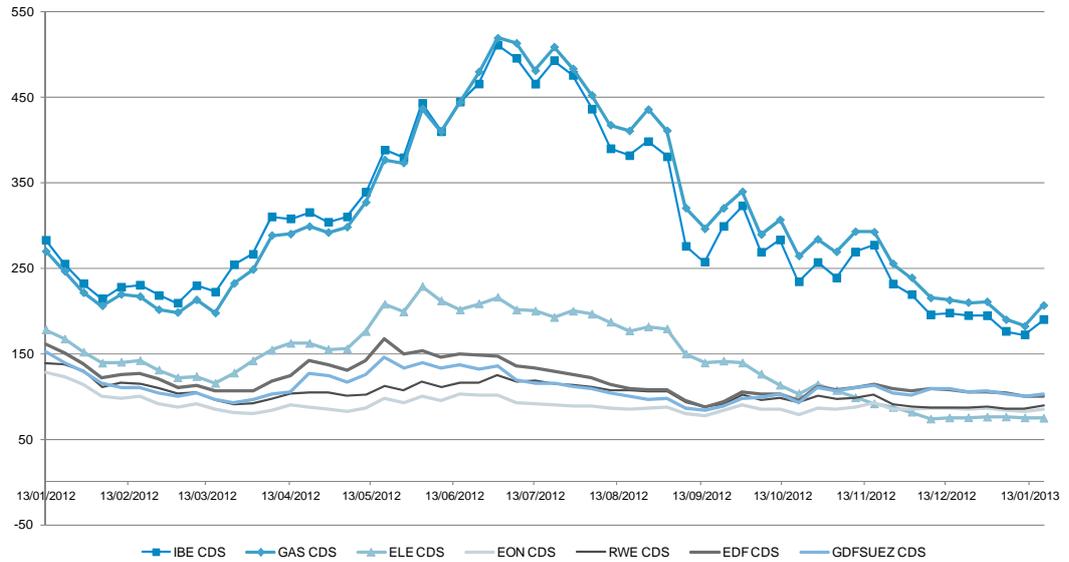


Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Esta favorable evolución de los CDS de las empresas españolas ha hecho que coticen en niveles inferiores a los de inicio de 2012, con un diferencial cercano a los 100 p.b. respecto al de las principales utilities europeas (gráfico 6 página siguiente) que se ha mantenido durante 1S13 dado que también las utilities europeas han visto como sus CDS caían (en línea con la caída de rentabilidad de la renta fija de forma generalizada).

Gráfico 6.

Comparativa de lo CDS de las principales utilites europeas



Fuente: Estimaciones "la Caixa"

En este contexto, una vez que las empresas han vuelto a financiarse en el mercado con normalidad y los CDS han experimentado una fuerte caída, pensamos que los drivers del sector volverán a los fundamentales, los cuales siguen siendo débiles en el corto plazo dado el riesgo regulatorio del sector. Por lo que seguimos recomendando INFRAPONDERAR el sector.

4. Ratios de cotización del sector

El sector eléctrico español está cotizado con prima respecto a sus comparables europeos. A la hora de realizar los ratios hemos hecho dos supuestos. El primero teniendo en cuenta los ratios que emanan de nuestras actuales proyecciones (que no tienen en cuenta posibles futuras reformas del marco regulatorio), mientras que en el segundo caso hemos ajustado los ratios por el EBITDA en riesgo. Es de destacar que ambos casos el sector cotiza con prima, reforzando nuestra recomendación de INFRAPONDERAR el sector en España.

Ratios con proyecciones "business as usual"

El sector en España cotizaría a un PER 2013-14 de 13,4x y 14,3x respectivamente, mientras que el ratio en Europa se situaría en 10,5x y 10,2x respectivamente. El término de EV/ EBITDA el sector en España y Europa se encuentran en niveles similares al cotizar en 2013-14 a 7,0x y 6,8x mientras que en Europa se sitúa en 6,9x y 6,7x respectivamente. En términos de rentabilidad por dividendo es más elevada la ofrecida a nivel europeo (6,8% en 2013-14) que la ofrecida por el sector en España (5,9% y 6,1% 2013-14 respectivamente).

Entrando dentro del mercado español, Endesa es la eléctrica que ofrece unos ratios más atractivos, mientras que en el extremo opuesto se situaría Acciona, con los ratios más elevados. Iberdrola y Gas Natural se encontrarían en una posición intermedia detrás de Endesa (dependiendo del ratio), mientras que Red Eléctrica y Enagas cotizan a ratios más exigentes, aunque claramente más bajos que los de Acciona.

- **Endesa:** Cotiza a un PER 2013-14e de 9,4x-9,7x, un EV/EBITDA de 4,0x-4,1x y una yield del 5,3%-5,2%.
- **Iberdrola:** Cotiza a un PER 2013-14e de 10,5x-11,0x, un EV/EBITDA de 7,1x-7,2x y una yield del 7,3%.
- **Gas Natural:** Cotiza a un PER 2013-14e de 12,1x-11,0x, un EV/EBITDA de 6,9x-6,4x y una yield del 6,1%-6,8%.
- **Acciona:** Cotiza a un PER 2013-14e de 26,8x-33,4x, un EV/EBITDA de 8,0x-7,9x y una yield del 3,7%.
- **Red Eléctrica:** Cotiza a un PER 2013-14e de 10,4x-9,9x, un EV/EBITDA de 7,7x-7,3 y una yield del 6,2%-6,6%.
- **Enagas:** Cotiza a un PER 2013-14e de 11,3x-11,0x, un EV/EBITDA de 8,1x-7,6x y una yield del 6,6%-6,8%.

Tabla 8.

Ratios de cotización del sector en Europa (calculado con proyecciones "business as usual")

Compañía	PER		EVEBITDA		Yield	
	2013e	2014e	2013e	2014e	2013	2014
<u>Utilities españolas</u>						
Iberdrola	10,5x	11,0x	7,1x	7,2x	7,3%	7,3%
Endesa	9,4x	9,7x	4,0x	4,1x	5,3%	5,2%
Gas Natural	12,1x	11,0x	6,9x	6,4x	6,1%	6,8%
Acciona	26,8x	33,4x	8,0x	7,9x	3,7%	3,7%
Red Eléctrica*	10,4x	9,9x	7,7x	7,3x	6,2%	6,6%
Enagas*	11,3x	11,0x	8,1x	7,6x	6,6%	6,8%
Media	13,4x	14,3x	7,0x	6,8x	5,9%	6,1%
<u>Utilities europeas</u>						
ENEL	8,2x	8,2x	5,2x	5,0x	5,0%	5,0%
E.ON	9,9x	9,6x	5,1x	5,0x	5,6%	5,8%
RWE	6,6x	7,9x	4,2x	4,3x	7,7%	6,7%
EDF	10,3x	9,3x	5,0x	4,8x	6,5%	6,6%
GDF Suez	11,3x	10,6x	6,0x	5,7x	9,7%	9,7%
EDP	9,7x	9,1x	8,3x	7,8x	7,5%	7,5%
Scottish & Southern	13,2x	12,9x	10,0x	9,5x	5,6%	5,8%
Terna*	13,7x	13,4x	9,1x	9,2x	6,0%	6,0%
SNAM Rete Gas*	12,9x	12,1x	9,0x	9,0x	7,2%	7,2%
REN*	9,6x	8,9x	7,2x	7,1x	7,6%	7,5%
Media	10,5x	10,2x	6,9x	6,7x	6,8%	6,8%
Media transportista:	11,6x	11,1x	8,2x	8,0x	6,7%	6,8%
Media tradicionales	11,6x	11,7x	6,9x	6,8x	6,5%	6,5%

Fuente: Bloomberg y Estimaciones "la Caixa"

Ratios calculados ajustando las proyecciones por el ingreso en riesgo

Si ya los ratios de cotización de las utilities españolas se encuentran por encima de las europeas con nuestras actuales proyecciones, ajustadas éstas por el ingreso regulatorio en riesgo la situación se acentúa.

Así, el sector en España cotizaría a un PER 2013-14 ajustado de 16,6x y 52,0x respectivamente frente a 10,5x y 10,2x de Europa. No obstante, la elevada cifra del PER en España viene influida por el PER de Acciona (situado en 41x y 254x 2013-14e), ajustado se situaría en 11,8x y 11,5x, claramente también por encima del sector en Europa. En términos de EV / EBITDA el ratio en España alcanza los 7,3x y 7,1x en 2013-14e respectivamente frente a una media de comparables de 6,9x y 6,7x respectivamente.

Dentro del mercado doméstico, Endesa sigue siendo la utility con más favorables ratios a pesar de su mayor exposición al riesgo regulatorio fruto de su elevada capitalización del balance. Acciona, con un balance débil, es la que más sufre en ratios manteniéndose como la más cara en términos relativos.

- **Endesa:** Cotiza a un PER ajustado 2013-14e de 11,0x-11,4x y un EV/EBITDA ajustado de 4,3x-4,4x
- **Iberdrola:** Cotiza a un PER ajustado 2013-14e de 11,4x-12,0x y un EV/EBITDA ajustado de 7,4x-7,5x.
- **Gas Natural:** Cotiza a un PER ajustado 2013-14e de 13,1x-11,8x y un EV/EBITDA ajustado de 7,1x-6,6x.
- **Acciona:** Cotiza a un PER ajustado 2013-14e de 41,0x-254x y un EV/EBITDA ajustado de 8,3x-8,2x.
- **Red Eléctrica:** Cotiza a un PER 2013-14e de 11,9x-11,2x y un EV/EBITDA ajustado de 8,3x-7,9x.
- **Enagas:** Cotiza a un PER 2013-14e de 11,3x-11,0x y un EV/EBITDA de 8,1x-7,6x.

Tabla 9.

Ratios de cotización del sector en Europa (ajustado por el ingreso regulatorio en riesgo)

Compañía	PER		EV/EBITDA	
	2013e	2014e	2013e	2014e
<i>Utilities españolas</i>				
Iberdrola	11,4x	12,0x	7,4x	7,5x
Endesa	11,0x	11,4x	4,3x	4,4x
Gas Natural	13,1x	11,8x	7,1x	6,6x
Acciona	41,0x	254,4x	8,3x	8,2x
Red Eléctrica*	11,9x	11,2x	8,3x	7,9x
Enagas*	11,3x	11,0x	8,1x	7,6x
Media	16,6x	52,0x	7,3x	7,1x
<i>Utilities europeas</i>				
ENEL	8,2x	8,2x	5,2x	5,0x
E.ON	9,9x	9,6x	5,1x	5,0x
RWE	6,6x	7,9x	4,2x	4,3x
EDF	10,3x	9,3x	5,0x	4,8x
GDF Suez	11,3x	10,6x	6,0x	5,7x
EDP	9,7x	9,1x	8,3x	7,8x
Scottish & Southern	13,2x	12,9x	10,0x	9,5x
Terna*	13,7x	13,4x	9,1x	9,2x
SNAM Rete Gas*	12,9x	12,1x	9,0x	9,0x
REN*	9,6x	8,9x	7,2x	7,1x
Media	10,5x	10,2x	6,9x	6,7x
Media transportistas*	11,9x	11,3x	8,3x	8,2x
Media tradicionales	12,8x	25,9x	7,0x	6,9x

Fuente: Bloomberg y Estimaciones "la Caixa"

5. ¿Con qué valores enfrentar la reforma del sector?

- En este contexto consideramos a Endesa nuestro valor favorito dado que:

- Es la eléctrica con el balance más fuerte.
- Ofrece los ratios de cotización más atractivos del sector.
- El mayor riesgo regulatorio relativo que estimamos soporta respecto a nuestro actual precio objetivo (10% vs 7% IBE, 6% GAS, 12% ANA y 14% REE) se ve compensado por su mayor potencial.
- A pesar de que este año ha cancelado el dividendo, las perspectivas de que durante este ejercicio o el que viene se quede sin deuda (dependiendo del ritmo de titulización del déficit de tarifa) abre una puerta a la vuelta del mismo. Planteamos un *pay-out* del 50% (yield del 5,2%), cuando la empresa genera *cash-flow* suficiente como para repartir el 100% del beneficio.

- Mientras que consideramos a Acciona como la eléctrica en la que no estar dado que:

- Es la eléctrica con el balance más débil.
- Sus ratios de cotización son los más exigentes.
- Soporta uno de los mayores riesgos regulatorios del sector (en nuestras estimaciones estaría en riesgo un 12% de nuestro precio objetivo).
- Vemos claro riesgo de que la empresa se vea forzada a eliminar el dividendo para fortalecer el balance.

- Seguimos recomendando INFRAPONDERAR las pequeñas dado sus ratios de cotización, pero de elegir nos quedaríamos con Enagas dado su menor riesgo regulatorio.

ENDESA (ELE.MC / ELE SM)

UTILITIES/ España

Capitalización. 17.660 Mns €
Free float: 8%
Volumen medio diario: 599.042 acc.

COMPRAR

Vigente desde 17/11/2010. Recomendación anterior :Sobponderar

P. Objetivo: 24,8 €/acc

Precio al cierre del 11/06/2013: 16,68 €/acc

Ratios	2013e	2014e	2015e
PER	9,4x	9,7x	8,9x
EV/Ebitda	4,0x	4,1x	3,8x
EV/Ebit	6,3x	6,8x	6,2x
P/CF	4,0x	4,0x	3,8x
DPA	0,89€	0,86€	0,94€
Rentab. Div.	5,3%	5,2%	5,6%
FCF Yield	19,9%	17,9%	18,3%
ROCE (%)	7,2%	6,5%	7,0%

Fuente: "la Caixa"

Para tiempos defensivos como los actuales

Recomendación de inversión

- El déficit de tarifa continúa en 4 Bn € que se salvará este año gracias a aportaciones públicas.** La próxima reforma del sector promete terminar con él, toda vez que ha sido incluido en el plan de estabilidad aprobado por Bruselas. Proyectamos que el sector deberá absorber un 50% del déficit (2 Bn €), que acotamos a cada empresa en función de su cuota sobre la facturación sector, dado que las indicaciones del Gobierno sugieren que todos las subactividades del sector se verán afectadas.
- Endesa podría perder 400 Mns €** Con una cuota sobre los ingresos del sector del 20% le tocaría aportar 400 Mns €, lo que equivale al 12% del EBITDA generado en España, el 6% del EBITDA del Grupo, el 15% del BDI y 2,5 €/acc.
- El balance, su gran activo.** Estimamos que la compañía termine 2013 con una deuda de 3,7 Bn € (0,5x EBITDA), que podría cancelarse completamente si en 2S13-1S14 se completa la titulización del déficit de tarifa en balance (3,6 Bn €).
- ¿Y el dividendo?** Sin deuda de facto y una generación de caja que permitiría repartir el 100% del BDI, proyectamos, creemos que de forma conservadora, un *pay-out* del 50%, lo que a los precios actuales ofrece una yield sostenible superior al 5%.
- Los resultados no acompañan.** Estimamos una caída del EBITDA del -2% en 2013 como consecuencia de la nueva fiscalidad aprobada al sector, no compensada por el crecimiento en LatAm (+14%), lo que se traduciría en una caída del BDI del -7%.
- Pero por ratios la más barata.** Cotiza a un PER 2013-14e de 9,4x-9,7x, un EV/EBITDA 2013-14e de 4,0x-4,1x compara favorablemente frente al sector en España (PER 2013-14e de 13,4x-14,3x y EV/EBITDA 2013-14e de 7,0x y 6,8x) y en Europa (PER 2013-14e de 10,5x-10,2x y EV/EBITDA de 6,9x-6,7x)
- Recomendamos COMPRAR y la situamos como nuestro valor favorito del sector.** Su gran fortaleza de balance, sus favorables ratios de cotización y la expectativa de la vuelta del dividendo por la cancelación de la deuda estimamos que compensan el mayor riesgo regulatorio comparativo frente al resto del sector, dado que ya se encontraría descontado. Precio objetivo 24,8 €/acc (potencial 49%, vs 23,8 €/acc. anterior).



Fuente: Reuters

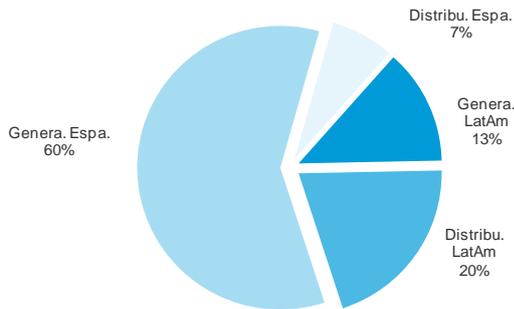
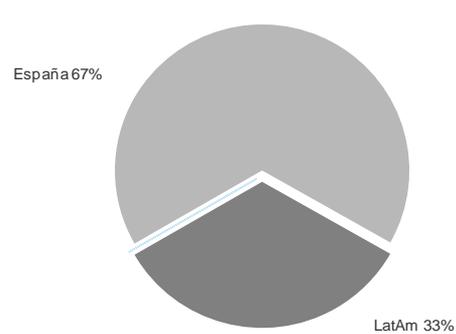
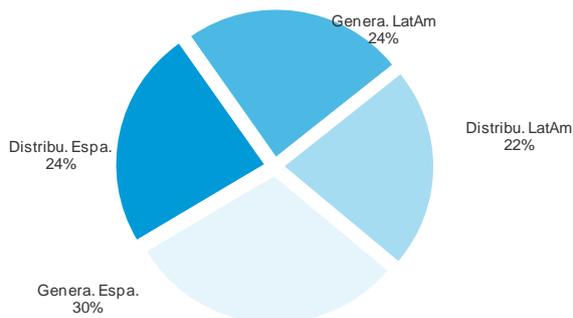
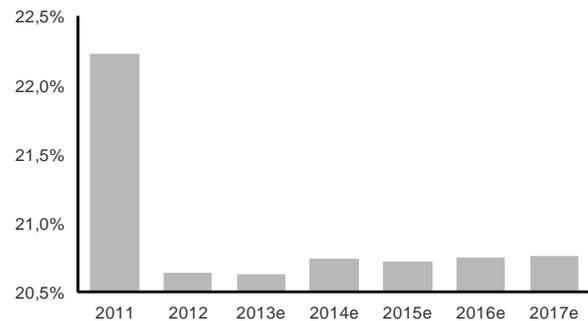
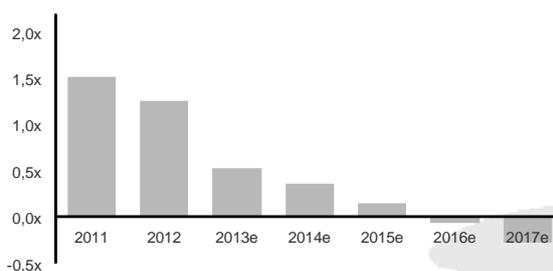
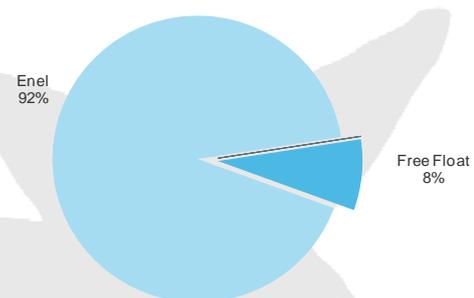
P&L	2013e	2014e	2015e
Ventas	33.306	31.360	32.775
Cto	-1,8%	-5,8%	4,5%
EBITDA	6.870	6.505	6.792
Cto	-1,9%	-5,3%	4,4%
Margen	20,6%	20,7%	20,7%
BDI	1.880	1.823	1.981
Cto	-7,4%	-3,1%	8,7%
Margen	5,6%	5,8%	6,0%

Fuente: "la Caixa"

Fernando Murillo. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

DESCRIPCION GENERAL

Endesa es el brazo inversor del Grupo Enel para España y Latinoamérica, siendo el líder de ambos mercados. A cierre de 2012 contaba con una capacidad instalada de 39,4 GW (23,1 GW en España y 16,2 en LatAm), que le permitieron generar 141 TWh en 2012 (77,4 TWh en España y 63,1 TWh en LatAm). La compañía cuenta con 25,4 Mns de clientes (11,4 Mns en España y 14 Mns en LatAm) a los que distribuyó 197 TWh (115 TWh en España y 82 TWh en LatAm)

Distribución Ingresos'12 Actividad

Distribución Geográfica Ingresos'12

Distribución Operativa'12 Actividad

Evolución del Margen Operativo

Nivel de apalancamiento DFN/EBITDA

Accionariado


Fuente: Estimaciones "la Caixa"

PRINCIPALES VARIABLES A TENER EN CONSIDERACION

- 1.- Regulación de sus principales mercados: España y LatAm
- 2.- Precios del pool en España
- 3.- Precios de la generación en LatAm
- 4.- Apertura y capacidad de crédito (bajo apalancamiento financiero)
- 5.- Evolución del tipo de cambio dólar y monedas LatAm
- 6.- Control en manos de un único accionista con un 92% del capital

Presidente *Borja Prado Eulate*
CEO *Andrea Brentan*

IR *David Raya*
www.endesa.es

6. Valoración

Hemos actualizado nuestra valoración con los resultados 1T13. Como consecuencia fijamos nuestro **precio objetivo en 24,8 €/acc.** (potencial 49% vs 23,8 €/acc anterior). Mantenemos la recomendación de **COMPRAR**.

Tabla 10.

Valoración

	Mn€	%	€/acc. Método de valoración	Anterior
Generación España	7.098	27%	6,7 6,5x EBITDA	7.561
Distribución España	12.668	48%	12,0 7,0x EBITDA	11.434
LatAm	9.096	35%	8,6 Múltiplos	12.126
Inversiones financieras	1.856	7%	1,8 V.C.	2.011
Provisiones	-4.381	-17%	-4,1 V.C.	-4.168
Valor empresa	26.337	100%	24,9	
Deuda 31/12/2013	3.673			
Valor FF.PP.	22.664			
Nº acciones	1.059			
Valoración €/acc.	21,4			
Déficit de tarifa en balance Mns €	3.622			
Déficit de tarifa en balance €/acc.	3,4			
Precio objetivo €/acc.	24,8			

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Generación España: Valoramos la división aplicando un múltiplo de 6,0x EBITDA. Consideramos un precio del pool de 50 €/MWh para este año y siguientes (sin cambios respecto al anterior).

Distribución España: Valoramos el negocio aplicando un múltiplo de 7,0x EBITDA.

LatAm: Valoramos el negocio aplicando un múltiplo medio de 5,9x EBITDA, que saldría de aplicar 6x EBITDA a Chile, Brasil, Perú y Colombia. A Argentina el múltiplo implícito es 5x, pero como esperamos un EBITDA casi nulo en el país, no damos valoración a los activos.

Déficit de tarifa en balance: Estimamos que la compañía cierre 2013 con 3,6 Bn € de déficit de tarifa pendiente de titularizar, lo que equivale a 3,4 €/acc.



7. Anexos financieros

Tabla 11.
Anexos financieros

P&G	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Ventas	17.734	22.836	25.692	31.177	32.686	33.933	33.306	31.360	32.775	33.046	13,9%
Cto %	-13,8%	28,8%	12,5%	21,3%	4,8%	3,8%	-1,8%	-5,8%	4,5%	0,8%	
EBITDA	6.314	6.895	7.228	7.474	7.265	7.005	6.870	6.505	6.792	6.857	2,1%
Cto %	-11,6%	9,2%	4,8%	3,4%	-2,8%	-3,6%	-1,9%	-5,3%	4,4%	1,0%	
EBIT	4.676	5.234	5.052	5.031	4.653	4.418	4.378	3.955	4.179	4.179	-1,1%
Cto %	-10,7%	11,9%	-3,5%	-0,4%	-7,5%	-5,1%	-0,9%	-9,7%	5,7%	0,0%	
BAI	4.462	9.192	5.590	6.515	4.180	3.821	3.918	3.797	4.127	4.252	-3,1%
Cto %	-7,1%	106,0%	-39,2%	16,5%	-35,8%	-8,6%	2,5%	-3,1%	8,7%	3,0%	
BDI	2.675	7.169	3.430	4.128	2.212	2.031	1.880	1.823	1.981	2.041	-5,4%
Cto %	-9,9%	168,0%	-52,2%	20,3%	-46,4%	-8,2%	-7,4%	-3,1%	8,7%	3,1%	
Cash Flow Neto	4.313	8.830	5.606	6.571	4.824	4.618	4.372	4.373	4.593	4.719	1,4%
Cto %	-11,4%	104,7%	-36,5%	17,2%	-26,6%	-4,3%	-5,3%	0,0%	5,0%	2,8%	
Márgenes											
EBITDA	35,6%	30,2%	28,1%	24,0%	22,2%	20,6%	20,6%	20,7%	20,7%	20,8%	26,8%
EBIT	26,4%	22,9%	19,7%	16,1%	14,2%	13,0%	13,1%	12,6%	12,8%	12,6%	18,7%
BDI	15,1%	31,4%	13,4%	13,2%	6,8%	6,0%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	14,3%

BALANCE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Inmovilizado Neto	30.707	32.758	36.142	36.132	35.991	36.966	36.524	36.133	35.832	35.470	3,8%
Fdo Comercio	2.291	2.053	2.815	2.797	2.617	2.676	2.676	2.676	2.676	2.676	3,2%
Otros Activos	13.001	13.890	8.256	4.030	5.827	4.131	4.131	4.131	4.131	4.131	-20,5%
Circulante	8.573	7.908	7.971	16.672	12.375	12.217	12.217	12.217	12.217	12.217	7,3%
Caja	1.004	1.007	4.787	2.745	1.828	2.788	2.788	2.788	2.788	2.788	22,7%
TOTAL	55.576	57.616	59.971	62.376	58.638	58.778	58.336	57.945	57.644	57.282	1,1%
Fondos Propios	11.989	17.082	14.231	17.776	19.291	20.653	22.533	23.445	24.435	25.456	11,5%
Minoritarios	5.141	3.682	4.739	5.388	5.388	5.716	6.186	6.642	7.137	7.647	2,1%
Otros Pasivos	6.068	10.405	6.309	7.733	9.257	8.025	10.337	9.853	9.437	8.957	5,7%
Deuda Largo	23.068	15.740	23.331	18.081	12.830	11.566	6.461	5.187	3.818	2.405	-12,9%
Deuda Corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Circulante	9.310	10.707	11.361	13.398	11.872	12.818	12.818	12.818	12.818	12.818	6,6%
TOTAL	55.576	57.616	59.971	62.376	58.638	58.778	58.336	57.945	57.644	57.282	1,1%
Deuda Neta	22.064	14.733	18.544	15.336	11.002	8.778	3.673	2.399	1.030	-383	-16,8%
Capital Empleado	45.262	45.902	43.823	46.233	44.938	43.172	42.730	42.339	42.038	41.676	-0,9%
Capex	4.746	4.745	4.180	3.408	2.826	2.727	2.050	2.159	2.312	2.316	-10,5%
Fdo Maniobra	-737	-2.799	-3.390	3.274	503	-601	-601	-601	-601	-601	-4,0%

EOAF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Recursos Gdos	4.313	8.830	5.606	6.571	4.824	4.618	4.372	4.373	4.593	4.719	
BDI	2.675	7.169	3.430	4.128	2.212	2.031	1.880	1.823	1.981	2.041	
Amort/Prov.	1.638	1.661	2.176	2.443	2.612	2.587	2.492	2.550	2.612	2.678	
Inv Inmovilizado	-4.746	-4.745	-4.180	-3.408	-2.826	-2.727	-2.050	-2.159	-2.312	-2.316	
Capex	-4.746	-4.745	-4.180	-3.408	-2.826	-2.727	-2.050	-2.159	-2.312	-2.316	
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Financiación	-2.829	-7.344	-4.544	-7.587	-1.719	144	-2.783	-940	-911	-990	
Var. Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Dividendos	-1.736	-1.621	-6.243	-1.088	-1.077	-642	0	-940	-911	-990	
Minoritarios	496	-1.459	1.057	649	0	328	0	0	0	0	
Otros	-1.589	-4.264	642	-7.148	-642	457	-2.783	0	0	0	
Var. Circulante	-2.336	2.062	591	-6.664	2.771	1.104	0	0	0	0	
Var. Deuda	2.420	-7.331	3.811	-3.208	-4.334	-2.224	-5.105	-1.274	-1.370	-1.413	

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 12.

Ratios financieros

RATIOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Precio (Max)	40,62	37,20	29,67	24,00	24,05	17,67	18,87				
Precio (Min)	34,57	18,63	13,96	16,93	15,12	11,63	16,11				
Precio (31/12)	36,35	23,33	23,95	19,30	18,85	20,00	16,68	16,68	16,68	16,68	-11,3%
Nº Accs	1058,8	1058,8	1058,8	1058,8	1058,8	1058,8	1058,8	1058,8	1058,8	1058,8	0,0
Cap. Burs.	38.486	24.702	25.352	20.429	19.957	21.175	17.660	17.660	17.660	17.660	-11,3%
Deuda Neta	22.064	14.733	18.544	15.336	11.002	8.778	3.673	2.399	1.030	-383	-16,8%
Minoritarios	5.141	3.682	4.739	5.388	5.388	5.716	6.186	6.642	7.137	7.647	2,1%
EV	65.691	43.117	48.635	41.153	36.347	35.669	27.519	26.701	25.827	24.924	-11,5%
Cap. Empleado	45.262	45.902	43.823	46.233	44.938	43.172	42.730	42.339	42.038	41.676	-0,9%
BPA	2,53	6,77	3,24	3,90	2,09	1,92	1,78	1,72	1,87	1,93	-5,4%
Cto %	-9,9%	168,0%	-52,2%	20,3%	-46,4%	-8,2%	-7,4%	-3,1%	8,7%	3,1%	11,9%
BPA ajust.	2,53	6,77	3,24	3,90	2,09	1,92	1,78	1,72	1,87	1,93	-5,4%
Cto %	-9,9%	168,0%	-52,2%	20,3%	-46,4%	-8,2%	-7,4%	-3,1%	8,7%	3,1%	11,9%
DPA	1,53	5,90	1,03	1,02	0,61	0,00	0,89	0,86	0,94	0,96	-100,0%
Cto %	-6,6%	285,2%	-82,6%	-1,1%	-40,4%	-100,0%	n.a.	-3,1%	8,7%	3,1%	9,1%
Payout	60,6%	87,1%	31,7%	26,1%	29,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	39,1%
Rentab. Div.	4,2%	25,3%	4,3%	5,3%	3,2%	0,0%	5,3%	5,2%	5,6%	5,8%	7,0%
FCF Yield	0,4%	2,3%	6,0%	12,5%	15,2%	13,9%	19,9%	17,9%	18,3%	18,6%	8,4%
EV/CE	1,5x	0,9x	1,1x	0,9x	0,8x	0,8x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	1,0x
EV/Ventas	3,7x	1,9x	1,9x	1,3x	1,1x	1,1x	0,8x	0,9x	0,8x	0,8x	1,8x
EV/EBITDA	10,4x	6,3x	6,7x	5,5x	5,0x	5,1x	4,0x	4,1x	3,8x	3,6x	6,5x
EV/EBIT	14,0x	8,2x	9,6x	8,2x	7,8x	8,1x	6,3x	6,8x	6,2x	6,0x	9,3x
PER	14,4x	3,4x	7,4x	4,9x	9,0x	10,4x	9,4x	9,7x	8,9x	8,7x	8,3x
PER ajust.	14,4x	3,4x	7,4x	4,9x	9,0x	10,4x	9,4x	9,7x	8,9x	8,7x	8,3x
P/CF	8,9x	2,8x	4,5x	3,1x	4,1x	4,6x	4,0x	4,0x	3,8x	3,7x	4,7x
P/V	3,2x	1,4x	1,8x	1,1x	1,0x	1,0x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	1,6x
P/V ajust. Fdo con	4,0x	1,6x	2,2x	1,4x	1,2x	1,2x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	1,9x
ROE	22,3%	42,0%	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x	8,3%	7,8%	8,1%	8,0%	22,2%
ROCE	7,2%	8,0%	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	7,2%	6,5%	7,0%	7,0%	7,6%
ROA	4,8%	12,4%	0,1x	0,1x	0,0x	0,0x	3,2%	3,1%	3,4%	3,6%	6,1%
Deuda Neta/FF.PP.	184,0%	86,2%	130,3%	86,3%	57,0%	42,5%	16,3%	10,2%	4,2%	-1,5%	97,7%
Deuda Neta/EV	33,6%	34,2%	38,1%	37,3%	30,3%	24,6%	13,3%	9,0%	4,0%	-1,5%	33,0%
Deuda Neta/EBITDA	3,5x	2,1x	2,6x	2,1x	1,5x	1,3x	0,5x	0,4x	0,2x	-0,1x	2,2x
Deuda Neta/CFN	5,1x	1,7x	3,3x	2,3x	2,3x	1,9x	0,8x	0,5x	0,2x	-0,1x	2,8x
Cobertura Intereses	5,1x	5,2x	5,0x	5,7x	7,5x	6,9x	8,4x	17,8x	34,5x	n.a.	5,9x

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 13.

Ratios operativos

OPERATIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
EBITDA por negocio											
España	3.743	3.930	4.060	4.079	4.024	3.796	3.225	3.011	3.017	2.965	0,3%
Generación España	2.505	2.515	3.047	2.309	2.131	2.143	1.415	1.183	1.171	1.101	-3,1%
Distribución España	1.351	1.452	1.157	1.900	1.816	1.684	1.810	1.828	1.846	1.864	4,5%
Estructura	-113	-37	-144	-130	77	-31	0	0	0	0	-22,8%
Latam	2.534	2.968	3.168	3.395	3.241	3.209	3.645	3.494	3.774	3.892	4,8%
Generación Latam	1.352	1.705	1.932	1.979	1.875	1.695	1.785	1.924	2.197	2.223	4,6%
Distribución Latam	1.236	1.314	1.259	1.448	1.402	1.544	1.898	1.608	1.616	1.707	4,6%
Otros - Estructura	-54	-51	-23	-32	-36	-30	-38	-38	-38	-38	-11,1%
Europa	37	-3	0	n.a.							
Total	6.314	6.895	7.228	7.474	7.265	7.005	6.870	6.505	6.792	6.857	2,1%
Inc. EBITDA											
España	-2,4%	5,0%	3,3%	0,5%	-1,3%	-5,7%	-15,0%	-6,6%	0,2%	-1,7%	-0,1%
Generación España	-7,6%	0,4%	21,2%	-24,2%	-7,7%	0,6%	-34,0%	-16,4%	-1,0%	-6,0%	-2,9%
Distribución España	21,6%	7,5%	-20,3%	64,2%	-4,4%	-7,3%	7,5%	1,0%	1,0%	1,0%	10,2%
Estructura	-907,1%	-67,3%	289,2%	-9,7%	--	--	--	--	--	--	-173,7%
Latam	15,8%	17,1%	6,7%	7,2%	-4,5%	-1,0%	13,6%	-4,1%	8,0%	3,1%	6,9%
Generación Latam	9,2%	26,1%	13,3%	2,4%	-5,3%	-9,6%	5,3%	7,8%	14,2%	1,2%	6,0%
Distribución Latam	19,3%	6,3%	-4,2%	15,0%	-3,2%	10,1%	22,9%	-15,3%	0,5%	5,6%	7,2%
Otros - Estructura	-37,2%	-5,6%	-54,9%	39,1%	12,5%	-16,7%	27,2%	0,0%	0,0%	0,0%	-10,5%
Europa	-96,7%	-108,1%	--	n.a.							
Total	-11,6%	9,2%	4,8%	3,4%	-2,8%	-3,6%	-1,9%	-5,3%	4,4%	1,0%	-0,1%
Peso del EBITDA											
España	59,3%	57,0%	56,2%	54,6%	55,4%	54,2%	46,9%	46,3%	44,4%	43,2%	56,1%
Generación España	39,7%	36,5%	42,2%	30,9%	29,3%	30,6%	20,6%	18,2%	17,2%	16,1%	34,9%
Distribución España	21,4%	21,1%	16,0%	25,4%	25,0%	24,0%	26,3%	28,1%	27,2%	27,2%	22,2%
Estructura	-1,8%	-0,5%	-2,0%	-1,7%	1,1%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,9%
Latam	40,1%	43,0%	43,8%	45,4%	44,6%	45,8%	53,1%	53,7%	55,6%	56,8%	43,8%
Generación Latam	21,4%	24,7%	26,7%	26,5%	25,8%	24,2%	26,0%	29,6%	32,3%	32,4%	24,9%
Distribución Latam	19,6%	19,1%	17,4%	19,4%	19,3%	22,0%	27,6%	24,7%	23,8%	24,9%	19,5%
Otros - Estructura	-0,9%	-0,7%	-0,3%	-0,4%	-0,5%	-0,4%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%
Europa	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

IBERDROLA (IBE.MC / IBE SM)

UTILITIES/ España

Capitalización: 25.847 Mns €
Free float: 66%
Volumen medio diario: 39.507.388 acc.

SOBREPONDERAR

Vigente desde 28/01/2013. Recomendación anterior: Comprar

P. Objetivo: 4,4 €/acc

Precio al cierre del 11/06/2013: 4,12 €/acc

Ratios	2013e	2014e	2015e
PER	10,5x	11,0x	10,6x
EV/Ebitda	7,1x	7,2x	6,8x
EV/Ebit	12,4x	12,8x	12,0x
P/CF	4,6x	4,6x	4,4x
DPA	0,30€	0,30€	0,30€
Rentab. Div.	7,3%	7,3%	7,3%
FCF Yield	10,8%	9,6%	11,1%
ROCE (%)	4,1%	3,9%	4,2%

Fuente: "la Caixa"

Sigue mejorando el balance

Recomendación de inversión

- El déficit de tarifa continúa en 4 Bn € que se salvará este año gracias a aportaciones públicas.** La próxima reforma del sector promete terminar con él, toda vez que ha sido incluido en el plan de estabilidad aprobado por Bruselas. Proyectamos que el sector deberá absorber un 50% del déficit (2 Bn €), que acotamos a cada empresa en función de su cuota sobre la facturación sector, dado que las indicaciones del Gobierno sugieren que todos las subactividades del sector se verán afectadas.
- Iberdrola podría perder 281 Mns €** Con una cuota sobre los ingresos del sector del 14% le tocaría aportar 281 Mns €, lo que equivale al 8% del EBITDA generado en España, el 4% del EBITDA del Grupo, el 8% del BDI y 0,3 €/acc.
- El balance ya no puntúa en negativo.** Desde los máximo alcanzados en 2009 (deuda / EBITDA de 4,4x), 2012 cerró con un ratio de 3,9x y este año esperamos cierre en 3,7x gracias a las titulaciones netas (1 Bn € a la fecha) y el cobro de las desinversiones acordadas en 2012 (0,8 Bn €). Incluso con la pérdida de ingresos por la próxima reforma el apalancamiento se situaría por debajo de 4x (3,8x). Además, todavía cuenta con 1,5 Bn € de déficit pendiente de titularizar, mientras falta por completar 1 Bn € del programa de desinversiones.
- La cuenta de resultados no brillará en 2013.** A nivel operativo esperamos una caída del resultado del -2% derivado de la nueva fiscalidad del sector en España, las revisiones de tarifas en Brasil y la debilidad de la moneda en UK. En BDI la caída se acentúa (-14%) por la ausencia de resultados no recurrentes básicamente fiscales. No obstante, la generación de plusvalías con la venta de activos podría suavizar la caída.
- Los múltiplos de cotización ya recogen la mejora del perfil de crédito.** Estimamos para 2013e un PER de 10,5x (vs 13,4x del sector), un EV / EBITDA de 7,1x (vs 7,0x sector) y una yield del 7,3% (vs 5,9% sector) con un *pay-out* implícito del 77%.
- Revisamos nuestro precio objetivo con los resultados de 1T13 y fijamos **precio objetivo en 4,4 €/acc.** (potencial 7%, vs 4,5 €/acc anterior). Mantenemos la recomendación de **SOBREPONDERAR**.



Fuente: Reuters

P&L	2013e	2014e	2015e
Ventas	34.831	35.518	36.612
Cto	1,5%	2,0%	3,1%
EBITDA	7.546	7.525	7.893
Cto	-2,3%	-0,3%	4,9%
Margen	21,7%	21,2%	21,6%
BDI	2.454	2.358	2.438
Cto	-13,6%	-3,9%	3,4%
Margen	7,0%	6,6%	6,7%

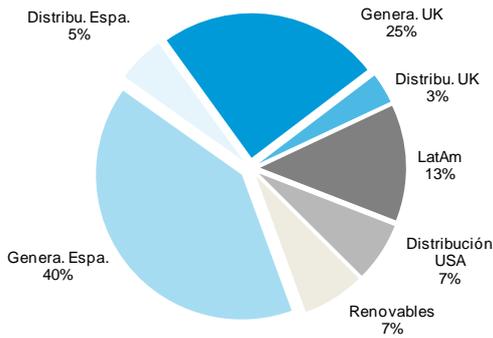
Fuente: "la Caixa"

Fernando Murillo. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

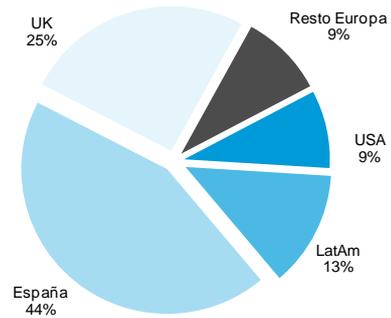
DESCRIPCION GENERAL

El Grupo Iberdrola contaba a cierre de 2011 con una potencia instalada de 46 GW, que le permitieron generar 134 TWh y distribuir 211 TWh de electricidad a sus 28 Mns de clientes. Los principales mercados de la compañía son España (potencia de 25 GW, que generaron 67 TWh y distribuyeron 95 TWh a 10 Mns de clientes), UK (potencia de 7 GW, que generaron 19 TWh y distribuyeron 36 TWh a sus 3 Mns clientes), USA (potencia de 6 GW, que generaron 17 TWh y distribuyeron 32 TWh a sus 2 Mns de clientes), LatAm (potencia de 6 GW, que generaron 39 TWh, distribuyó 49 TWh a sus 12 Mns de clientes) y Resto del Mundo (potencia de 1 GW que produjeron 2,6 TWh).

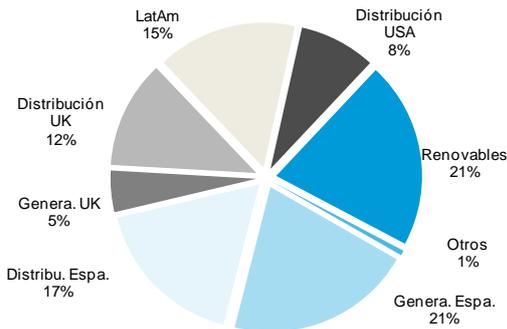
Distribución Ingresos'12 Actividad



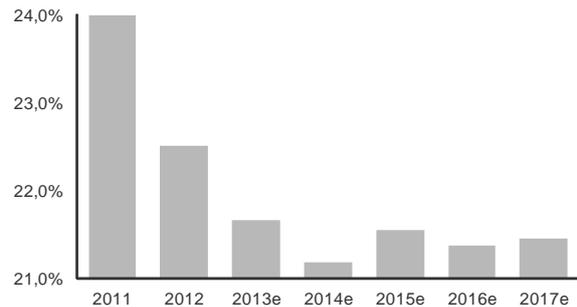
Distribución Geográfica Ingresos'12



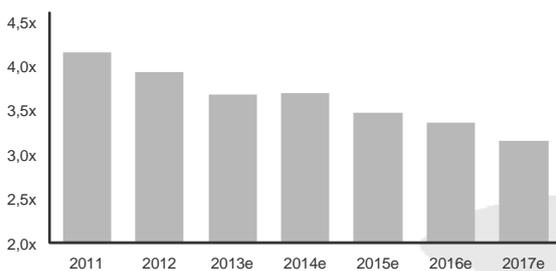
Distribución Operativa'12 Actividad



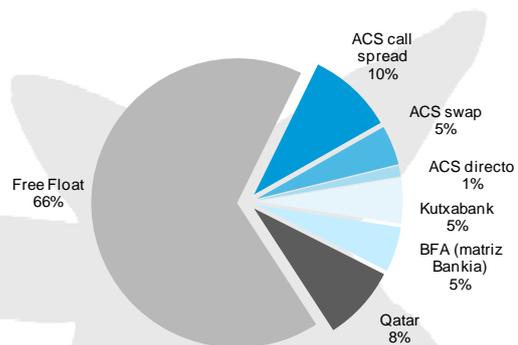
Evolución del Margen Operativo



Nivel de apalancamiento DFN/EBITDA



Accionariado



Fuente: Estimaciones "la Caixa"

PRINCIPALES VARIABLES A TENER EN CONSIDERACION

- 1.- Regulación en sus principales mercados: España, UK, USA y LatAm
- 2.- Precios del pool en España y UK
- 3.- Precios de la generación en UK
- 4.- Apertura y capacidad de crédito
- 5.- Tipos de intereses
- 6.- Evolución de la libra y del dólar

Presidente Ignacio Sánchez Galán
CEO José Luis San Pedro

IR Ignacio Cuenca
www.iberdrola.es

8. Valoración

Actualizamos nuestra valoración de Iberdrola con los resultados 1T13. Como consecuencia fijamos nuestro **precio objetivo en 4,4 €/acc.** (potencial 7%, vs 4,5 €/acc. anterior). Mantenemos la recomendación de **SOBREPONDERAR**.

Tabla 14.

Valoración

	Mn€	%	€/acc. Método de valoración	Anterior
Generación España	8.388	15%	1,3 6,0x EBITDA	6.903
Distribución España	10.348	19%	1,6 7,0x EBITDA	9.436
Generación UK	2.465	5%	0,4 7,0x EBITDA	2.561
Distribución UK	5.946	11%	0,9 6,5x EBITDA	6.383
USA	5.439	10%	0,9 7,5x EBITDA	5.629
Iberdrola Renovables	16.519	30%	2,6 Múltiplos	17.517
LatAm	7.280	13%	1,2 BRL: 6,0x EBITDA: MXN: 8,1x	8.108
Diversificación	-341	-1%	-0,1 6,0x EBITDA	210
Inversiones financieras	2.340	4%	0,4 VC, P.O Caixa GAM y Consenso EDP	1.989
Provisiones	-3.928	-7%	-0,6 V.C.	-3.427
Valor empresa	54.454	100%		
Deuda neta 31/12/13	27.694			
Deuda subordinada	525			
Valor FF.PP.	26.235			
Nº acciones	6.281			
Valoración €/acc.	4,2			
Déficit de tarifa en balance Mns €	1.486			
Déficit de tarifa en balance €/acc.	0,2			
Precio objetivo €/acc.	4,4			

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Generación en España. Valoramos la división aplicando un múltiplo de 6,0x EBITDA. Consideramos un precio del pool de 50 €/MWh para este año y siguientes (sin cambios).

Distribución España. Valoramos el negocio aplicando un múltiplo EBITDA de 7,0x.

Generación UK. Valoramos el área a un múltiplo EBITDA de 7,0x.

Distribución UK. Valoramos el negocio a un múltiplo EBITDA de 6,5x.

Iberdrola USA. Calculamos la valoración aplicando un múltiplo EBITDA de 7,5x EBITDA.

Iberdrola Renovables. Valoramos el megavatio instalado en 1,2 Mns €

LatAm. Diferenciamos entre México y Brasil. El primero lo valoramos proyectando la cuenta de resultados hasta 2034 aplicando la regulación del país, basada en pagos por capacidad. Brasil lo valoramos aplicando un múltiplo EBITDA de 6,0x.

Diversificación. Aplicamos un múltiplo de 6x EBITDA al resultado esperado para 2013.

Inversiones financieras. Las principales partidas corresponden a EDP (0,6 Bn €) que valoramos al precio objetivo de consenso (2,6 €/acc) y Gamesa (72 Mns €) que valoramos de acuerdo a nuestro precio objetivo (1,5 €/acc.).

Déficit de tarifa en balance. Estimamos que la compañía cierre 2013 con un déficit de tarifa pendiente de titularizar de 1,5 Bn €, que equivale a 0,2 €/acc.

9. Anexos financieros

Tabla 15.
Anexos financieros

P&G	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Ventas	17.468	25.626	24.859	30.679	31.833	34.322	34.831	35.518	36.612	37.473	14,5%
Cto %	58,6%	46,7%	-3,0%	23,4%	3,8%	7,8%	1,5%	2,0%	3,1%	2,4%	
EBITDA	5.538	6.412	6.815	7.528	7.651	7.727	7.546	7.525	7.893	8.008	6,9%
Cto %	42,4%	15,8%	6,3%	10,5%	1,6%	1,0%	-2,3%	-0,3%	4,9%	1,5%	
EBIT	3.698	4.261	4.509	4.830	4.506	4.377	4.356	4.210	4.454	4.451	3,4%
Cto %	39,3%	15,2%	5,8%	7,1%	-6,7%	-2,9%	-0,5%	-3,4%	5,8%	-0,1%	
BAI	3.099	3.864	3.658	3.841	3.455	3.075	3.143	3.102	3.208	3.219	-0,2%
Cto %	29,8%	24,7%	-5,3%	5,0%	-10,1%	-11,0%	2,2%	-1,3%	3,4%	0,3%	
BDI	2.354	2.861	2.824	2.871	2.805	2.841	2.454	2.358	2.438	2.444	3,8%
Cto %	41,8%	21,5%	-1,3%	1,7%	-2,3%	1,3%	-13,6%	-3,9%	3,4%	0,3%	
Cash Flow Neto	4.195	5.011	5.130	5.569	5.951	6.191	5.643	5.673	5.877	6.001	8,1%
Cto %	44,9%	19,5%	2,4%	8,6%	6,8%	4,0%	-8,8%	0,5%	3,6%	2,1%	
Márgenes											
EBITDA	31,7%	25,0%	27,4%	24,5%	24,0%	22,5%	21,7%	21,2%	21,6%	21,4%	25,9%
EBIT	21,2%	16,6%	18,1%	15,7%	14,2%	12,8%	12,5%	11,9%	12,2%	11,9%	16,4%
BDI	13,5%	11,2%	11,4%	9,4%	8,8%	8,3%	7,0%	6,6%	6,7%	6,5%	10,4%

BALANCE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Inmovilizado Neto	43.326	54.403	57.471	61.013	64.930	65.037	65.286	65.760	66.014	66.004	8,5%
Fdo Comercio	8.064	7.255	7.589	7.831	8.272	8.309	8.309	8.309	8.309	8.309	0,6%
Otros Activos	6.443	10.135	6.315	6.603	7.942	7.663	7.663	7.663	7.663	7.663	3,5%
Circulante	7.083	7.752	8.704	8.070	8.794	8.632	8.632	8.632	8.632	8.632	4,0%
Caja	3.331	6.293	7.288	10.184	6.967	7.091	7.091	7.091	7.091	7.091	16,3%
TOTAL	68.247	85.838	87.367	93.701	96.905	96.732	96.981	97.455	97.709	97.699	7,2%
Fondos Propios	25.538	23.364	26.637	29.079	32.888	33.760	35.963	36.437	36.990	37.550	5,7%
Minoritarios	2.294	2.344	2.393	2.584	320	325	332	338	345	353	-32,4%
Otros Pasivos	3.907	6.632	7.527	8.106	8.657	9.714	10.383	10.377	10.369	10.361	20,0%
Deuda Largo	25.235	35.454	37.010	40.296	38.673	37.415	34.785	34.785	34.487	33.916	8,2%
Deuda Corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Circulante	11.273	18.044	13.800	13.636	16.367	15.518	15.518	15.518	15.518	15.518	6,6%
TOTAL	68.247	85.838	87.367	93.701	96.905	96.732	96.981	97.455	97.709	97.699	7,2%
Deuda Neta	21.904	29.161	29.722	30.112	31.706	30.324	27.694	27.694	27.396	26.825	6,7%
Capital Empleado	53.643	61.501	66.279	69.881	73.571	74.123	74.372	74.846	75.100	75.090	6,7%
Capex	4.711	12.673	4.072	5.100	8.190	3.259	3.438	3.789	3.693	3.546	-7,1%
Fdo Maniobra	-4.190	-10.292	-5.096	-5.566	-7.573	-6.886	-6.886	-6.886	-6.886	-6.886	10,4%

EOAF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Recursos Gdos	4.195	5.011	5.130	5.569	5.951	6.191	5.643	5.673	5.877	6.001	8,1%
BDI	2.354	2.861	2.824	2.871	2.805	2.841	2.454	2.358	2.438	2.444	3,8%
Amort/Prov.	1.841	2.151	2.306	2.698	3.145	3.350	3.189	3.316	3.439	3.557	12,7%
Inv Inmovilizado	-4.711	-12.673	-4.072	-5.100	-8.190	-3.259	-3.438	-3.789	-3.693	-3.546	-7,1%
Capex	-4.711	-12.673	-4.072	-5.100	-8.190	-3.259	-3.438	-3.789	-3.693	-3.546	-7,1%
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Financiación	13.624	2.990	-6.848	-893	-593	-1.165	-1.976	-1.884	-1.884	-1.884	-161,2%
Var. Capital	12.853	0	-1.315	-1.314	-386	0	-125	0	0	0	n.a.
Dividendos	-940	-1.353	-1.636	-1.111	-977	-1.014	-776	-1.884	-1.884	-1.884	1,5%
Minoritarios	2.145	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Otros	-434	4.344	-3.897	1.532	771	-151	-1.075	0	0	0	-19,0%
Var. Circulante	3.772	6.102	-5.195	470	2.007	-687	0	0	0	0	-171,1%
Var. Deuda	7.959	7.257	561	390	1.594	-1.382	-2.630	0	-299	-571	-170,5%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 16.
Ratios financieros

RATIOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Precio (Max)	12,03	10,85	6,89	6,74	6,47	4,75	4,32				
Precio (Min)	7,90	4,85	4,46	4,63	4,42	2,65	3,60				
Precio (31/12)	10,40	6,54	6,67	5,89	4,83	4,20	4,12	4,12	4,12	4,12	-16,6%
Nº Accs	4.994	5.002	5.252	5.484	5.882	6.139	6.281	6.281	6.281	6.281	4,2%
Cap. Burs.	51.935	32.715	35.033	32.272	28.436	25.783	25.847	25.847	25.847	25.847	-13,1%
Deuda Neta	21.904	29.161	29.722	30.112	31.706	30.324	27.694	27.694	27.396	26.825	6,7%
Minoritarios	2.294	2.344	2.393	2.584	320	325	332	338	345	353	-32,4%
EV	76.133	64.220	67.148	64.968	60.462	56.432	53.873	53.879	53.588	53.025	-5,8%
Cap. Empleado	53.643	61.501	66.279	69.881	73.571	74.123	74.372	74.846	75.100	75.090	6,7%
BPA	0,47	0,57	0,54	0,52	0,48	0,46	0,39	0,38	0,39	0,39	-0,4%
Cto %	2,4%	21,3%	-6,0%	-2,6%	-8,9%	-3,0%	-15,6%	-3,9%	3,4%	0,3%	0,5%
BPA ajust.	0,47	0,57	0,54	0,52	0,48	0,46	0,39	0,38	0,39	0,39	-0,4%
Cto %	2,4%	21,3%	-6,0%	-2,6%	-8,9%	-3,0%	-15,6%	-3,9%	3,4%	0,3%	0,5%
DPA	0,27	0,33	0,33	0,33	0,34	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	2,1%
Cto %	2,3%	20,7%	2,1%	0,0%	0,6%	-10,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%
Payout	57,5%	57,2%	62,1%	63,8%	70,5%	64,8%	76,8%	79,9%	77,3%	77,1%	62,6%
Rentab. Div.	2,6%	5,0%	5,0%	5,7%	7,0%	7,1%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	5,4%
FCF Yield	-0,5%	-23,0%	4,0%	3,0%	-6,6%	12,2%	10,8%	9,6%	11,1%	12,1%	-1,8%
EV/CE	1,4x	1,0x	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	1,0x
EV/Ventas	4,4x	2,5x	2,7x	2,1x	1,9x	1,6x	1,5x	1,5x	1,5x	1,4x	2,5x
EV/EBITDA	13,7x	10,0x	9,9x	8,6x	7,9x	7,3x	7,1x	7,2x	6,8x	6,6x	9,6x
EV/EBIT	20,6x	15,1x	14,9x	13,5x	13,4x	12,9x	12,4x	12,8x	12,0x	11,9x	15,1x
PER	22,1x	11,4x	12,4x	11,2x	10,1x	9,1x	10,5x	11,0x	10,6x	10,6x	12,7x
PER ajust.	22,1x	11,4x	12,4x	11,2x	10,1x	9,1x	10,5x	11,0x	10,6x	10,6x	12,7x
P/CF	12,4x	6,5x	6,8x	5,8x	4,8x	4,2x	4,6x	4,6x	4,4x	4,3x	6,7x
PVC	2,0x	1,4x	1,3x	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	1,2x
PVC ajust. Fdo com.	3,0x	2,0x	1,8x	1,5x	1,2x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	1,8x
ROE	9,2%	12,2%	10,6%	9,9%	8,5%	8,4%	6,8%	6,5%	6,6%	6,5%	9,8%
ROCE	4,8%	4,9%	4,8%	4,8%	4,3%	4,1%	4,1%	3,9%	4,2%	4,1%	4,6%
ROA	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	2,9%	2,9%	2,5%	2,4%	2,5%	2,5%	3,2%
Deuda Neta/FF.PP.	85,8%	124,8%	111,6%	103,6%	96,4%	89,8%	77,0%	76,0%	74,1%	71,4%	102,0%
Deuda Neta/EV	28,8%	45,4%	44,3%	46,3%	52,4%	53,7%	51,4%	51,4%	51,1%	50,6%	45,2%
Deuda Neta/EBITDA	4,0x	4,5x	4,4x	4,0x	4,1x	3,9x	3,7x	3,7x	3,5x	3,3x	4,2x
Deuda Neta/CFN	5,2x	5,8x	5,8x	5,4x	5,3x	4,9x	4,9x	4,9x	4,7x	4,5x	5,4x
Cobertura Intereses	4,1x	4,2x	4,1x	3,8x	4,2x	4,0x	3,6x	3,8x	3,6x	3,6x	4,0x

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 17.

Ratios operativos

OPERATIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
EBITDA por negocio											
EBITDA	5.538	6.412	6.815	7.528	7.651	7.727	7.546	7.525	7.893	8.008	6,9%
Generación	2.165	2.712	2.418	2.435	2.268	2.355	2.141	1.837	1.905	1.740	1,7%
Generación SP	1250	1519	1331	1483	1571	1605	1398	1089	1132	1069	5,1%
Generación UK	555	809	730	545	323	361	352	357	382	280	-8,3%
Mexico*	360	384	358	407	362	380	381	381	381	381	1,1%
Distribución	2.075	2.339	2.735	3.625	3.826	3.774	3.821	4.032	4.249	4.447	12,7%
Distribución SP	978	991	1119	1559	1555	1348	1478	1493	1513	1533	6,6%
Distribución UK	568	748	663	799	832	937	915	969	1026	1086	10,5%
IBE USA	0	93	451	711	548	660	715	773	821	871	63,4%
Renovables	564	1.186	1.325	1.456	1.443	1.620	1.649	1.722	1.805	1.886	23,5%
Brasil*	530	508	502	557	890	828	713	797	888	956	9,4%
Diversificación	487	364	336	48	152	44	10	10	10	10	-38,1%
Corporación	247	-188	1	-35	-38	-67	-75	-75	-75	-75	-177,0%
Inc. EBITDA %											
EBITDA	4,4%	15,8%	6,3%	10,5%	1,6%	1,0%	-2,3%	-0,3%	4,9%	1,5%	Media 6,6%
Generación	-5,9%	25,2%	-10,8%	0,7%	-6,8%	3,8%	-9,1%	-14,2%	3,7%	-8,6%	1,0%
Generación SP	-19,0%	21,5%	-12,4%	11,5%	5,9%	2,2%	-12,9%	-22,1%	4,0%	-5,5%	1,6%
Generación UK	14,8%	45,6%	-9,7%	-25,4%	-40,8%	11,8%	-2,4%	1,5%	6,9%	-26,6%	-0,6%
Mexico	32,0%	6,8%	-7,0%	13,8%	-11,0%	5,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	6,6%
Distribución	1,7%	12,7%	16,9%	32,5%	5,5%	-1,4%	1,3%	5,5%	5,4%	4,7%	11,3%
Distribución SP	44,9%	1,3%	12,9%	39,3%	-0,2%	-13,3%	9,6%	1,0%	1,3%	1,3%	14,2%
Distribución UK	-38,9%	31,7%	-11,4%	20,5%	4,2%	12,6%	-2,4%	5,9%	5,9%	5,9%	3,1%
IBE USA			387,9%	57,5%	-22,9%	20,5%	8,4%	8,1%	6,2%	6,1%	110,7%
Renovables	1,2%	110,2%	11,8%	9,8%	-0,9%	12,3%	1,8%	4,4%	4,8%	4,5%	24,1%
Brasil	21,4%	-4,2%	-1,0%	10,9%	59,9%	-7,0%	-13,9%	11,8%	11,5%	7,6%	13,3%
Diversificación	14,5%	-25,2%	-7,7%	-85,7%	218,2%	-70,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,2%
Corporación	-1333%	-176,4%	-100,3%	-5950%	9%	76%	12,1%	0,0%	0,0%	0,0%	-1245,9%
Peso del EBITDA %											
EBITDA	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Media 100,0%
Generación	39,1%	42,3%	35,5%	32,3%	29,6%	30,5%	28,4%	24,4%	24,1%	21,7%	34,9%
Generación SP	22,6%	23,7%	19,5%	19,7%	20,5%	20,8%	18,5%	14,5%	14,3%	13,4%	21,1%
Generación UK	10,0%	12,6%	10,7%	7,2%	4,2%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%	3,5%	8,2%
Mexico	6,5%	6,0%	5,2%	5,4%	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%	4,8%	4,8%	5,5%
Distribución	37,5%	36,5%	40,1%	48,2%	50,0%	48,8%	50,6%	53,6%	53,8%	55,5%	43,5%
Distribución SP	17,7%	15,5%	16,4%	20,7%	20,3%	17,4%	19,6%	19,8%	19,2%	19,1%	18,0%
Distribución UK	10,3%	11,7%	9,7%	10,6%	10,9%	12,1%	12,1%	12,9%	13,0%	13,6%	10,9%
IBE USA	0,0%	1,4%	6,6%	9,4%	7,2%	8,5%	9,5%	10,3%	10,4%	10,9%	5,5%
Renovables	10,2%	18,5%	19,4%	19,3%	18,9%	21,0%	21,9%	22,9%	22,9%	23,5%	17,9%
Brasil	9,6%	7,9%	7,4%	7,4%	11,6%	10,7%	9,4%	10,6%	11,3%	11,9%	9,1%
Diversificación	8,8%	5,7%	4,9%	0,6%	2,0%	0,6%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	3,8%
Corporación	4,5%	-2,9%	0,0%	-0,5%	-0,5%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-0,1%
* México: incluye Guatemala hasta 2010											
* Brasil: Incluye toda sudamerica hasta 2010											

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

GAS NATURAL (GAS.MC / GAS SM)

UTILITIES/ España

Capitalización. 16.016 Mns €
Free float: 31%
Volumen medio diario: 3.314.417 acc.

SOBREPONDERAR

Vigente desde 28/01/2013. Recomendación anterior: Comprar

P. Objetivo: 16,2 €/acc

Precio al cierre del 11/06/2013: 16,01 €/acc

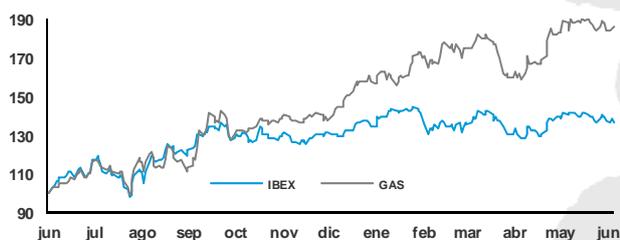
Ratios	2013e	2014e	2015e
PER	12,1x	11,0x	9,4x
EV/Ebitda	6,9x	6,4x	5,8x
EV/Ebit	11,4x	10,6x	9,2x
P/CF	5,0x	4,7x	4,3x
DPA	0,98€	1,08€	1,19€
Rentab. Div.	6,1%	6,8%	7,4%
FCF Yield	15,2%	13,0%	16,6%
ROCE (%)	6,0%	6,4%	7,2%

Fuente: "la Caixa"

Esperando el nuevo plan estratégico

Recomendación de inversión

- El déficit de tarifa continúa en 4 Bn € que se salvará este año gracias a aportaciones públicas.** La próxima reforma del sector promete terminar con él, toda vez que ha sido incluido en el plan de estabilidad aprobado por Bruselas. Proyectamos que el sector deberá absorber un 50% del déficit (2 Bn €), que acotamos a cada empresa en función de su cuota sobre la facturación sector, dado que las indicaciones del Gobierno sugieren que todos las subactividades del sector se verán afectadas.
- Gas Natural podría perder 138 Mns €** Con una cuota sobre los ingresos del sector del 7% le tocaría aportar 138 Mns €, lo que equivale al 11% del EBITDA generado en España, el 3% del EBITDA del Grupo, el 7% del BDI y 1,0 €/acc.
- El balance puntúa en positivo.** Proyectamos que la sociedad termine 2013e con una deuda 14,4 Bn € (con 0,4 Bn € de déficit pendiente de titularizar), lo que equivale a un ratio deuda / EBITDA de 3,1x y que seguiría mejorando los próximos años gracias a la generación de *cash-flow* libre (1 Bn € después de dividendos), afrontando la reforma del sector con comodidad.
- Esperamos un nuevo plan estratégico en 2S13.** Una vez alcanzadas las metas en 2012 de la compra de U. Fenosa, esperamos que la compañía presente su nuevo plan estratégico después de la reforma del sector. Estimamos que estará centrado en el crecimiento orgánico y quizás posibles adquisiciones en LatAm, sujeto al mantenimiento de un fuerte perfil crediticio.
- La cuenta de resultados no acompañará en 2013.** Como consecuencia de la nueva fiscalidad del sector estimamos una caída del EBITDA en 2013 del -3%, con el negocio en España cayendo un -7% y que no podrá ser compensado por el crecimiento en el negocio internacional. En términos de BDI la caída estimada se sitúa en el -8%.
- Revisamos nuestra valoración con los resultados de 1T13 y fijamos **precio objetivo en 16,2 €/acc** (potencial +1%, vs 15,4 €/acc. anterior). **SOBREPONDERAR.**



Fuente: Reuters

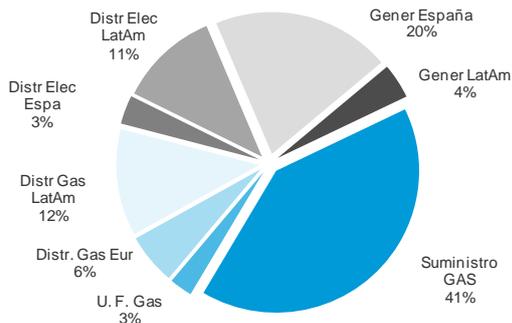
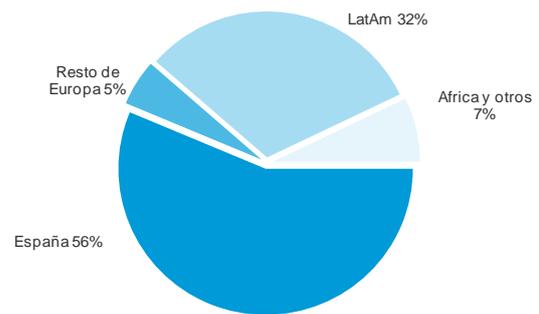
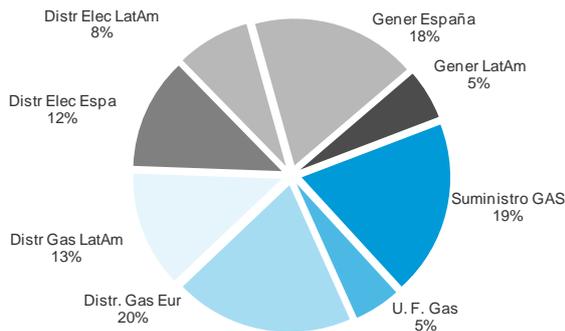
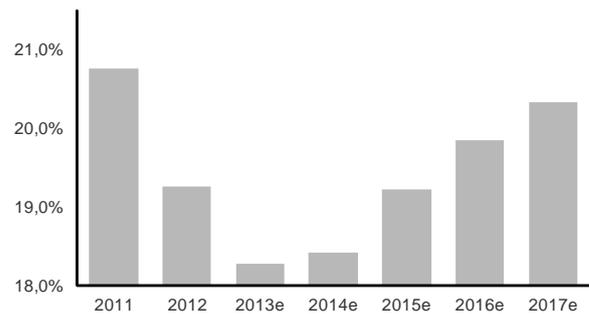
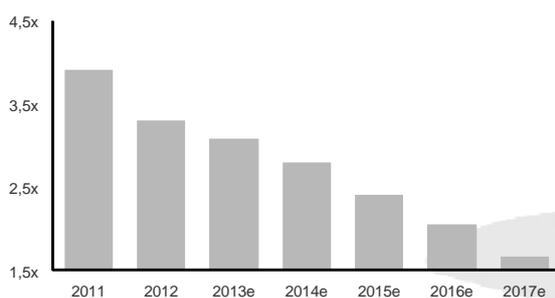
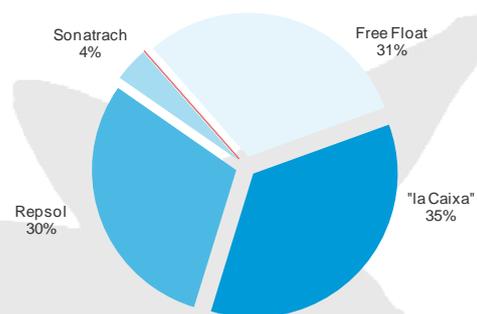
P&L	2013e	2014e	2015e
Ventas	25.620	26.509	27.601
Cto	1,9%	3,5%	4,1%
EBITDA	4.681	4.922	5.345
Cto	-3,4%	5,1%	8,6%
Margen	18,3%	18,6%	19,4%
BDI	1.322	1.454	1.701
Cto	-8,3%	10,0%	17,0%
Margen	5,2%	5,5%	6,2%

Fuente: "la Caixa"

Fernando Murillo. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

DESCRIPCION GENERAL

Empresa líder en el negocio eléctrico y gasístico. Sus principales mercados son España y LatAm. A cierre de ejercicio la compañía contaba con una potencia instalada de 15,4 GW de los que 12,8 GW se situaban en España (11,7 GW convencionales y 1,1 GW renovable) y 2,7 GW en LatAm. La producción se situó en 56,6 TWh, de los que 38,1 TWh fueron en España y 18,5 TWh en LatAm. La compañía cuenta con más de 19,5 Mns de clientes, de los que eléctricos serían 8,1 Mns (4,6 Mns en España y 3,6 Mns internacionales) y 11,4 Mns gasísticos (5,5 Mns € en Europa y 5,9 Mns internacionales). La energía eléctrica distribuida alcanzó los 54,1 TWh (36,4 TWh en España y 17,7 TWh en internacional) y el gas comercializado alcanzó los 350 TWh (265 TWh al mercado español y 85 TWh al mercado internacional).

Distribución Ingresos'12 Actividad

Distribución Geográfica Ingresos'12

Distribución Operativa'12 Actividad

Evolución del Margen Operativo

Nivel de apalancamiento DFN/EBITDA

Accionariado


Fuente: Estimaciones "la Caixa"

PRINCIPALES VARIABLES A TENER EN CONSIDERACION

- 1.- Regulación sector del gas
- 2.- Regulación sector eléctrico
- 3.- Precio del pool
- 4.- Apertura y capacidad de crédito
- 5.- Tipos de interes y nivel de endeudamiento
- 6.- Tipo de cambio euro y divisas LatAm

Presidente *Salvador Gabarró Serra*
 CEO *Rafael Villaseca Marco*

IR *Luis Calvo*
www.gasnatural.com

10. Valoración

Actualizamos nuestra valoración con los resultados 1T13. Como consecuencia fijamos nuestro **precio objetivo en 16,2 €/acc** (potencial +1% vs 15,4 €/acc. anterior). Mantenemos la recomendación en **SOBREPONDERAR**.

Tabla 18.

Valoración

	Mn€	%	€/acc.	Metodo de valoración	Anterior
Generación España	4.623	15%	4,6	6,0x EBITDA	4.070
Generación LatAm	2.330	8%	2,3	7,8x EBITDA	2.498
Distribución gas Europa	7.680	25%	7,7	7,5x EBITDA	7.633
Distribución electricidad España	4.506	15%	4,5	7,0x EBITDA	4.179
Distribución gas LatAm	3.122	10%	3,1	2,0X ARG, resto de países 6,5x EBITDA	3.023
Distribución electricidad LatAm	1.807	6%	1,8	6,5X EBITDA	2.304
Suministro e infraestructuras de gas	8.905	29%	8,9	Múltiplos (7x EBITDA) y DCF	8.747
Otros	-1.000	-3%	-1,0	5,0x EBITDA	-625
Financieras	1.083	4%	1,1	V.C.	1.123
Provisiones	-876	-3%	-0,9	V.C.	-1.003
Fondo de pensiones	-709	-2%	-0,7	V.C.	-709
Leasing buques metaneros	-551	-2%	-0,6	V.C.	-571
Valor empresa	30.920	100%	30,9		
Deuda 31/12/13	14.420				
Participaciones preferentes	750				
Valor FF.PP.	15.750				
Nº acciones	1.001				
Valoración €/acc.	15,7				
Déficit de tarifa en balance Mns €	428				
Déficit de tarifa en balance €/acc.	0,4				
Precio objetivo €/acc.	16,2				

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Generación España: Valoramos la división aplicando un ratio de 6,0x EBITDA. Hemos tenido en cuenta un precio del pool para este año y siguientes de 50 €/MWh.

Generación LatAm: Valoramos el negocio, situado básicamente en México y Puerto Rico, por DCF a 7,8x EBITDA.

Distribución gas Europa: Valoramos la actividad aplicando un múltiplo de 7,5x EBITDA.

Distribución electricidad España: Valoramos la división aplicando un múltiplo de 7,0x EBITDA.

Distribución gas LatAm: Valoramos la región aplicando un múltiplo de 6,5x, excepto al EBITDA de Argentina, que lo valoramos a 2x EBITDA.

Distribución electricidad LatAm: Valoramos el negocio aplicando un múltiplo de 6,5x EBITDA.

Suministro e infraestructura: Incluye los negocios de comercialización mayorista y minorista y de gestión de infraestructuras de gas. Para el negocio de suministro de gas hemos considerado un EBITDA por MWh comercializado de 2,5 \$, por encima de la media de los últimos 5 años (2,1 \$/MWh), pero por debajo del proyectado para 2013 (3,2 \$/MWh).

Déficit de tarifa en balance. Estimamos que la compañía cierre 2013 con un déficit de tarifa pendiente de titularizar de 0,4 Bn €, que equivale a 0,4 €/acc.

11. Anexos financieros

Tabla 19.
Anexos financieros

P&G	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2105e	2016e	2007-12
Ventas	10.174	13.639	15.049	19.888	21.339	25.154	25.620	26.509	27.601	28.625	19,8%
Cto %	-2,8%	34,1%	10,3%	32,2%	7,3%	17,9%	1,9%	3,5%	4,1%	3,7%	
EBITDA	2.218	2.520	3.798	4.239	4.429	4.845	4.681	4.922	5.345	5.678	16,9%
Cto %	19,5%	13,6%	50,7%	11,6%	4,5%	9,4%	-3,4%	5,1%	8,6%	6,2%	
EBIT	1.567	1.794	2.448	2.523	2.679	3.047	2.827	2.990	3.345	3.625	14,2%
Cto %	24,1%	14,5%	36,5%	3,1%	6,2%	13,7%	-7,2%	5,7%	11,9%	8,4%	
BAI	1.415	1.551	1.830	1.883	2.022	2.203	2.026	2.229	2.607	2.949	9,3%
Cto %	14,9%	9,6%	18,0%	2,9%	7,4%	9,0%	-8,1%	10,0%	17,0%	13,1%	
BDI	959	1.057	1.195	1.201	1.325	1.441	1.322	1.454	1.701	1.924	8,5%
Cto %	12,3%	10,2%	13,1%	0,5%	10,3%	8,8%	-8,3%	10,0%	17,0%	13,1%	
Cash Flow Neto	1.610	1.783	2.545	2.917	3.075	3.239	3.176	3.386	3.701	3.977	15,0%
Cto %	11,3%	10,7%	42,7%	14,6%	5,4%	5,3%	-2,0%	6,6%	9,3%	7,5%	
Márgenes											
EBITDA	21,8%	18,5%	25,2%	21,3%	20,8%	19,3%	18,3%	18,6%	19,4%	19,8%	21,1%
EBIT	15,4%	13,2%	16,3%	12,7%	12,6%	12,1%	11,0%	11,3%	12,1%	12,7%	13,7%
BDI	9,4%	7,7%	7,9%	6,0%	6,2%	5,7%	5,2%	5,5%	6,2%	6,7%	7,2%

BALANCE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2105e	2016e	2007-12
Inmovilizado Neto	10.801	11.059	28.951	28.358	27.948	27.235	26.782	26.799	26.487	25.772	20,3%
Fdo Comercio	541	546	6.056	6.002	5.876	5.876	5.837	5.837	5.837	5.837	61,1%
Otros Activos	1.030	3.201	2.911	2.439	2.098	2.080	2.080	2.080	2.080	2.080	15,1%
Circulante	3.048	3.710	6.361	7.248	7.482	7.262	7.262	7.262	7.262	7.262	19,0%
Caja	152	249	589	1.203	3.098	4.434	4.434	4.434	4.434	4.434	96,4%
TOTAL	15.571	18.765	44.868	45.250	46.502	46.887	46.395	46.412	46.100	45.385	24,7%
Fondos Propios	6.070	6.376	10.681	11.384	12.792	13.261	13.688	14.158	14.777	15.510	16,9%
Minoritarios	357	345	1.496	1.590	1.649	1.618	1.668	1.724	1.800	1.892	35,3%
Otros Pasivos	943	2.381	3.164	3.522	2.515	2.425	3.031	2.975	2.899	2.807	20,8%
Deuda Largo	4.223	5.938	21.505	20.562	20.392	20.429	18.854	18.401	17.470	16.022	37,1%
Deuda Corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Circulante	3.977	3.725	8.022	8.192	9.154	9.154	9.154	9.154	9.154	9.154	18,1%
TOTAL	15.571	18.765	44.868	45.250	46.502	46.887	46.395	46.412	46.100	45.385	24,7%
Deuda Neta	4.072	5.689	20.916	19.359	17.294	15.995	14.420	13.967	13.036	11.588	31,5%
Capital Empleado	11.443	14.791	36.257	35.855	34.250	33.299	32.807	32.824	32.512	31.797	23,8%
Capex	2.323	3.697	15.696	1.553	1.514	1.386	1.401	1.949	1.687	1.338	-9,8%
Fdo Maniobra	-929	-15	-1.661	-944	-1.672	-1.892	-1.892	-1.892	-1.892	-1.892	15,3%

EOAF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2105e	2016e	2007-12
Recursos Gdos	1.610	1.783	2.545	2.917	3.075	3.239	3.176	3.386	3.701	3.977	15,0%
BDI	959	1.057	1.195	1.201	1.325	1.441	1.322	1.454	1.701	1.924	8,5%
Amort/Prov.	651	726	1.350	1.716	1.750	1.798	1.854	1.932	1.999	2.053	22,5%
Inv Inmovilizado	-2.323	-3.697	-15.696	-85	-481	-1.386	-1.343	-1.949	-1.687	-1.338	-9,8%
Capex	-2.323	-3.697	-15.696	-1.553	-1.514	-1.386	-1.401	-1.949	-1.687	-1.338	-9,8%
Otros	0	0	0	1.468	1.033	0	58	0	0	0	n.a.
Financiación	-195	-2.257	8.108	-714	1.725	-358	-1.532	-984	-1.082	-1.191	12,9%
Var. Capital	0	0	3.410	0	515	0	0	0	0	0	n.a.
Dividendos	-439	-511	-663	-730	-339	-566	-895	-984	-1.082	-1.191	5,2%
Minoritarios	13	-12	1.151	94	59	0	0	0	0	0	n.a.
Otros	231	-1.734	4.210	-78	1.491	208	-637	0	0	0	n.a.
Var. Circulante	701	-914	1.646	-717	728	220	0	0	0	0	-20,7%
Var. Deuda	668	1.618	15.227	-1.557	-2.065	-1.299	-1.575	-453	-931	-1.448	-214,2%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 20.
Ratios financieros

RATIOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2105e	2016e	2007-12
Precio (Max)	45,76	35,76	18,60	15,60	14,89	13,90	16,57				
Precio (Min)	29,00	16,15	8,44	10,22	10,34	8,56	13,48				
Precio (31/12)	40,02	16,43	15,09	11,49	13,25	13,58	16,01	16,01	16,01	16,01	
Nº Accs	447,8	447,8	921,8	921,8	991,7	1000,7	1000,7	1000,7	1000,7	1000,7	
Cap. Burs.	17.920	7.356	13.905	10.591	13.140	13.589	16.016	16.016	16.016	16.016	-5,4%
Deuda Neta	4.072	5.689	20.916	19.359	17.294	15.995	14.420	13.967	13.036	11.588	31,5%
Minoritarios	357	345	1.496	1.590	1.649	1.618	1.668	1.724	1.800	1.892	35,3%
EV	22.349	13.390	36.317	31.540	32.083	31.202	32.104	31.707	30.852	29.496	6,9%
Cap. Empleado	11.443	14.791	36.257	35.855	34.250	33.299	32.807	32.824	32.512	31.797	23,8%
BPA	2,14	2,36	1,30	1,30	1,34	1,44	1,32	1,45	1,70	1,92	-7,6%
Cto %	2,3%	10,2%	-45,1%	0,5%	2,5%	7,8%	-8,3%	10,0%	17,0%	13,1%	-2,0%
BPA ajust.	2,14	2,36	1,48	1,30	1,34	1,44	1,32	1,45	1,70	1,92	-7,6%
Cto %	2,3%	10,2%	-37,4%	-11,8%	2,5%	7,8%	-8,3%	10,0%	17,0%	13,1%	-2,7%
DPA	1,14	0,98	0,79	0,80	0,83	0,89	0,98	1,08	1,19	1,31	-4,7%
Cto %	16,3%	-14,0%	-19,2%	10%	3,8%	7,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	-0,7%
Payout	53,2%	41,5%	61,1%	61,4%	62,1%	62,1%	74,5%	74,4%	70,0%	68,1%	56,9%
Rentab. Div.	2,8%	6,0%	5,3%	7,0%	6,3%	6,6%	6,1%	6,8%	7,4%	8,2%	5,6%
FCF Yield	-3,2%	-23,3%	-90,8%	18,2%	16,1%	18,7%	15,2%	13,0%	16,6%	20,3%	-10,7%
EV/CE	2,0x	0,9x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	1,1x
EV/Ventas	2,2x	1,0x	2,4x	1,6x	1,5x	1,2x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x	1,7x
EV/EBITDA	10,1x	5,3x	9,6x	7,4x	7,2x	6,4x	6,9x	6,4x	5,8x	5,2x	7,7x
EV/EBIT	14,3x	7,5x	14,8x	12,5x	12,0x	10,2x	11,4x	10,6x	9,2x	8,1x	11,9x
PER	18,7x	7,0x	11,6x	8,8x	9,9x	9,4x	12,1x	11,0x	9,4x	8,3x	10,9x
PER ajust.	18,7x	7,0x	10,2x	8,8x	9,9x	9,4x	12,1x	11,0x	9,4x	8,3x	10,7x
P/CF	11,1x	4,1x	5,5x	3,6x	4,3x	4,2x	5,0x	4,7x	4,3x	4,0x	5,5x
PVC	3,0x	1,2x	1,3x	0,9x	1,0x	1,0x	1,2x	1,1x	1,1x	1,0x	1,4x
PVC ajust. Fdo com.	3,2x	1,3x	3,0x	2,0x	1,9x	1,8x	2,0x	1,9x	1,8x	1,7x	2,2x
ROE	15,8%	16,6%	11,2%	10,5%	10,4%	10,9%	9,7%	10,3%	11,5%	12,4%	12,6%
ROCE	9,6%	8,5%	4,7%	4,9%	5,5%	6,4%	6,0%	6,4%	7,2%	8,0%	6,6%
ROA	6,2%	5,6%	2,7%	2,7%	2,8%	3,1%	2,8%	3,1%	3,7%	4,2%	3,8%
Deuda Neta/FF.PP.	67,1%	89,2%	195,8%	170,1%	135,2%	120,6%	105,3%	98,6%	88,2%	74,7%	129,7%
Deuda Neta/EV	18,2%	42,5%	57,6%	61,4%	53,9%	51,3%	44,9%	44,1%	42,3%	39,3%	47,5%
Deuda Neta/EBITDA	1,8x	2,3x	5,5x	4,6x	3,9x	3,3x	3,1x	2,8x	2,4x	2,0x	3,6x
Deuda Neta/CFN	2,5x	3,2x	8,2x	6,6x	5,6x	4,9x	4,5x	4,1x	3,5x	2,9x	5,2x
Cobertura Intereses	7,0x	6,8x	3,0x	2,6x	2,9x	3,5x	3,5x	3,9x	4,5x	5,3x	4,3x

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 21.

Ratios operativos

OPERATIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2105e	2016e	2007-12
EBITDA por negocio											
Distribución Gas	1.323	1.389	1.493	1.620	1.587	1.623	1.752	1.900	2.073	2.256	4,2%
España	898	922	983	985	966	983	1.024	1.063	1.108	1.152	1,8%
LatAm Gas	425	467	510	635	621	640	728	837	966	1.104	8,5%
Distribución Electr.			644	1.062	1.016	1.014	1.017	1.048	1.090	1.135	16,3%
España			385	645	680	613	644	650	663	676	16,8%
LatAm y RoW			259	417	336	401	374	398	427	459	15,7%
Generación Eléct.	338	516	1.052	1.252	1.068	1.181	977	889	923	898	28,4%
España	279	366	806	974	809	905	678	569	569	537	26,5%
LatAm y RoW	59	150	246	278	259	276	298	320	354	361	36,2%
GAS	603	650	699	777	905	1.217	1.136	1.285	1.458	1.589	15,1%
Up + Midstream	158	185	181	191	184	225	228	276	324	375	7,4%
Mayorista & Minorista	446	465	396	362	444	736	818	826	835	843	10,5%
U.F. Gas			122	224	277	256	89	182	299	371	28,0%
Otros	-47	-35	-90	-472	-147	-190	-200	-200	-200	-200	32,5%
Total	2.218	2.520	3.798	4.239	4.429	4.845	4.681	4.922	5.345	5.678	16,9%
Inc. EBITDA											
Distribución Gas	7,7%	5,0%	7,5%	8,5%	-2,0%	2,3%	7,9%	8,5%	9,1%	8,8%	4,8%
España	6,6%	2,7%	6,6%	0,2%	-1,9%	1,8%	4,2%	3,8%	4,2%	4,0%	2,7%
LatAm Gas	10,1%	9,9%	9,2%	24,5%	-2,2%	3,1%	13,7%	15,1%	15,4%	14,3%	9,1%
Distribución Electr.				64,9%	-4,3%	-0,2%	0,3%	3,0%	4,0%	4,2%	20,1%
España				67,5%	5,4%	-9,9%	5,0%	1,0%	2,0%	2,0%	21,0%
LatAm y RoW				61,0%	-19,4%	19,3%	-6,8%	6,4%	7,3%	7,5%	20,3%
Generación Eléct.	5,2%	52,6%	103,9%	19,0%	-14,7%	10,6%	-17,3%	-8,9%	3,8%	-2,7%	29,4%
España	7,9%	31,1%	120,2%	20,8%	-16,9%	11,9%	-25,0%	-16,1%	0,0%	-5,7%	29,2%
LatAm y RoW	-5,9%	154,7%	64,0%	13,0%	-6,8%	6,6%	8,0%	7,3%	10,5%	2,0%	37,6%
GAS	50,4%	7,7%	7,5%	11,2%	16,5%	34,5%	-6,7%	13,1%	13,5%	9,0%	21,3%
Up + Midstream	-13,1%	17,5%	-2,2%	5,5%	-3,7%	22,3%	1,5%	21,0%	17,4%	15,7%	4,4%
Mayorista & Minorista	102,7%	4,3%	-14,8%	-8,6%	22,7%	65,8%	11,2%	1,0%	1,0%	1,0%	28,7%
U.F. Gas				83,6%	23,7%	-7,6%	-65,2%	103,8%	64,8%	23,9%	33,2%
Otros	-51,1%	-24,9%	157,1%	424,4%	-68,9%	29,3%	5,3%	0,0%	0,0%	0,0%	77,7%
Total	19,5%	13,6%	50,7%	11,6%	4,5%	9,4%	-3,4%	5,1%	8,6%	6,2%	18,2%
Peso del EBITDA											
Distribución Gas	59,7%	55,1%	39,3%	38,2%	35,8%	33,5%	37,4%	38,6%	38,8%	39,7%	43,6%
España	40,5%	36,6%	25,9%	23,2%	21,8%	20,3%	21,9%	21,6%	20,7%	20,3%	28,0%
LatAm Gas	19,2%	18,5%	13,4%	15,0%	14,0%	13,2%	15,5%	17,0%	18,1%	19,4%	15,6%
Distribución Electr.			17,0%	25,1%	22,9%	20,9%	21,7%	21,3%	20,4%	20,0%	21,5%
España			10,1%	15,2%	15,4%	12,7%	13,7%	13,2%	12,4%	11,9%	13,3%
LatAm y RoW			6,8%	9,8%	7,6%	8,3%	8,0%	8,1%	8,0%	8,1%	8,1%
Generación Eléct.	15,2%	20,5%	27,7%	29,5%	24,1%	24,4%	20,9%	18,1%	17,3%	15,8%	23,6%
España	12,6%	14,5%	21,2%	23,0%	18,3%	18,7%	14,5%	11,6%	10,7%	9,5%	18,0%
LatAm y RoW	2,7%	6,0%	6,5%	6,6%	5,8%	5,7%	6,4%	6,5%	6,6%	6,4%	5,5%
GAS	27,2%	25,8%	18,4%	18,3%	20,4%	25,1%	24,3%	26,1%	27,3%	28,0%	22,5%
Up + Midstream	7,1%	7,3%	4,8%	4,5%	4,2%	4,6%	4,9%	5,6%	6,1%	6,6%	5,4%
Mayorista & Minorista	20,1%	18,5%	10,4%	8,5%	10,0%	15,2%	17,5%	16,8%	15,6%	14,8%	13,8%
U.F. Gas			3,2%	5,3%	6,3%	5,3%	1,9%	3,7%	5,6%	6,5%	5,0%
Otros	-2,1%	-1,4%	-2,4%	-11,1%	-3,3%	-3,9%	-4,3%	-4,1%	-3,7%	-3,5%	-4,0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

ACCIONA (ANA.MC / ANA SM)

UTILITIES/ España

Capitalización: 2.560 Mns €
Free float: 41%
Volumen medio diario: 227.624 acc.

INFRAPONDERAR

Vigente desde 28/01/2013. Recomendación anterior: Comprar

P. Objetivo: 50,2 €/acc

Precio al cierre del 11/06/2013: 44,71 €/acc

Ratios	2013e	2014e	2015e
PER	26,8x	33,4x	20,0x
EV/Ebitda	8,0x	7,9x	7,2x
EV/Ebit	18,0x	18,2x	15,7x
P/CF	3,1x	3,1x	2,9x
DPA	1,67€	1,67€	1,67€
Rentab. Div.	3,7%	3,7%	3,7%
FCF Yield	10,4%	12,7%	20,5%
ROCE (%)	2,7%	2,6%	3,0%

Fuente: "la Caixa"

Pendientes del balance

Recomendación de inversión

- El déficit de tarifa continúa en 4 Bn € que se salvará este año gracias a aportaciones públicas.** La próxima reforma del sector promete terminar con él, toda vez que ha sido incluido en el plan de estabilidad aprobado por Bruselas. Proyectamos que el sector deberá absorber un 50% del déficit (2 Bn €), que acotamos a cada empresa en función de su cuota sobre la facturación sector, dado que las indicaciones del Gobierno sugieren que todos las subactividades del sector se verán afectadas.
- Acciona podría perder 47 Mns €** Con una cuota sobre los ingresos del sector del 2% le tocaría aportar 47 Mns €, lo que equivale al 6% del EBITDA eléctrico generado en España, el 4% del EBITDA del Grupo, el 35% del BDI y 7,0 €/acc.
- El balance puntúa en negativo.** Estimamos cierre 2013 con una deuda / EBITDA de 5,8x (el ratio más débil del sector) y que se podría elevar a 6,1x con la reforma del sector. La deuda proyectamos cierre en 7,7 Bn € (vs 7,5 Bn € en 2012) aunque esperamos toque pico este año (deuda 2014e de 7,6 Bn €). A su favor juega la estructura de vencimientos (0,5 Bn € tanto 2013 como 2014), mientras la liquidez se mantiene elevada (1,6 Bn €).
- El dividendo en cuestión.** El DPA con cargo a los resultados 2012 se ha reducido un -12% hasta 2,65 €/acc., mientras que para este año (y con un *pay-out* del 100%) proyectamos caiga hasta 1,67 €/acc. (-37%). En este contexto, tenemos dudas sobre una posible cancelación del mismo como señal al mercado de fortalecimiento del balance.
- A la espera de un plan de desinversiones.** Esperamos que la compañía venda activos para fortalecer el balance. Concesiones, activos inmobiliarios y negocios no estratégicos serían los candidatos ideales a vender, aunque también esperamos una rotación de activos en el negocio renovable una vez se cierre la regulación en España.
- La cuenta de resultados tampoco ayuda.** Proyectamos una caída del EBITDA del -8% por la nueva fiscalidad al sector en España y la caída de la actividad constructora. Dado el apalancamiento de la empresa, el impacto en BDI sería del -50%.
- Revisamos nuestra valoración con los resultados de 1T13 y fijamos **precio objetivo en 50,2 €/acc.** (potencial +12%, vs 64,5 €/acc. anterior). A pesar de ofrecer un pequeño potencial preferimos recomendar **INFRAPONDERAR** dada la debilidad de balance de la compañía, el fuerte impacto que podría tener la próxima reforma del sector en la compañía y el riesgo de cancelación del dividendo.



Fuente: Reuters

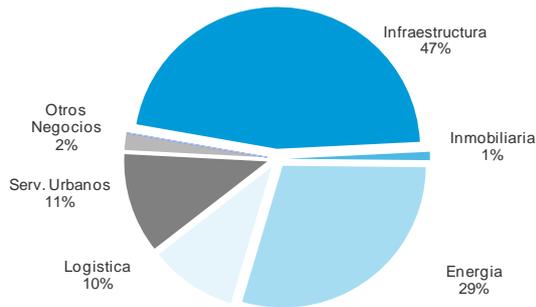
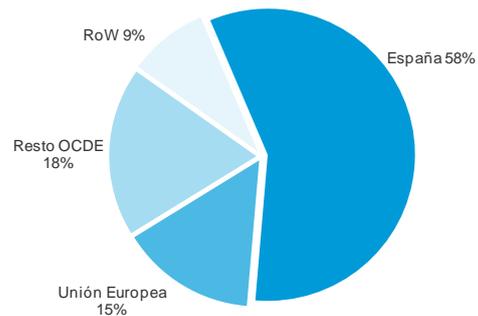
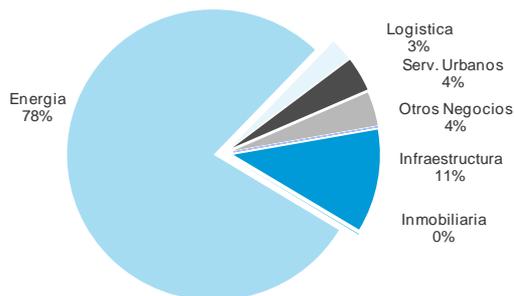
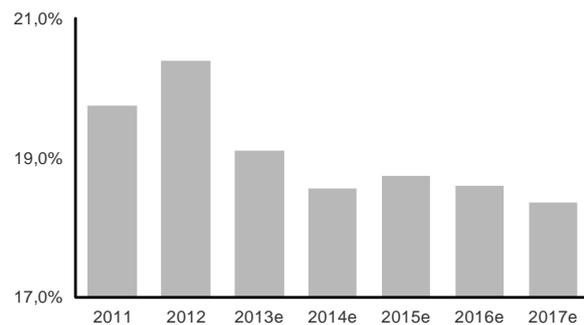
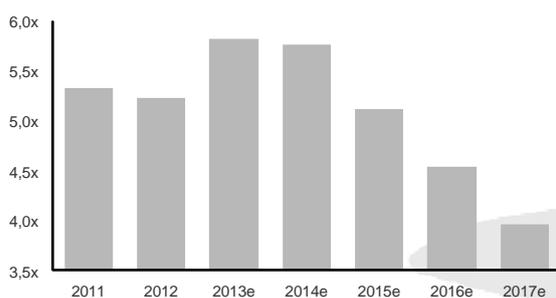
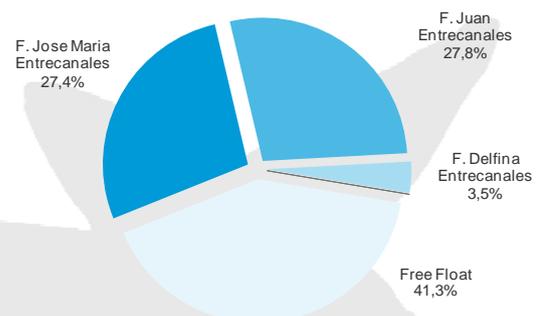
P&L	2013e	2014e	2015e
Ventas	6.930	7.117	7.369
Cto	-1,2%	2,7%	3,5%
EBITDA	1.324	1.321	1.381
Cto	-7,5%	-0,2%	4,6%
Margen	19,1%	18,6%	18,7%
BDI	96	77	128
Cto	-49,5%	-19,7%	67,3%
Margen	1,4%	1,1%	1,7%

Fuente: "la Caixa"

Fernando Murillo. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

DESCRIPCION GENERAL

Acciona cuenta con tres divisiones principales que son Energía, Infraestructuras y Agua. Energía cerró en 2012 una capacidad instalada total de 7,553 MW de los que eólicos son 6.228 (España 4.043, USA 553, México 557 Australia 272, entre otros), hidráulico 912, biomasa 57, fotovoltaico 33 y termosolar 314. En infraestructuras es la cuarta constructora en España (por ventas) y cuenta con 21 concesiones y Agua y Medio Ambiente y Servicios. Además, cuenta con presencia en el mercado inmobiliario (GAV de 1,5 Bn €), logística (80% de trasmediterranea, distribución, handling), servicios urbanos, bodegas de vinos y gestion de activos (Bestinver).

Distribución Ingresos'12 Actividad

Distribución Geográfica Ingresos'12

Distribución Operativa'12 Actividad

Evolución del Margen Operativo

Nivel de apalancamiento DFN/EBITDA

Accionariado


Fuente: Estimaciones "la Caixa"

PRINCIPALES VARIABLES A TENER EN CONSIDERACION

- 1.- Alta exposición al negocio renovable en España
- 2.- Riesgo de desinversión de una parte de los accionistas
- 3.- Posibles desinversiones en activos non-core
- 4.- Muy centrado en la financiación de project finance como parte core de su actividad
- 5.- Reposicionamiento estratégico
- 6.- Alto endeudamiento

Presidente *José Manuel Entrecanales*
 CEO *José Manuel Entrecanales*

IR *Ines Prieto Ortega*
www.acciona.es

12. Valoración

Hemos actualizado nuestra valoración con los resultados de 1T13. Como consecuencia fijamos nuestro **precio objetivo en 50,2 €/acc.** (potencial +12%, vs 64,5 €/acc. anterior). A pesar de ofrecer un pequeño potencial preferimos recomendar **INFRAPONDERAR** dada la debilidad de balance de la compañía, el fuerte impacto que podrían tener la próxima reforma del sector en la compañía y el riesgo de cancelación del dividendo.

Tabla 22.

Valoración

VALORACIÓN	EV	Deuda	Equity	Criterios de Valoración	Anterior
Construcción	352	-76	428	EV/EBITDA 4x	514
Inmobiliaria	837	372	465	Dto sobre GAV'11	155
Concesiones	904	494	410	1x Valor en Libros.	340
Agua y Medio Ambiente	424	136	288	EV/EBITDA 7x	191
Energía	8.923	5.711	3.212	1,2 Mns/MW explot.	4.353
Industrial/Otros Energía	-440	-2	-438	EV/EBITDA 6x	-419
Logística	307	84	222	EV/EBITDA 6x	166
Otros/Corporativa	153	978	-825		-684
TOTAL	11.461	7.698	3.763		
Minoritarios	558				
Provisiones	331				
Valoración	2.874				
Nº Acciones	57,3				
Valoración p.a.	50,2				

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Energía: Valoramos el negocio a un múltiplo medio por megavatio de 1,2 Mns €.

Construcción: Valoramos la división a 4x EBITDA.

Concesiones: Valoramos el negocio a 1x valor en libros.

Agua y Medio ambiente: Valoramos la división a 7x EBITDA.

Industria y otros: Valoramos el área a 6x EBITDA.

Logística: Obtenemos la valoración después de aplicar un múltiplo de 6x al EBITDA.

Otros/corporación: Valoramos Bestinver al 1,5% sus AUM; los viñedos a 7x EBITDA y el resto a 1x ventas.

Inmobiliaria: Patrimonio lo valoramos capitalizando las rentas a una yield del 7%, al suelo le aplicamos un descuento del 60%, mientras que a los activos en promoción exigimos un descuento del 35%.

Tabla 23.

Desglose valoración inmobiliaria

	Acciona	"la Caixa"	Criterio
Patrimonio	495	389	yield 7%
Suelo	804	322	60% descuento
Promoción	248	127	35% descuento
Total inmobiliaria	1.547	837	
Deuda		372	
Valoración		465	

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

13. Anexos financieros

Tabla 24.
Anexos financieros

P&G	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Ventas	6.798	12.667	6.515	6.263	6.646	7.016	6.930	7.117	7.369	7.582	0,6%
Cto %	8,4%	86,3%	-48,6%	-3,9%	6,1%	5,6%	-1,2%	2,7%	3,5%	2,9%	
EBITDA	1.023	2.826	1.041	1.211	1.312	1.431	1.324	1.321	1.381	1.409	6,9%
Cto %	6,6%	176,2%	-63,2%	16,3%	8,3%	9,1%	-7,5%	-0,2%	4,6%	2,1%	
EBIT	721	1.698	457	542	632	646	586	574	629	653	-2,2%
Cto %	14,5%	135,4%	-73,1%	18,5%	16,6%	2,3%	-9,3%	-2,1%	9,7%	3,7%	
BAI	905	766	224	256	224	246	131	113	189	244	-22,9%
Cto %	-48,5%	-15,4%	-70,7%	14,1%	-12,6%	10,1%	-46,8%	-13,7%	67,3%	29,2%	
BDI	761	484	1.272	183	202	189	96	77	128	166	-24,3%
Cto %	-44,5%	-36,4%	163,0%	-85,6%	10,6%	-6,4%	-49,5%	-19,7%	67,3%	29,2%	
Cash Flow Neto	1.063	1.612	1.856	852	882	974	833	823	880	922	-1,7%
Cto %	-37,5%	51,7%	15,1%	-54,1%	3,5%	10,4%	-14,5%	-1,1%	6,8%	4,8%	
Márgenes											
EBITDA	15,0%	22,3%	16,0%	19,3%	19,7%	20,4%	19,1%	18,6%	18,7%	18,6%	18,8%
EBIT	10,6%	13,4%	7,0%	8,6%	9,5%	9,2%	8,5%	8,1%	8,5%	8,6%	9,7%
BDI	11,2%	3,8%	19,5%	2,9%	3,0%	2,7%	1,4%	1,1%	1,7%	2,2%	7,2%

BALANCE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Inmovilizado Neto	19.468	24.746	13.096	12.566	13.363	13.351	13.173	12.892	12.444	11.900	-7,3%
Fdo Comercio	8.105	3.962	1.047	2.028	1.049	1.048	1.048	1.048	1.048	1.048	-33,6%
Otros Activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Circulante	6.881	6.678	4.938	4.283	3.952	3.854	4.887	5.285	5.391	5.479	-10,9%
Caja	1.822	3.072	1.451	1.625	1.963	1.566	1.567	1.567	1.567	1.567	-3,0%
TOTAL	36.276	38.458	20.532	20.502	20.327	19.819	20.675	20.792	20.449	19.994	-11,4%
Fondos Propios	4.860	4.390	5.758	5.731	5.344	5.230	5.230	5.211	5.244	5.314	1,5%
Minoritarios	1.596	1.929	306	332	301	279	279	281	285	290	-29,4%
Otros Pasivos	3.619	5.112	1.921	2.752	2.265	2.240	2.240	2.240	2.240	2.240	-9,1%
Deuda Largo	15.898	18.429	7.131	4.996	6.737	6.939	7.156	7.071	6.524	5.849	-15,3%
Deuda Corto	3.728	2.540	1.585	3.215	2.217	2.109	2.109	2.109	2.109	2.109	-10,8%
Circulante	6.575	6.058	3.831	3.476	3.463	3.024	3.662	3.880	4.047	4.191	-14,4%
TOTAL	36.276	38.458	20.532	20.502	20.327	19.821	20.675	20.792	20.449	19.994	-11,4%
Deuda Neta	17.804	17.897	7.265	6.586	6.991	7.482	7.698	7.613	7.066	6.391	-15,9%
Capital Empleado	27.879	29.328	15.250	15.401	14.901	15.231	15.447	15.345	14.835	14.236	-11,4%
Capex	3.114	3.152	4.221	985	989	855	543	471	308	218	-22,8%
Fdo Maniobra	306	620	1.107	807	489	830	1.226	1.405	1.344	1.288	22,1%

EOAF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Recursos Gdos	1.063	1.612	1.856	852	882	974	833	823	880	922	-1,7%
BDI	761	484	1.272	183	202	189	96	77	128	166	-24,3%
Amort/Prov.	302	1.128	584	669	680	785	737	747	751	756	21,1%
Inv Inmovilizado	-12.757	-3.011	14.216	-1.120	-498	-772	-560	-466	-303	-213	-42,9%
Capex	-3.114	-3.152	-4.221	-985	-989	-855	-543	-471	-308	-218	-22,8%
Otros	-9.643	141	18.437	-135	491	83	-17	5	5	5	-138,7%
Financiación	3.499	1.620	-4.954	648	-303	-219	-152	-93	-92	-90	-157,4%
Var. Capital											
Dividendos	-128	-232	-186	-191	-197	-172	-152	-96	-96	-96	6,0%
Minoritarios	1.287	333	-1.623	26	-31	-22	0	2	4	5	-144,3%
Otros	2.340	1.519	-3.145	813	-75	-25	0	0	0	0	-140,3%
Var. Fdo Maniobr	-480	-314	-487	300	318	-341	-396	-179	61	56	-6,6%
Var. Deuda	8.676	93	-10.632	-679	-399	358	274	-85	-547	-675	-47,2%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 25.

Ratios financieros

RATIOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Precio (Max)	241,90	210,95	99,10	96,00	80,47	68,14	64,76				
Precio (Min)	136,80	56,15	74,40	49,93	51,43	30,47	42,53				
Precio (31/12)	216,85	89,00	91,10	53,00	66,73	56,21	44,71	44,71	44,71	44,71	-23,7%
Nº Accs	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	57,3	57,3	57,3	57,3	57,3	
Cap. Burs.	13.781	5.656	5.789	3.368	4.241	3.219	2.560	2.560	2.560	2.560	-25,2%
Deuda Neta	17.804	17.897	7.265	6.586	6.991	7.482	7.698	7.613	7.066	6.391	
Minoritarios	1.596	1.929	306	332	301	279	279	281	285	290	
EV	33.181	25.482	13.360	10.286	11.533	10.980	10.537	10.454	9.911	9.241	-19,8%
Cap. Empleado	27.879	29.328	15.250	15.401	14.901	15.231	15.447	15.345	14.835	14.236	-11,4%
BPA	11,97	7,61	20,02	2,87	3,18	3,30	1,67	1,34	2,24	2,89	-22,7%
Cto %	-44,5%	-36,4%	163,0%	-85,6%	10,6%	3,9%	-49,5%	-19,7%	67,3%	29,2%	
BPA ajust.	7,91	6,23	2,41	2,87	3,18	3,30	1,67	1,34	2,24	2,89	-16,0%
Cto %	-63,3%	-21,3%	-61,3%	19,3%	10,6%	3,9%	-49,5%	-19,7%	67,3%	29,2%	
DPA	3,65	2,92	3,01	3,10	3,00	2,65	1,67	1,67	1,67	1,67	-6,2%
Cto %	80,6%	-20,0%	3,1%	3,0%	-3,2%	-11,7%	-37,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Payout	30,5%	38,4%	15,0%	107,8%	94,3%	80,2%	100,0%	124,6%	74,5%	57,7%	61,0%
Rentab. Div.	1,7%	3,3%	3,3%	5,8%	4,5%	4,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,9%
FCF Yield	-14,9%	-27,2%	-40,9%	-3,9%	-2,5%	3,7%	10,4%	12,7%	20,5%	25,3%	-14,3%
EV/CE	1,2x	0,9x	0,9x	0,7x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,8x
EV/Entas	4,9x	2,0x	2,1x	1,6x	1,7x	1,6x	1,5x	1,5x	1,3x	1,2x	2,3x
EV/EBITDA	32,4x	9,0x	12,8x	8,5x	8,8x	7,7x	8,0x	7,9x	7,2x	6,6x	13,2x
EV/EBIT	46,0x	15,0x	29,2x	19,0x	18,3x	17,0x	18,0x	18,2x	15,7x	14,2x	24,1x
PER	18,1x	11,7x	4,6x	18,4x	21,0x	17,0x	26,8x	33,4x	20,0x	15,5x	15,1x
PER ajust.	27,4x	14,3x	37,8x	18,4x	21,0x	17,0x	26,8x	33,4x	20,0x	15,5x	22,7x
P/CF	13,0x	3,5x	3,1x	4,0x	4,8x	3,3x	3,1x	3,1x	2,9x	2,8x	5,3x
PVC	2,8x	1,3x	1,0x	0,6x	0,8x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	1,2x
PVC ajust. Fdo com.	-4,2x	13,2x	1,2x	0,9x	1,0x	0,8x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	2,1x
ROE	15,7%	11,0%	22,1%	3,2%	3,8%	3,6%	1,8%	1,5%	2,4%	3,1%	9,9%
ROCE	1,8%	4,1%	2,1%	2,5%	3,0%	3,0%	2,7%	2,6%	3,0%	3,2%	2,7%
ROA	2,1%	1,3%	6,2%	0,9%	1,0%	1,0%	0,5%	0,4%	0,6%	0,8%	2,1%
Deuda Neta/FF.PP.	366,3%	407,7%	126,2%	114,9%	130,8%	143,1%	147,2%	146,1%	134,8%	120,3%	214,8%
Deuda Neta/EV	53,7%	70,2%	54,4%	64,0%	60,6%	68,1%	73,1%	72,8%	71,3%	69,2%	61,8%
Deuda Neta/EBITDA	17,4x	6,3x	7,0x	5,4x	5,3x	5,2x	5,8x	5,8x	5,1x	4,5x	7,8x
Deuda Neta/CFN	16,8x	11,1x	3,9x	7,7x	7,9x	7,7x	9,2x	9,2x	8,0x	6,9x	9,2x
Cobertura Intereses	8,7x	1,6x	2,2x	1,9x	1,5x	1,6x	1,3x	1,2x	1,4x	1,6x	2,9x

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 26.

Ratios operativos

OPERATIVOS	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Infraestructuras											
Ventas	3.635	3.593	3.618	3.121	3.522	3.326	3.041	3.143	3.261	3.385	-0,2%
Cto %	2,2%	-12%	0,7%	-13,7%	12,9%	-5,6%	-8,6%	3,4%	3,8%	3,8%	
EBITDA	284	243	214	204	215	163	138	172	177	183	-5,1%
Cto %	18%	-14,4%	-11,9%	-4,7%	5,4%	-24,2%	-15,2%	24,5%	3,0%	3,0%	
Margen EBITDA	7,8%	6,8%	5,9%	6,5%	6,1%	4,9%	4,5%	5,5%	5,4%	5,4%	6,8%
Cartera de Pedidos	5.755	7.341	7.021	7.258	6.497						
Energia											
Ventas	1.093	1.784	1.248	1.497	1.651	2.107	2.015	2.023	2.086	2.103	14,2%
Cto %	28,5%	63,2%	-30,0%	19,9%	10,2%	27,7%	-4,4%	0,4%	3,1%	0,8%	
EBITDA	392	589	629	821	956	1125	1.015	957	999	1.013	21,0%
Cto %	6,2%	50,3%	6,8%	30,5%	16,4%	17,7%	-9,8%	-5,7%	4,3%	1,4%	
Margen EBITDA	35,9%	33,0%	50,4%	54,8%	57,9%	53,4%	50,4%	47,3%	47,9%	48,2%	45,9%
Potencia Instalada (Mw)	4.090	4.871	7.437	7.587	8.211	8.437	8.550	8.713	8.782	8.782	
Produccion Energia (Mwh)	8.539	9.660	13.569	18.575	17.748	20.378	20.845	20.719	21.085	21.176	
Serv. Urbanos											
Ventas	701	773	729	732	697	815	1.074	1.109	1.144	1.181	3,6%
Cto %	19,8%	10,2%	-5,6%	0,4%	-4,8%	16,9%	31,8%	3,2%	3,2%	3,2%	
EBITDA	55	70	54	60	55	54	61	63	65	67	2,8%
Cto %	14,6%	27,3%	-22,9%	11,1%	-8,3%	-1,8%	2,1%	3,4%	3,4%	3,4%	
Margen EBITDA	7,8%	9,1%	7,4%	8,2%	7,9%	6,6%	5,6%	5,6%	5,7%	5,7%	8,1%
Serv. Logísticos											
Ventas	924	914	811	777	714	707	722	741	760	779	-5,8%
Cto %	-3,8%	-1,1%	-11,3%	-4,2%	-8,1%	-0,9%	2,1%	2,6%	2,6%	2,6%	
EBITDA	69	40	86	74	25	36	51	59	65	67	-26,6%
Cto %	-41,0%	-42,0%	115,0%	-14,0%	-66,2%	44,0%	41,9%	15,4%	10,2%	2,3%	
Margen EBITDA	7,5%	4,4%	10,6%	9,5%	3,5%	5,1%	7,1%	8,0%	8,6%	8,5%	7,9%
Inmobiliaria											
Ventas	445	320	268	204	104	68	58	58	59	59	-25,3%
Cto %	-0,2%	-28,1%	-16,3%	-23,9%	-49,0%	-34,6%	-14,3%	0,0%	0,5%	0,9%	
EBITDA	125	85	43	23	12	1	1	4	8	11	-37,0%
Cto %	3,3%	-32,0%	-49,4%	-46,5%	-47,8%	-91,7%	16,1%	267,9%	76,0%	45,0%	
Margen EBITDA	28,1%	26,6%	16,0%	11,3%	11,5%	1,5%	2,0%	7,3%	12,8%	18,4%	20,1%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"



RED ELÉCTRICA (REE.MC / REE SM)

UTILITIES/ España

Capitalización: 5.625 Mns €
Free float: 80%
Volumen medio diario: 1.320.810 acc.

INFRAPONDERAR

Vigente desde 03/04/2013. Recomendación anterior: Vender

P. Objetivo: 36,6 €/acc

Precio al cierre del 11/06/2013: 41,58 €/acc

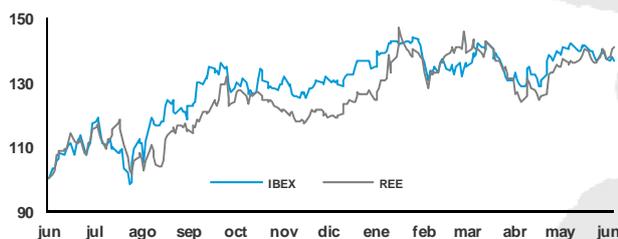
Ratios	2013e	2014e	2014e
PER	10,4x	9,9x	9,4x
EV/Ebitda	7,7x	7,3x	7,0x
EV/Ebit	11,1x	10,6x	10,2x
P/CF	5,8x	5,5x	5,3x
DPA	2,59€	2,73€	2,87€
Rentab. Div.	6,2%	6,6%	6,9%
FCF Yield	9,2%	10,0%	10,8%
ROCE (%)	8,8%	8,9%	9,1%

Fuente: "la Caixa"

Pendientes de la nueva regulación

Recomendación de inversión

- El déficit de tarifa continúa en 4 Bn € que se salvará este año gracias a aportaciones públicas.** La próxima reforma del sector promete terminar con él, toda vez que ha sido incluido en el plan de estabilidad aprobado por Bruselas. Proyectamos que el sector deberá absorber un 50% del déficit (2 Bn €), que acotamos a cada empresa en función de su cuota sobre la facturación sector, dado que las indicaciones del Gobierno sugieren que todos las subactividades del sector se verán afectadas.
- Red Eléctrica podría perder 95 Mns €** Con una cuota sobre los ingresos del sector del 5% le tocaría aportar 95 Mns €, lo que equivale al 7% del EBITDA de la empresa, el 12% del BDI y 5,1 €/acc.
- El balance puntúa en positivo.** Estimamos que la deuda de la sociedad tocará este año techo con 4.887 Mns € (vs 4.873 Mns € en 2012), manteniéndose en niveles absolutos sin grandes cambios (deuda 4.809 Mns € en 2015e) gracias a que el flujo neto de caja permitiría financiar las inversiones y los dividendos. De esta forma se producirá una mejora en los ratios crediticios. La deuda / EBITDA estimamos baje a 3,6x en 2013 (vs 3,8x en 2012) y que en 2015 se sitúe en 3,2x.
- El nuevo plan de negocio contempla un alza del BDI del 6-8% hasta 2017,** gracias a un plan de inversiones por valor de 550-600 Mns €/año. Nuestros números se sitúan ligeramente por encima de la guía dada en 2013 (+9% en BDI) y por debajo los siguientes años (+5%). La compañía ha mantenido la política de dividendos con un *pay-out* del 65% que permanecería constante a lo largo del periodo.
- Pendientes de la desinversión de la SEPI.** La sociedad pública tiene la autorización para vender un 10% del capital. Recordar que legalmente ha de mantener un 10% (ahora ostenta un 20%) y que ningún accionista puede tener una participación superior al 5%, con derechos políticos limitados al 3% (o el 1% en el caso de las empresas del sector eléctrico).
- Mantenemos nuestro **precio objetivo en 36,6 €/acc. (potencial -12%, 36,6 €/acc. anterior),** así como la recomendación de **INFRAPONDERAR**.



Fuente: Reuters

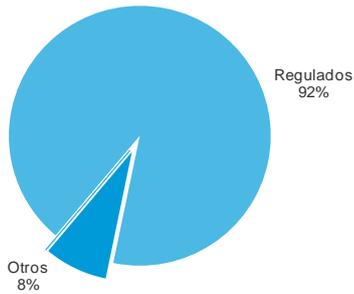
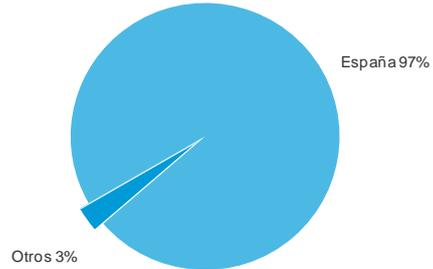
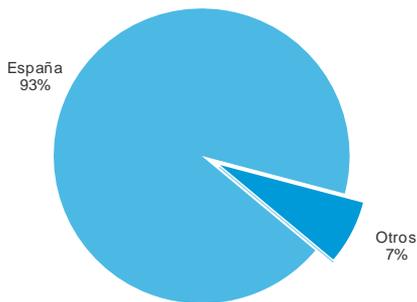
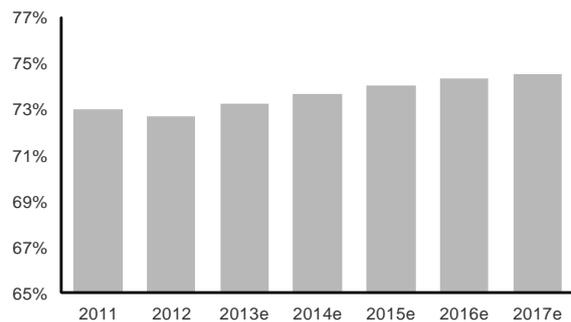
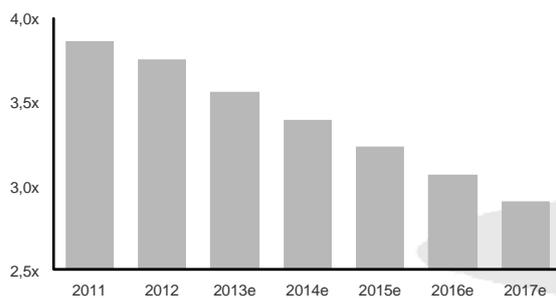
P&L	2013e	2014e	2014e
Ventas	1.877	1.944	2.011
Cto	5,0%	3,6%	3,4%
EBITDA	1.374	1.432	1.488
Cto	5,8%	4,2%	4,0%
Margen	73,2%	73,6%	74,0%
BDI	538	568	597
Cto	9,4%	5,5%	5,1%
Margen	28,7%	29,2%	29,7%

Fuente: "la Caixa"

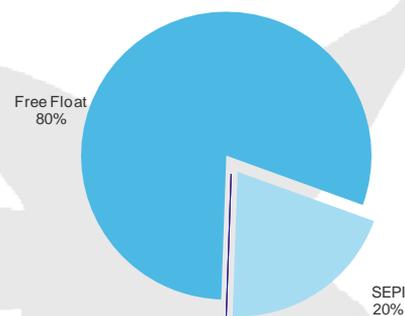
Fernando Murillo. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

DESCRIPCION GENERAL

Red Eléctrica es el TSO (Transmission System Operator) y pieza clave del sistema eléctrico español. Con 38,393 Km de red, 4.572 posiciones y 72.432 MVA de capacidad de transformación, disfruta de una cuota del 99% de los ingresos de transporte en España. Con un 93% de sus ingresos regulados, su cuenta de resultados y su rentabilidad depende de la retribución que cada año apruebe el Gobierno. Legalmente ningún accionista puede ostentar una participación superior al 5%, ni ejercer derechos políticos por encima del 3% (incluido los actores del sector eléctrico cuya limitación se establece en el 1%), con excepción de la SEPI, que como mínimo deberá de mantener una participación del 10%.

Distribución Ingresos'12 Actividad

Distribución Geográfica Ingresos'12

Distribución Operativa'12 Actividad

Evolución del Margen Operativo

Nivel de apalancamiento DFN/EBITDA


Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Accionariado

PRINCIPALES VARIABLES A TENER EN CONSIDERACION

- 1.- Riesgo regulatorio
- 2.- Riesgo de crédito por nivel de apalancamiento
- 3.- Riesgo de tipo de intereses
- 4.- Riesgo mediambiental
- 5.- Riesgo de overhang
- 6.- Vencimientos de deuda

Presidente *José Folgado*
 CEO *José Folgado*

IR *Irene Gómez*
www.ree.es

14. Valoración

Tras la publicación de resultados de 1T13 hemos mantenido nuestros números, por lo que seguimos recomendando **INFRAPONDERAR** y dejamos sin cambios nuestro **precio objetivo en 36,6 €/acc.** (potencial -12%, 36,6 €/acc. anterior).

Tabla 27.

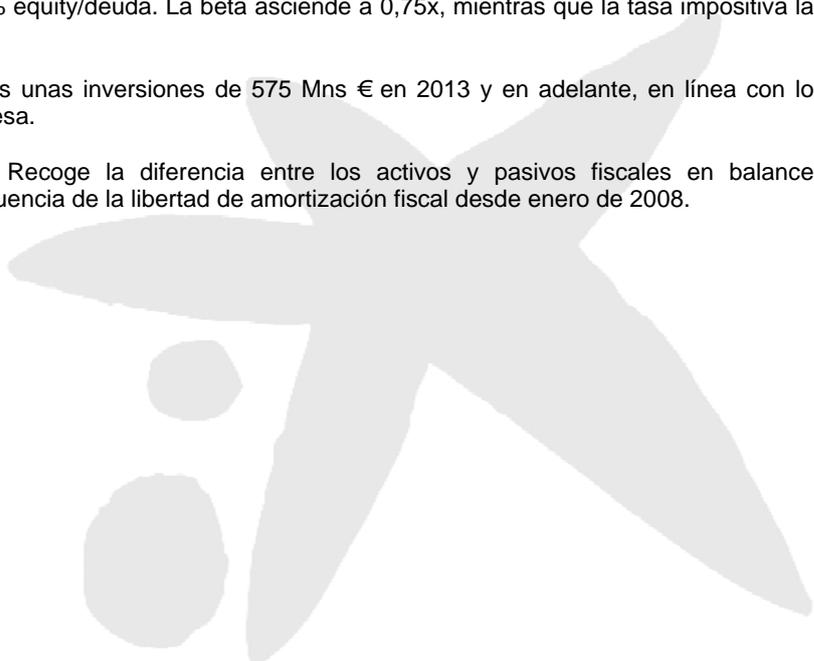
Valoración

(Mns €)	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
+ EBIT	948	986	1.027	1.067	1.096	1.135
- Impuestos	284	296	308	320	329	340
NOPLAT	664	691	719	747	767	794
+ Amortizaciones	426	445	462	478	495	506
- CAPEX	575	575	575	575	575	575
- Var. Fondo Maniobra	84	63	62	62	52	52
Flujo de caja libre	431	498	543	588	635	673
Valor actual DCF 2011-16	2.877					
Valor actual Ter. Residual	7.405					
VAN Total	10.282					
- DFN	4.873					
- Minoritarios	0					
- Pasivos fiscales netos	-536					
+ Autocartera	0					
+ Puesta en equivalencia	74					
Valor FFPP	4.948					
WACC	6,1%					
Ke	8,0%				Kd	4,2%
% Equity	50%				% Deuda	50%
Bono 10Y	5,0%				Coste Deuda	6,0%
Prima Riesgo	4,0%				T. Impositiva	30,0%
Beta	0,8 x				g	0,0%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

- La valoración está calculada mediante flujos de caja a 60 años. La WACC utilizada asciende a 6,1%, resultado de asumir un coste de capital propio del 8%, un coste de la deuda del 6%, con una estructura de capital 50% equity/deuda. La beta asciende a 0,75x, mientras que la tasa impositiva la situamos en el 30%.
- Inversiones: Proyectamos unas inversiones de 575 Mns € en 2013 y en adelante, en línea con lo comunicado por la empresa.

Pasivos fiscales netos: Recoge la diferencia entre los activos y pasivos fiscales en balance generados como consecuencia de la libertad de amortización fiscal desde enero de 2008.



15. Anexos financieros

Tabla 28.
Anexos financieros

P&G	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Ventas	1.056	1.152	1.229	1.431	1.665	1.788	1.877	1.944	2.011	2.078	11,1%
Cto %	11,3%	9,1%	6,7%	16,4%	16,4%	7,3%	5,0%	3,6%	3,4%	3,3%	
EBITDA	723	772	846	1.002	1.215	1.299	1.374	1.432	1.488	1.545	12,4%
Cto %	10,9%	6,7%	9,6%	18,5%	21,3%	6,9%	5,8%	4,2%	4,0%	3,8%	
EBIT	472	525	545	689	844	860	948	986	1.027	1.067	12,8%
Cto %	17,4%	11,2%	3,9%	26,4%	22,6%	1,9%	10,3%	4,0%	4,1%	3,9%	
BAI	362	415	461	560	684	681	769	812	853	895	13,5%
Cto %	28,7%	14,8%	11,1%	21,5%	22,0%	-0,5%	13,0%	5,5%	5,1%	4,9%	
BDI	243	286	330	390	460	492	538	568	597	626	15,1%
Cto %	21,5%	17,7%	15,5%	18,1%	17,9%	6,9%	9,4%	5,5%	5,1%	4,9%	
Cash Flow Neto	495	533	631	704	832	931	964	1.013	1.059	1.104	13,5%
Cto %	9,9%	7,8%	18,4%	11,5%	18,2%	12,0%	3,6%	5,1%	4,5%	4,3%	
Márgenes											
EBITDA	68,5%	67,0%	68,8%	70,0%	73,0%	72,7%	73,2%	73,6%	74,0%	74,3%	70,0%
EBIT	44,7%	45,5%	44,3%	48,1%	50,7%	48,1%	50,5%	50,7%	51,1%	51,3%	46,9%
BDI	23,0%	24,8%	26,9%	27,3%	27,6%	27,5%	28,7%	29,2%	29,7%	30,1%	26,2%

BALANCE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Inmovilizado Neto	4.795	5.179	5.624	7.613	8.076	8.292	8.441	8.570	8.684	8.781	11,6%
Fdo Comercio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Otros Activos	165	184	153	196	257	196	196	196	196	196	3,5%
Circulante	344	434	410	457	413	687	771	834	896	958	14,9%
Caja	11	16	14	18	19	40	40	40	40	40	28,9%
TOTAL	5.315	5.813	6.202	8.284	8.765	9.215	9.448	9.641	9.816	9.975	11,6%
Fondos Propios	1.203	1.336	1.439	1.623	1.812	1.987	2.206	2.424	2.652	2.889	10,6%
Minoritarios	0	0	0	2	2	4	4	4	4	4	140,0%
Otros Pasivos	419	327	374	445	468	469	469	469	469	469	2,2%
Deuda Largo	2.708	2.894	3.136	4.775	4.712	4.913	4.927	4.902	4.849	4.770	12,6%
Deuda Corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Circulante	984	1.256	1.252	1.440	1.771	1.842	1.842	1.842	1.842	1.842	13,4%
TOTAL	5.315	5.813	6.202	8.284	8.765	9.215	9.448	9.641	9.816	9.975	11,6%
Deuda Neta	2.697	2.878	3.122	4.757	4.693	4.873	4.887	4.861	4.809	4.730	12,6%
Capital Empleado	4.319	4.541	4.936	6.826	6.975	7.333	7.566	7.758	7.934	8.092	11,2%
Capex	728	635	759	2.329	844	672	575	575	575	575	-1,6%
Fdo Maniobra	-641	-822	-842	-983	-1.358	-1.155	-1.071	-1.008	-946	-884	12,5%

EOAF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Recursos Gdos	495	533	631	704	832	931	964	1.013	1.059	1.104	13,5%
BDI	243	286	330	390	460	492	538	568	597	626	15,1%
Amort/Prov.	251	247	301	313	371	439	426	445	462	478	11,8%
Inv Inmovilizado	-728	-635	-759	-2.329	-844	-614	-575	-575	-575	-575	-3,3%
Capex	-728	-635	-759	-2.329	-844	-672	-575	-575	-575	-575	-1,6%
Otros	0	0	0	0	0	58	0	0	0	0	n.a.
Financiación	-233	-33	-210	-249	-208	-305	-320	-350	-370	-388	5,6%
Var. Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Dividendos	-122	-147	-173	-200	-254	-299	-320	-350	-370	-388	19,8%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Otros	-111	114	-37	-49	45	-6	0	0	0	0	-44,4%
Var. Circulante	160	182	19	141	375	-203	-84	-63	-62	-62	-204,9%
Var. Deuda	84	181	244	1.634	-64	180	14	-26	-52	-79	16,4%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 29.
Ratios financieros

RATIOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Precio (Max)	45,14	45,66	38,96	40,39	43,70	39,41	43,91				
Precio (Min)	27,81	27,14	27,36	28,41	30,71	29,14	36,99				
Precio (31/12)	43,24	36,00	38,82	35,20	33,07	37,30	41,58	41,58	41,58	41,58	-2,9%
Nº Accs	135,3	135,3	135,3	135,3	135,3	135,3	135,3	135,3	135,3	135,3	0,0
Cap. Burs.	5.849	4.870	5.251	4.762	4.473	5.046	5.625	5.625	5.625	5.625	-2,9%
Deuda Neta	2.697	2.878	3.122	4.757	4.693	4.873	4.887	4.861	4.809	4.730	12,6%
Minoritarios	0	0	0	2	2	4	4	4	4	4	140,0%
EV	8.546	7.748	8.373	9.520	9.167	9.922	10.516	10.490	10.438	10.359	3,0%
Cap. Empleado	4.319	4.541	4.936	6.826	6.975	7.333	7.566	7.758	7.934	8.092	11,2%
BPA	1,80	2,12	2,44	2,88	3,40	3,64	3,98	4,20	4,41	4,63	15,1%
Cto %	21,5%	17,7%	15,5%	18,1%	17,9%	6,9%	9,4%	5,5%	5,1%	4,9%	16,3%
BPA ajust.	1,80	2,12	2,44	2,88	3,40	3,64	3,98	4,20	4,41	4,63	15,1%
Cto %	21,5%	17,7%	15,5%	18,1%	17,9%	6,9%	9,4%	5,5%	5,1%	4,9%	16,3%
DPA	1,09	1,28	1,48	1,88	2,21	2,37	2,59	2,73	2,87	3,01	16,8%
Cto %	21,0%	17,7%	15,5%	26,9%	18,0%	6,9%	9,4%	5,5%	5,1%	4,9%	17,7%
Payout	60,5%	60,5%	60,5%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	62,8%
Rentab. Div.	2,5%	3,6%	3,8%	5,3%	6,7%	6,3%	6,2%	6,6%	6,9%	7,2%	4,7%
FCF Yield	-2,5%	-0,4%	-1,5%	-32,2%	2,6%	7,3%	9,2%	10,0%	10,8%	11,6%	-4,4%
EV/CE	2,0x	1,7x	1,7x	1,4x	1,3x	1,4x	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x	1,6x
EV/Ventas	8,1x	6,7x	6,8x	6,7x	5,5x	5,6x	5,6x	5,4x	5,2x	5,0x	6,6x
EV/EBITDA	11,8x	10,0x	9,9x	9,5x	7,5x	7,6x	7,7x	7,3x	7,0x	6,7x	9,4x
EV/EBIT	18,1x	14,8x	15,4x	13,8x	10,9x	11,5x	11,1x	10,6x	10,2x	9,7x	14,1x
PER	24,1x	17,0x	15,9x	12,2x	9,7x	10,3x	10,4x	9,9x	9,4x	9,0x	14,9x
PER ajust.	24,1x	17,0x	15,9x	12,2x	9,7x	10,3x	10,4x	9,9x	9,4x	9,0x	14,9x
P/CF	11,8x	9,1x	8,3x	6,8x	5,4x	5,4x	5,8x	5,5x	5,3x	5,1x	7,8x
PVC	4,9x	3,6x	3,6x	2,9x	2,5x	2,5x	2,5x	2,3x	2,1x	1,9x	3,3x
PVC ajust. Fdo com.	4,9x	3,6x	3,6x	2,9x	2,5x	2,5x	2,5x	2,3x	2,1x	1,9x	3,3x
ROE	20,2%	21,4%	23,0%	24,0%	25,4%	24,8%	24,4%	23,4%	22,5%	21,7%	23,1%
ROCE	7,6%	8,1%	7,7%	7,1%	8,5%	8,2%	8,8%	8,9%	9,1%	9,2%	7,9%
ROA	4,6%	4,9%	5,3%	4,7%	5,2%	5,3%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%	5,0%
Deuda Neta/FF.PP.	224,2%	215,3%	216,9%	293,1%	259,0%	245,2%	221,6%	200,6%	181,4%	163,7%	242,3%
Deuda Neta/EV	31,6%	37,1%	37,3%	50,0%	51,2%	49,1%	46,5%	46,3%	46,1%	45,7%	42,7%
Deuda Neta/EBITDA	3,7x	3,7x	3,7x	4,7x	3,9x	3,8x	3,6x	3,4x	3,2x	3,1x	3,9x
Deuda Neta/CFN	5,5x	5,4x	4,9x	6,8x	5,6x	5,2x	5,1x	4,8x	4,5x	4,3x	5,6x
Cobertura Intereses	4,4x	4,8x	6,4x	5,3x	5,2x	4,8x	5,3x	5,6x	5,9x	6,2x	5,2x

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 30.

Ratios operativos

OPERATIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
EBITDA por negocios											
<i>España</i>	709	756	828	983	1.196	1.292	1.374	1.432	1.488	1.545	12,7%
<i>Internacional</i>	14	16	17	19	19	7	0	0	0	0	n.a.
<i>Telecomunicaciones</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Total	723	772	846	1.002	1.215	1.299	1.374	1.432	1.488	1.545	12,4%
Inc. EBITDA											
<i>España</i>	11,2%	6,5%	9,6%	18,7%	21,7%	8,0%	6,3%	4,2%	4,0%	3,8%	12,6%
<i>Internacional</i>	-0,7%	15,9%	8,7%	9,2%	-0,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<i>Telecomunicaciones</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total	10,9%	6,7%	9,6%	18,5%	21,3%	6,9%	5,8%	4,2%	4,0%	3,8%	12,3%
Peso del EBITDA											
<i>España</i>	98,1%	97,9%	97,9%	98,1%	98,4%	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	98,3%
<i>Internacional</i>	1,9%	2,1%	2,1%	1,9%	1,6%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%
<i>Telecomunicaciones</i>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"



ENAGAS (ENAG.MC / ENG SM)

UTILITIES España

Capitalización. 4.531 Mns €
Free float: 85%
Volumen medio diario: 2.840.706 acc.

INFRAPONDERAR

Vigente desde 28/01/2013. Recomendación anterior: Sobreponderar

P. Objetivo: 18,5 €/acc

Precio al cierre del 11/06/2013: 18,98 €/acc

Ratios	2013e	2014e	2015e
PER	11,3x	11,0x	10,8x
EV/Ebitda	8,1x	7,6x	7,2x
EV/Ebit	12,2x	11,5x	10,7x
P/CF	6,1x	6,0x	5,9x
DPA	1,25€	1,29€	1,32€
Rentab. Div.	6,6%	6,8%	7,0%
FCF Yield	3,7%	14,3%	15,7%
ROCE (%)	7,8%	8,1%	8,6%

Fuente: "la Caixa"

Centrados en el dividendo

Recomendación de inversión

- **El nuevo plan estratégico mejora la política de retribución al accionista** y espera elevar el *pay-out* al 75% en 2013 (vs 70% en 2012) y estableciéndose como un mínimo en 2015. En PyG espera obtener en 2013 un crecimiento del EBITDA del +9% y del BDI del 5,5%, en línea con nuestras estimaciones. Mientras que en 2015 espera alcanzar un crecimiento TACC del BDI del +4%.
- **Enagas proyecta un *cash-capex* en 2013-15 de 1.350 Mns €**, de los que 950 Mns € corresponderían al mercado español y 400 Mns € a adquisiciones en el mercado internacional, pendientes de identificar. Los mercados objetivos de la empresa son México y Chile, en los que se quiere consolidar la actual presencia, y Europa.
- **El balance da soporte al plan estratégico de la empresa.** De acuerdo con nuestras proyecciones, realizadas sin incluir adquisiciones internacionales al no haberse identificado todavía, y con un *pay-out* del 75%, muestran que la empresa cerraría 2015 con una deuda de 3,0 Bn € frente a los 3,4 Bn € de 2012, reducción de deuda que se apoyaría en un *cash-flow* en el periodo 2013-15 de 2,3 Bn €, la desconsolidación de la deuda de filiales consolidadas por proporcional por 144 Mns €, un capex de 950 Mns € y unos dividendos de 0,9 Bn €. Como consecuencia los ratios crediticios mejorarían de forma ostensible, cerrando 2015 con una deuda / EBITDA de 2,9x (vs 3,9x en 2012).
- **Permitiendo elevar el *pay-out* al 100% sin comprometer el presupuesto de adquisiciones internacionales por valor de 400 Mns €** Asumiendo un objetivo deuda / EBITDA de 4x, la empresa tendría capacidad para repartir todo el beneficio obtenido y realizar adquisiciones por importe de 674 Mns € en 2014 y 963 Mns € en 2015, claramente por encima del presupuesto de la empresa.
- **El crecimiento de la cuenta de resultados se ralentizará por el menor ritmo inversor.** Para 2013 proyectamos un aumento del EBITDA del 9% pero que no se trasladará íntegramente a BDI (+5,2%) por el mayor coste de la deuda esperada. De cara a 2014-15 estimamos un ligero aumento del BDI del 2,6%, por el menor ritmo inversor y el alza del coste de la deuda que esperamos.
- Mantenemos nuestras proyecciones tras la publicación de resultados 1T13, por lo que seguimos recomendando **INFRAPONDERAR** y mantenemos nuestro **precio objetivo en 18,5 €/acc.** (potencial -3%, vs 18,5 €/acc. anterior).



Fuente: Reuters

P&L	2013e	2014e	2015e
Ventas	1.296	1.299	1.319
Cto	8,1%	0,2%	1,6%
EBITDA	1.021	1.031	1.046
Cto	9,3%	0,9%	1,5%
Margen	78,8%	79,4%	79,3%
BDI	399	411	420
Cto	5,2%	2,8%	2,3%
Margen	30,8%	31,6%	31,9%

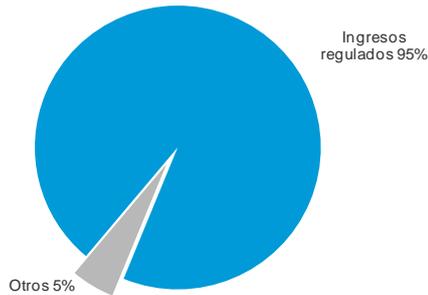
Fuente: "la Caixa"

Fernando Murillo. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

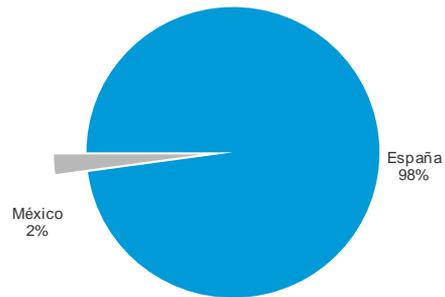
DESCRIPCION GENERAL

Enagas es el Gestor Técnico del Sistema Gasístico y principal operador de la red básica de gas. Sus activos, centrados en España, están compuestos por casi 9.680 Km de gasoductos, 4 plantas de regasificación y 3 de almacenamiento subterráneos. Con la práctica totalidad de sus activos regulados, sus ingresos dependen de la remuneración aprobada por el Gobierno cada año. Desde el punto de vista societario, la participación máxima que puede ostentar un solo Grupo económico asciende al 5%, aunque con los derechos políticos limitados al 3% o al 1% en el caso de ser un operador gasístico o participar en algún grupo gasístico con una participación superior al 5% de capital.

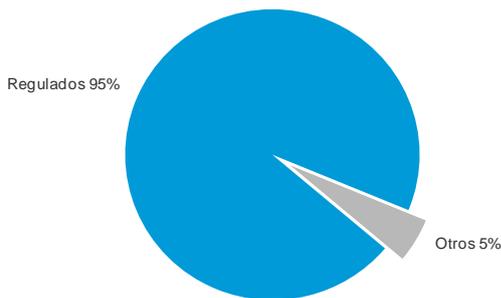
Distribución Ingresos'12 Actividad



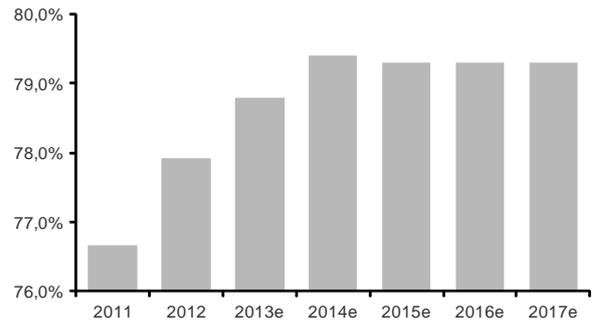
Distribución Geográfica Ingresos'12



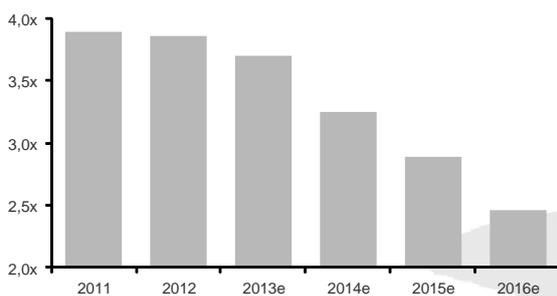
Distribución Operativa'12 Actividad



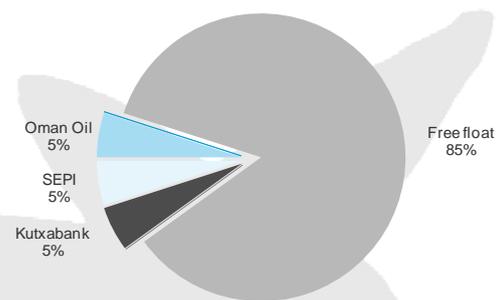
Evolución de Margen Operativo



Nivel de apalancamiento DFN/EBITDA



Accionariado



PRINCIPALES VARIABLES A TENER EN CONSIDERACION

- 1.- Marco regulatorio
- 2.- Tipos de intereses
- 3.- Nivel de endeudamiento y rating
- 4.- Ejecución del plan de inversiones, especialmente a nivel internacional
- 5.- Corporate Government
- 6.- Overhang del accionariado

Presidente Antoni Llardén Carratalá
CEO Marcelino Oreja

IR Antonio Velázquez
www.enagas.es

16. Valoración

Tras la publicación de resultados de 1T13 hemos mantenido nuestros números, por lo que seguimos recomendando **INFRAPONDERAR** y dejamos sin cambios nuestro **precio objetivo en 18,5 €/acc.** (potencial -3%, vs 18,5 €/acc. anterior).

Tabla 31.

Valoración

(Mns €)	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
+ EBIT	682	686	703	722	742	762
- Impuestos	204	206	211	217	223	229
NOPLAT	477	480	492	506	520	533
+ Amortizaciones	340	345	343	344	345	346
- CAPEX	650	175	125	75	75	50
- Var. Fondo Maniobra	0	0	0	0	0	0
Flujo de caja libre	167	650	710	775	790	830
Valor actual DCF 2013-18	3.277					
Valor actual Ter. Residual	4.208					
VAN Total	7.484				VALORACION p.a.	18,5
- DFN	3.599				Precio Actual	18,98
- Minoritarios	0				Potencial	-2,5%
- Compromisos de caja	0					
+ Autocartera	0					
+ Puesta en equivalencia	532					
Valor FFPP	4.417					
WACC	6,4%					
Ke	8,0%				Kd	4,2%
% Equity	57%				% Deuda	43,0%
Bono 10Y	5,0%				Coste Deuda	6,0%
Prima Riesgo	4,0%				T. Impositiva	30,0%
Beta	0,8 x				g	0,0%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

- La valoración está calculada mediante flujos de caja a 60 años. La WACC utilizada asciende al 6,4%, resultado de asumir un coste de capital propio del 8%, un coste de la deuda del 6%, con una estructura de capital 57% equity / 43% deuda. La beta asciende al 0,75x, mientras que la tasa impositiva la situamos en el 30%.
- Las inversiones asumidas son las anunciadas por la empresa en la presentación de su plan de negocio para el periodo 2013-15 que implican una *cash-capex* de 1.350 Mns €. De esta cantidad 605 Mns € corresponden a inversión orgánica, 245 Mns € a la reciente compra de Naturgas Transporte, 100 Mns € a la compra del 33% del AASS de Castor y los 400 Mns € restantes a proyectos internacionales por definir, que en consecuencia no hemos tenido en cuenta a la espera de que se concreten.
- Los activos por puesta en equivalencia recogen la valoración de las participaciones financieras de la empresa. Los principales hitos son: México, con una valoración de 125 Mns €, Chile, con 136 Mns €, BBG con 104 Mns €, el déficit de tarifa del año 2011 por valor de 120 Mns € y otros activos financieros por importe de 46 Mns €.

17. Anexos financieros

Tabla 32.
Anexos financieros

P&G	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Ventas	817	860	901	1.001	1.155	1.199	1.296	1.299	1.319	1.345	8,0%
Cto %	5,0%	5,3%	4,8%	11,0%	15,4%	3,8%	8,1%	0,2%	1,6%	2,0%	
EBITDA	596	636	701	781	886	934	1.021	1.031	1.046	1.067	9,4%
Cto %	5,8%	6,7%	10,3%	11,4%	13,4%	5,5%	9,3%	0,9%	1,5%	2,0%	
EBIT	408	433	485	531	586	619	682	686	703	722	8,7%
Cto %	7,9%	6,0%	11,9%	9,6%	10,4%	5,5%	10,2%	0,7%	2,4%	2,8%	
BAI	351	366	423	472	521	543	568	579	593	627	9,1%
Cto %	5,8%	4,3%	15,7%	11,6%	10,2%	4,3%	4,6%	2,0%	2,4%	5,7%	
BDI	239	259	298	334	365	380	399	411	420	444	9,7%
Cto %	10,2%	8,5%	15,1%	12,0%	9,3%	4,1%	5,2%	2,8%	2,3%	5,7%	
Cash Flow Neto	426	462	515	584	664	696	739	755	764	788	10,3%
Cto %	6,2%	8,4%	11,4%	13,4%	13,8%	4,7%	6,3%	2,2%	1,1%	3,2%	
Márgenes											
EBITDA	72,9%	73,9%	77,8%	78,0%	76,7%	77,9%	78,8%	79,4%	79,3%	79,3%	76,2%
EBIT	50,0%	50,3%	53,8%	53,1%	50,7%	51,6%	52,6%	52,9%	53,3%	53,7%	51,6%
BDI	29,2%	30,1%	33,0%	33,3%	31,6%	31,7%	30,8%	31,6%	31,9%	33,0%	31,5%

BALANCE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Inmovilizado Neto	3.425	4.013	4.696	5.160	5.635	5.754	6.064	5.894	5.676	5.406	10,9%
Fdo Comercio	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Otros Activos	35	34	69	84	88	224	224	224	224	224	44,9%
Circulante	511	457	375	374	568	626	626	626	626	626	4,2%
Caja	5	215	641	1.205	1.427	1.480	1.480	1.480	1.480	1.480	208,4%
TOTAL	3.976	4.718	5.780	6.823	7.717	8.084	8.394	8.224	8.005	7.736	15,2%
Fondos Propios	1.344	1.456	1.593	1.736	1.862	2.005	2.138	2.249	2.362	2.491	8,3%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Otros Pasivos	31	32	32	34	92	175	175	319	319	319	41,7%
Deuda Largo	1.948	2.566	3.545	4.380	4.870	5.078	5.255	4.830	4.499	4.101	21,1%
Deuda Corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Circulante	653	664	611	673	894	825	825	825	825	825	4,8%
TOTAL	3.976	4.718	5.780	6.823	7.717	8.084	8.394	8.224	8.005	7.736	15,2%
Deuda Neta	1.943	2.351	2.904	3.175	3.443	3.599	3.775	3.350	3.020	2.621	13,1%
Capital Empleado	3.317	3.839	4.529	4.946	5.396	5.779	6.089	5.919	5.701	5.431	11,7%
Capex	509	777	902	796	781	761	650	175	125	75	8,4%
Fdo Maniobra	-142	-208	-236	-298	-327	-199	-199	-199	-199	-199	6,9%

EOAF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Recursos Gdos	426	462	515	584	664	696	739	755	764	788	10,3%
BDI	239	259	298	334	365	380	399	411	420	444	9,7%
Amort/Prov.	188	203	217	250	300	316	340	345	343	344	11,0%
Inv Inmovilizado	-509	-777	-902	-796	-781	-761	-650	-31	-125	-75	8,4%
Capex	-509	-777	-902	-796	-781	-761	-650	-175	-125	-75	8,4%
Otros	0	0	0	0	0	0	0	144	0	0	n.a.
Financiación	-55	-128	-116	-234	-222	-513	-266	-300	-308	-315	56,5%
Var. Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Dividendos	-113	-143	-155	-179	-200	-237	-266	-300	-308	-315	16,1%
Minoritarios	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	n.a.
Otros	58	15	39	-57	-22	-276	0	0	0	0	-236,6%
Var. Circulante	89	65	28	62	28	-128	0	0	0	0	-207,5%
Var. Deuda	164	409	553	271	267	156	176	-425	-331	-398	-0,9%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 33.
Ratios financieros

RATIOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Precio (Max)	19,98	21,01	15,77	16,58	16,83	16,49	20,53				
Precio (Min)	15,86	11,35	10,67	12,27	12,64	12,63	16,39				
Precio (31/12)	18,42	15,56	15,43	14,92	14,29	16,14	18,98	18,98	18,98	18,98	-2,6%
Nº Accs	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	238,7	0,0
Cap. Burs.	4.397	3.714	3.682	3.561	3.412	3.853	4.531	4.531	4.531	4.531	-2,6%
Deuda Neta	1.943	2.351	2.904	3.175	3.443	3.599	3.775	3.350	3.020	2.621	13,1%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
EV	6.340	6.065	6.586	6.736	6.854	7.452	8.306	7.882	7.551	7.153	3,3%
Cap. Empleado	3.317	3.839	4.529	4.946	5.396	5.779	6.089	5.919	5.701	5.431	11,7%
BPA	1,00	1,08	1,25	1,40	1,53	1,59	1,67	1,72	1,76	1,86	9,7%
Cto %	10,2%	8,5%	15,1%	12,0%	9,3%	4,1%	5,2%	2,8%	2,3%	5,7%	9,9%
BPA ajust.	1,00	1,08	1,25	1,40	1,53	1,59	1,67	1,72	1,76	1,86	9,7%
Cto %	10,2%	8,5%	15,1%	12,0%	9,3%	4,1%	5,2%	2,8%	2,3%	5,7%	9,9%
DPA	0,60	0,65	0,75	0,84	0,99	1,11	1,25	1,29	1,32	1,39	13,2%
Cto %	26,9%	8,6%	15,1%	12,0%	18,4%	12,1%	12,7%	2,8%	2,3%	5,7%	15,5%
Payout	59,9%	60,0%	60,0%	60,0%	65,0%	70,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	62,5%
Rentab. Div.	3,3%	4,2%	4,9%	5,6%	7,0%	6,9%	6,6%	6,8%	7,0%	7,3%	5,3%
FCF Yield	-0,8%	-7,3%	-9,4%	-4,9%	-2,1%	-0,3%	3,7%	14,3%	15,7%	17,1%	-4,1%
EV/CE	1,9x	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x	1,3x	1,4x	1,3x	1,3x	1,3x	1,5x
EV/Ventas	7,8x	7,1x	7,3x	6,7x	5,9x	6,2x	6,4x	6,1x	5,7x	5,3x	6,8x
EV/EBITDA	10,6x	9,5x	9,4x	8,6x	7,7x	8,0x	8,1x	7,6x	7,2x	6,7x	9,0x
EV/EBIT	15,5x	14,0x	13,6x	12,7x	11,7x	12,0x	12,2x	11,5x	10,7x	9,9x	13,3x
PER	18,4x	14,3x	12,4x	10,7x	9,4x	10,1x	11,3x	11,0x	10,8x	10,2x	12,6x
PER ajust.	18,4x	14,3x	12,4x	10,7x	9,4x	10,1x	11,3x	11,0x	10,8x	10,2x	12,6x
P/CF	10,3x	8,0x	7,2x	6,1x	5,1x	5,5x	6,1x	6,0x	5,9x	5,7x	7,0x
PVC	3,3x	2,6x	2,3x	2,1x	1,8x	1,9x	2,1x	2,0x	1,9x	1,8x	2,3x
PVC ajust. Fdo com.	3,3x	2,6x	2,3x	2,1x	1,8x	1,9x	2,1x	2,0x	1,9x	1,8x	2,3x
ROE	17,7%	17,8%	18,7%	19,2%	19,6%	18,9%	18,7%	18,3%	17,8%	17,8%	18,7%
ROCE	8,6%	7,9%	7,5%	7,5%	7,6%	7,5%	7,8%	8,1%	8,6%	9,3%	7,8%
ROA	6,0%	5,5%	5,2%	4,9%	4,7%	4,7%	4,8%	5,0%	5,2%	5,7%	5,2%
Deuda Neta/FF.PP.	144,6%	161,5%	182,3%	182,9%	184,9%	179,5%	176,5%	148,9%	127,9%	105,3%	172,6%
Deuda Neta/EV	30,6%	38,8%	44,1%	47,1%	50,2%	48,3%	45,4%	42,5%	40,0%	36,7%	43,2%
Deuda Neta/EBITDA	3,3x	3,7x	4,1x	4,1x	3,9x	3,9x	3,7x	3,2x	2,9x	2,5x	3,8x
Deuda Neta/CFN	4,6x	5,1x	5,6x	5,4x	5,2x	5,2x	5,1x	4,4x	4,0x	3,3x	5,2x
Cobertura Intereses	7,1x	6,5x	7,9x	9,1x	8,9x	8,1x	5,7x	5,5x	5,5x	6,4x	7,9x

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 34.

Ratios operativos

OPERATIVOS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e	2007-12
Inversiones	509	777	902	796	781	761	650	175	125	75	754
Inmoviliado bruto	5.629	6.414	7.306	8.075	8.849	9.610	10.260	10.435	10.560	10.635	11,3%
RAB	4.434	5.025	5.960	6.266	6.985	7.746	8.396	8.571	8.696	8.771	11,8%
Margen bruto	817	860	901	1.001	1.155	1.199	1.296	1.299	1.319	1.345	8,0%
Margen bruto/Inmv. E	14,5%	13,4%	12,3%	12,4%	13,1%	12,5%	12,6%	12,4%	12,5%	12,6%	-3,0%
Margen bruto/RAB	18,4%	17,1%	15,1%	16,0%	16,5%	15,5%	15,4%	15,2%	15,2%	15,3%	-3,4%
EBITDA	596	636	701	781	886	934	1.021	1.031	1.046	1.067	9,4%
EBITDA/Inmv. Bruto	10,6%	9,9%	9,6%	9,7%	10,0%	9,7%	10,0%	9,9%	9,9%	10,0%	-1,7%
EBITDA/RAB	13,4%	12,7%	11,8%	12,5%	12,7%	12,1%	12,2%	12,0%	12,0%	12,2%	12,5%
Km gasoducto	7.655	8.134	8.884	8.981	9.280	10.086	10.146	10.206	10.266	10.326	5,7%
Inc. %	0,6%	6,3%	9,2%	1,1%	3,3%	8,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	4,9%
Vaporizadores (Km3)	4.050	4.350	4.350	4.670	4.670	5.470	5.470	5.470	5.470	5.470	6,2%
Inc. %	0,0%	7,4%	0,0%	7,4%	0,0%	17,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,3%
Extracción almacena	12,6	6,8	6,8	12,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	27,5	16,9%
Inc. %	0,0%	-46,0%	0,0%	83,8%	120,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	26,3%
Empleados	985	1.008	1.046	1.047	1.127	1.152	1.177	1.177	1.177	1.177	3,2%
Inc. %	7,4%	2,3%	3,8%	0,1%	7,6%	2,2%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"



Riesgos:

Los principales riesgos del sector utilitie son:

- **Regulatorio:** Gran parte de los ingresos vienen determinados por regulaciones aprobadas por los gobiernos de los diversos países en los que opera. Cualquier cambio en las regulaciones podría implicar la consecución de unos resultados inferiores a los previstos.
- **De ejecución:** La implementación de los programas de inversiones dependen de diversas autorizaciones administrativas (principalmente medioambientales) para poder llevarse adelante. Retrasos o denegaciones en la concesión de las autorizaciones podría implicar la consecución de unos resultados inferiores a los previstos.
- **Riesgo de tipo de interés:** El sector utilities trabaja en una actividad intensiva en capital y con elevados niveles de endeudamiento. Una variación en los tipos de interés podría implicar la consecución de unos resultados inferiores a los previstos y el empeoramiento de sus ratios de solvencia financiera y capacidad de crédito.
- **De mercado:** Los programas de inversiones dependen de diversas asunciones sobre la previsión de la demanda, que podrían no cumplirse si se produjese una situación de menor crecimiento económico.
- **De materias primas:** Algunos negocios están muy expuestos a la evolución de los precios de las materias primas en los mercados nacionales e internacionales. Una evolución de estos precios diferente a la prevista podría provocar la consecución de unos resultados inferiores a los esperados.
- **Tipo de cambio:** Parte de los ingresos y gastos del sector se generan en monedas diferentes al euro. Una evolución distinta a la prevista puede llevar asociado un resultado inferior al estimado.
- **Riesgo país:** El sector tiene inversiones en países no OCDE con riesgo soberano inferior al de inversión.
- **Medio ambientales:** La actividad eléctrica tiene un elevado impacto medioambiental. Para mitigar dicho impacto existen regulaciones medioambientales susceptibles de ser revisadas y endurecidas, con un potencial impacto negativo sobre la compañía.



Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece entre seis meses y un año. La recomendación está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis. En general, se establecen cuatro tipos de recomendación: Comprar: precio objetivo superior en un 15 % de la cotización actual; Sobreponderar: precio objetivo superior entre 0% y 15% de la cotización actual; Infraponderar: precio objetivo inferior entre un 0% y 15% de la cotización actual; Vender: precio objetivo inferior a un 15% de la cotización actual. Sin embargo, y por razones específicas, podremos dar una recomendación más alta o más baja que la que implique la diferencia entre el precio objetivo y la cotización actual de mercado. Excepcionalmente, podremos utilizar las dos siguientes recomendaciones: Sin recomendación; Recomendación en revisión. A 31 de marzo de 2013 nuestras recomendaciones son las siguientes: Comprar: 24% del total, Sobreponderar: 26% del total, Vender: 11% del total, Infraponderar: 38% del total, En revisión: 1% del total, Sin recomendación 0% del total.

Idea Táctica son informes de inversión que proponen recomendaciones de corto plazo (inferiores a seis meses) que podrían ir contrarias a la recomendación fundamental como consecuencia de factores puntuales que puedan afectar a la cotización y no se incluyan dentro de las variables fundamentales. Las recomendaciones tácticas son: Acumular y Reducir. Toda recomendación táctica deberá cerrarse con el objetivo de volver a la recomendación fundamental

1. El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstas no han sido tomadas en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurando el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

2. Este documento, ha sido elaborado por "la Caixa" con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetos a cambio sin previo aviso. "la Caixa" no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

3. El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas por "la Caixa" y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por "la Caixa", por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección, así como, ni la recomendación ni la valoración han sido revelados al emisor antes de su difusión.

4. "la Caixa" no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

5. Los directores o empleados de la "Caixa" pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. CaixaBank dispone de un Reglamento Interno de Conducta aprobado por el Consejo de Administración de la Entidad con fecha 27 de junio de 2011, que establece una serie de medidas destinadas a prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones por los empleados de CaixaBank. Dichas medidas incluyen la obligación de los empleados de "la Caixa" de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de "la Caixa" de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de "la Caixa" u otra entidad del grupo "la Caixa" pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo "la Caixa" o cualquier otra entidad del grupo "la Caixa" puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

6. Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de "la Caixa". Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

7. Ninguna parte de este informe podrá reducirse, llevarse o transmitirse a los EE.UU. de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los EE.UU. de América.

8. A 31 de marzo de 2013, "la Caixa" era titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: CaixaBank, Gas Natural S.D.G., S.A., Repsol YPF, S.A., Bolsas y Mercados Españoles S.A., Telefónica, S.A., Abertis Infraestructuras, S.A., Banco Portugués de Inversión SGPS, S.A., Bank of East Asia, Boursorama S.A., Inmobiliaria Colonial S.A., Erste Group Bank, Grupo Financiero Inbursa, Campofrío, Amper, Adveo, Deoleo, Tubacex, Fluidra, Dinamia, General Alquiler de Maquinaria, CAF; CIE Automotive, Mobiliaria Monesa e International Metal Service. Adicionalmente, "la Caixa" o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

9. "la Caixa" es una entidad de crédito sometida a la supervisión del Banco de España y a la CNMV en materias específicas del mercado de valores.

10. "la Caixa" puede ser creador de mercado o proveedor de liquidez en algunos de los valores mencionados en recomendaciones contenidas en este documento. "la Caixa" puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos (31 de marzo de 2013) de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento. "la Caixa" puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento siendo las siguientes empresas cotizadas: Gas Natural, CaixaBank. "la Caixa" puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

11. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe no está vinculado a operaciones de banca de inversión realizadas por "la Caixa" o por cualquier otra persona jurídica vinculada a ésta.

12. "la Caixa" y el resto de entidades vinculadas que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.