

Unternehmen aktuell

Reuters: IBE.MC · Bloomberg: IBE SM · ISIN: ES0144580Y14

05. März 2008

Iberdrola

Anlageurteil

Deutliche Kursavancen verzeichnete die Iberdrola-Aktie in den vergangenen Monaten hauptsächlich auf Grund eines Übernahmenangebotes durch den französischen Energieversorger EDF. Wenn der Vorstand diesem Übernahmenangebot anfänglich noch positiv gegenüberstand, so gab es letzten Endes doch Verstimmungen zwischen beiden Konzernen. Die Offerte der EDF erschien Iberdrola als zu gering, so dass das Management den Übernahmeversuch durch die EDF kurzerhand als „unfreundlich“ klassifizierte und somit die Notierungen der Iberdrola-Aktie wieder deutlich nachgaben. Fundamental hat sich an der Einschätzung der Iberdrola-Aktie nach unserem Ertragswertmodell nichts verändert. Iberdrola notiert gegenwärtig um rund 19% unter dem fairen Wert, so dass wir den Titel weiterhin mit „Halten“ einstufen.

Unternehmensdaten (in Mio. EUR / IFRS)	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	11.017	17.468	20.900	23.100
Bruttogewinn	5.800	8.291	10.989	12.317
EBITDA	3.890	5.538	7.211	7.991
EBIT	2.655	3.698	5.111	5.951
gg. Vj. (%)	+17,3	+39,3	+38,2	+16,4
Gewinn vor Steuern	2.386	3.099	4.143	4.790
gg. Vj. (%)	+21,9	+29,9	+33,7	+15,6
Nettoergebnis	1.660	2.354	2.912	3.332
Cashflow	2.386	5.465	6.000	6.500
ROE (%)	15,7	8,5	10,4	11,7

Daten je Aktie (in EUR)	2006	2007	2008e	2009e
Ergebnis	0,33	0,47	0,58	0,67
Cashflow	0,48	1,09	1,20	1,30
Dividende	0,26	0,30	0,35	0,37

Unternehmensportrait

Iberdrola gehört nach der Übernahme der Scottish Power zu den weltweit führenden Versorgungsunternehmen. Neben dem Kerngeschäft in Spanien betreibt Iberdrola ebenso Kapazitäten in Latein- und Nordamerika. U. a. ist das Unternehmen der größte unabhängige Stromproduzent in Mexiko. Iberdrola forciert in starkem Maße den Ausbau regenerativer Energien, insbesondere der Windenergie.

Aktienanalyse

Titelanschätzung

Halten

(zuvor Halten)

Branche

Versorger

Fairer Wert

11,75 EUR

Margin of Safety 19,3%

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 04.03.2008 (EUR)	9,48
Anzahl der Aktien (Mio.)	4.994,0
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	47.343
Freefloat (%)	87,00

Bewertungskennzahlen

	2008e	2009e
KGV	16,3	14,2
KCFV	7,9	7,3
EV/EBITDA	9,5	8,4
EV/EBIT	13,4	11,3
Dividendenrendite (%)	3,7	3,9

Termine

23.04.08	1. Quartal 2008
23.07.08	2. Quartal 2008

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	11,90/7,79		
absolut (%)	1M	3M	12M
	-3,8	-14,4	17,5
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DJ EURO STOXX 50	-0,9	3,7	26,8
DJ EURO STOXX Utilities	-0,4	0,9	7,2



Stefan Voß
Senior Analyst
+49 89 2171 21808
Stefan.Voss@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

Highlights

- Hohe zweistellige Umsatz- und Ergebnisbeiträge infolge der Integration von Scottish Power.
- Nachhaltiges Wachstum der Sparte „Renovables“, die Iberdrola zu einem führenden Energieversorger im Bereich der erneuerbaren Energien in Europa gemacht haben.
- Hoher Anteil an erneuerbaren Energien und eine starke Ertragskraft des Konzerns machen Iberdrola zu einem begehrten Übernahmekandidaten in der europäischen Versorgungsbranche.
- Börsengang der Iberdrola-Aktie in den USA erscheint im Mai dieses Jahres möglich.
- Iberdrola-Aktie weiterhin haltenswert.

Geschäftsentwicklung

Infolge der seit dem 23. April 2007 vollständigen Integration der Scottish Power in den Iberdrola-Konzern konnte das Unternehmen im Geschäftsjahr 2007 sowohl den Umsatz als auch den Ertrag deutlich anheben. Iberdrola erhöhte den Umsatz im Geschäftsjahr 2007 um 58,5% auf 17,47 Mrd. Euro. Energy Spain lieferte dabei einen Umsatzbeitrag von 6,29 Mrd. Euro (-1,4%), Scottish Power lieferte ein Umsatzvolumen von 5,18 Mrd. Euro (n. v.), Lateinamerika von 2,86 Mrd. Euro (+24,4%), der Nichtenergiesektor von 2,18 Mrd. Euro (+33,1%) und Iberdrola Renovables von 953 Mio. Euro (+37,0%). Der Bruttogewinn des Konzerns legte um 42,9% auf 8,29 Mrd. Euro zu. Für die rückläufige Bruttomarge (von 52,7% auf 47,5%) waren vornehmlich die von 4,97 Mrd. Euro auf 9,08 Mrd. Euro gestiegenen Beschaffungskosten verantwortlich. Die Beschaffungskosten stiegen in Lateinamerika und im Nichtenergiesektor jeweils überproportional um 27,1% auf 1,74 Mrd. Euro und um 50,8% auf 1,43 Mrd. Euro. Das EBITDA nahm um 42,4% auf 5,54 Mrd. Euro zu. Die entsprechende Marge verminderte sich von 35,3% auf 31,7%. Das EBIT stieg um 39,3% auf 3,70 Mrd. Euro. Die EBIT-Marge verringerte sich von 24,1% auf 21,2%. Die rückläufigen operativen Margen resultierten in erster Linie aus erhöhten Aufwendungen, die im Zusammenhang mit der Integration von Scottish Power standen. Hauptsächlich infolge der von 519 Mio. Euro auf 901 Mio. Euro (+73,6%) gestiegenen Nettofinanzierungskosten erhöhte sich das Vorsteuerergebnis unterproportional um 29,9% auf 3,01 Mrd. Euro.

Perspektiven

Iberdrola bekräftigte noch einmal seine Ziele für den strategischen Plan von 2008 bis 2010. Demnach sollen in diesem Zeitraum insgesamt 24,2 Mrd. Euro in den Konzern investiert werden, der Nettogewinn soll im Geschäftsjahr 2010 bei rund 3,50 Mrd. Euro und die Fremdkapitalquote unter 50% liegen.

Wir gehen davon aus, dass Iberdrola im Laufe des Geschäftsjahres 2008 nach der erfolgreichen Integration von Scottish Power in den Gesamtkonzern zu den operativen Margen des Geschäftsjahres 2006 zurückkehren sollte. Die Annahmen unseres Ertragswertmodells bleiben daher unverändert. Bei einem WACC von 8,33% und einer geschätzten Wachstumsrate von 3,0% errechnet sich ein fairer Wert je Aktie von 11,75 Euro. Auf dem aktuellen Kursniveau liegt die „Margin of Safety“ bei rund 19%, so dass wir den Titel weiterhin mit „Halten“ einstufen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Hohes Synergiepotenzial mit der Integration von Scottish Power. - Starke Präsenz in Lateinamerika. - Führender Stromkonzern Europas mit dem höchsten Anteil erneuerbarer Energien. - Iberdrola hat am Beispiel der geplanten Übernahme durch die EDF bewiesen, dass das Unternehmen unfreundliche Übernahmeversuche erfolgreich abwehren kann. - Eine Übernahme durch einen Konkurrenten dürfte wohl nur auf einem wesentlich höheren Kursniveau als zurzeit möglich erscheinen. 	<ul style="list-style-type: none"> - Zurzeit rückläufige operative Margen infolge von zusätzlichen Kosten für die Integration der Scottish Power. - Relativ hohe Nettoverschuldung des Konzerns, die zu einem deutlichen Anstieg des negativen Nettofinanzergebnisses geführt hat. - Niedrige Ertragskraft im Heimatland Spanien. - Die Verschuldung des Konzerns ist so hoch, dass keine größeren fremdfinanzierten Akquisitionen mehr vorgenommen werden können. - Starke Fokussierung auf Windenergie unter Vernachlässigung anderer erneuerbare Energiequellen.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Ausweitung des Geschäftes in Lateinamerika erscheint insbesondere unter dem Gesichtspunkt der traditionell engen Beziehungen Spaniens zu Lateinamerika attraktiv. - Rationalisierungsreserven auf der Kostenseite. - Geplanter Antrag auf Börsenzulassung in den USA macht die Iberdrola-Aktie attraktiver. 	<ul style="list-style-type: none"> - Starke Abhängigkeit vom regulatorischen Umfeld im Heimatmarkt Spanien. - Erneuerbare Energien können nur deshalb Ergebnisbeiträge liefern, weil der Staat hohe Vergütungen für die Einspeisung dieser Energieform bezahlt. - Wegen der relativ hohen Nettoverschuldung wäre der Konzern im Falle steigender Zinsen möglicherweise etwas beeinträchtigt.

Quelle: BayernLB Research

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

keine abweichende Empfehlung

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
43%	5%	37%	7%	3%	5%

Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
41%	4%	27%	14%	0%	14%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn, Schweden, Spanien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu

verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in Italien durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der Schweiz durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in Finnland durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in Ungarn durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f, zu verstehen.

Stefan Voß
Senior Analyst
Versorger
Tel +49 89 2171 21808
Stefan.Voss@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (= Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (= Paketadresse)
Tel +49 89 2171-21762
Fax+49 89 2171-21799
www.bayernlb.de