

SECTOR: **UTILITIES**RECOMENDACIÓN: **NEUTRAL**PRECIO OBJETIVO: **19,6€**ESTA COMPAÑÍA **NO SE ENCUENTRA EN NUESTRAS CARTERAS MODELO** [enlace](#)

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y recientes publicados por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre **Endesa**.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada en base a la información más reciente y públicamente disponible incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*, así como la última nota completa sobre la compañía. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto contiene los datos que deben ser tenidos en cuenta ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, el precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

## COMENTARIOS

### 08/11/2016

**ENDESA (Neutral; Pº Objetivo: 19,6€; Cierre: 18,765€): Resultados 9M'16 que cumplen los objetivos estratégicos.-**

Acaba de presentar sus cuentas 9M'16: Ingresos 14.107M€ (-8,5%), EBITDA 2.869M€ (+4,3%), EBIT 1.811M€ (+4,4%), BNA 1.305M€ (+8,5%, excluyendo el impacto de la operación de permuta de Emission Reduction Units y Certified Emission Reductions habría aumentado +22%). La DFN se sitúa en 4.964M€ desde 4.323M€ en diciembre'15. Las inversiones netas alcanzan 515M€ (+14%). Por negocios, el EBITDA de Generación y comercialización sube +2% hasta 1.136M€, Distribución sube +6% a 1.400M€ y Generación extrapeninsular retrocede -1% a 309M€.

**OPINIÓN:** Todas las líneas de la PyG mejoran su evolución respecto al trimestre anterior ya que incluyen la consolidación global EGPE desde finales de julio de 2016 (compraron el 60% que no poseían el 27 de julio). En cualquier caso, el buen comportamiento de gestión de la energía y el ahorro en costes han repercutido positivamente en sus cuentas motivo por el que pensamos tendrán una buena acogida en el mercado. El EBITDA habría aumentado +10,8% sin tener en cuenta la incorporación de EGPE ni el impacto del swap de CO2 (el año pasado aportó 184M€) vs +7% en jun'16 y +3% en mar'16. En cuanto a la deuda financiera, aumenta en 641M€ por la compra del 60% de EGPE y el pago del dividendo. Es un incremento limitado por la alta generación de caja ya que los dos conceptos anteriores supusieron 2.294M€ (1.207M€ y 1.087M€, respectivamente). Además, con estas cuentas se cumplirían prácticamente los objetivos anuales (EBITDA 3.200M€ y BNA 1.300M€). Darán más información de las mismas en el *conference call* de resultados que tendrá lugar hoy a las 10h. Link a [los resultados de la compañía](#).

### 28/07/2016

**ENDESA (Neutral; Pº Objetivo: 19,6€; Cierre: 18,61€): Resultados 1S'16 y compra de Enel Green Power España.-**

Presentó ayer al cierre sus cuentas del 2T'16, principales cifras comparadas: Ingresos 9.203M€ (-10,8%), EBITDA 1.866M€ (-3,5%), EBIT 1.190M€ (-5,7%), BNA 796M€ (-

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio

Ramón Forcada Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Jesús Amador

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

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

Avenida de Bruselas, 12

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

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

8,5%, excluyendo el impacto de la operación de permuta de Emission Reduction Units y Certified Emission Reductions habría aumentado +7,9%). La DFN se sitúa en 3.741M€ desde 4.323M€ en diciembre'15. Las inversiones netas alcanzan 322M€ (+19%). Por negocios, el EBITDA de Generación y comercialización cae -19% hasta 728M€, Distribución sube +9% a 952M€ y Generación extrapeninsular sube +18% a 186M€. Por otro lado, anunció la compra del 60% que no posee de Enel Green Power España (EGPE) por 1.207M€ (EV del 100% 2.000M€ aprox.).

**OPINIÓN:** Al igual que en el trimestre pasado las cuentas están distorsionadas por el impacto del swap de CO2 (184M€ a nivel de EBITDA y 132M€ en BNA) que mejoró las cifras del 1T'15 y ahora no está presente. Excluyendo este efecto, el EBITDA habría aumentado +7%, mejorando la evolución del 1T (+3%). Por tanto, la compañía está en línea de conseguir sus objetivos anuales (EBITDA 3.200M€ y BNA 1.300M€). En cuanto al desglose de los negocios, sigue habiendo una distorsión por operaciones intragrupo que no tienen impacto a nivel consolidado pero que afecta negativamente al negocio de Generación y positivamente al de Distribución. Sin esto, el negocio regulado se había mantenido estable mientras que el liberalizado mejoraría (margen contribución +8%) gracias a la caída de los precios del *pool* que mejoran su margen unitario +12%. Las cifras del trimestre también se ven positivamente impactadas por un *one-off*: unos 63M€ por la anulación de la tasa nuclear en Cataluña. En relación a la compra de EGPE, era una opción que la propia Endesa confirmó estaba estudiando hace algo más de un mes. Veníamos estimando un EV del 100% de la compañía de 1.900/2.400M€, en línea con el precio pactado. Creemos que tiene encaje estratégico en la medida en que le ayuda a diversificar sus actividades y mantiene la proporción de ingresos regulados (el 64% de los activos comprados son regulados). La operación se financia con caja disponible y deuda, por lo que aumenta su endeudamiento pero no supone ningún problema ya que su apalancamiento era muy reducido (DFN/EBITDA'16e previo 1,1x). En 2015 EGPE generó unos Ingresos de 290M€, EBITDA 175M€ y BNA 20M€. Por tanto, la operación es acretiva desde el primer año ya que Endesa verá incrementado su BNA unos 12M€ (sin tener en cuenta los 10M€ de sinergias estimadas) frente a un coste estimado de la compra de 8M€ (suponiendo que financia con deuda 1.000M€ con un coste del 0,8%). Dicho esto, disminuye la probabilidad de que la compañía reparta un nuevo dividendo extraordinario en 2017, algo que aclarará a finales de año. EGPE es el 4º operador eólico nacional, por detrás de Iberdrola, Acciona y EDP. Link a [los resultados](#).

16/06/2016

**ENDESA (Neutral; Pº Objetivo: 19,6€; Cierre: 17,19€): Podría hacerse con el 100% de EGP España.-**

A raíz de unas filtraciones a la prensa, la compañía confirmó ayer que está en conversaciones con Enel para una posible adquisición del 60% que no posee de Enel Green Power España.

**OPINIÓN:** La operación tiene sentido ya que entraría dentro de la reorganización del grupo concentrando toda la actividad de España en Endesa. Para Endesa también sería positiva en la medida en que incrementa sus ingresos cuasi-regulados al tiempo que diversifica sus actividades. No obstante, disminuye la probabilidad de que la compañía reparta un nuevo dividendo extraordinario en 2017. En cualquier caso, la clave está en el precio. EGP España cuenta con 1.710MW de capacidad en todas las tecnologías renovables, especialmente eólica (94%). Como referencia, EGP España vendió sus activos de Portugal (863MW, 642MW netos) por 900M€ a finales del año pasado, lo que implica un ratio EV/MW de 1,4M€. Si aplicamos dicho ratio a EGP España llegamos a un EV de 2.394M€, por lo que la compra rondaría los 1.436M€ incluyendo deuda, importe que Endesa podría afrontar sin problemas ya que su endeudamiento es muy reducido (DFN 4.482M€ a cierre de marzo, DFN/EBITDA'16e 1,1x).

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio  
Ramón Forcada Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)  
Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Jesús Amador

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

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

Avenida de Bruselas, 12

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

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

**24/05/2016****ENDESA (Neutral; Pº Objetivo: 19,6€; Cierre: 18,15€): Rotación de activos dentro del grupo.-**

Ha vendido la totalidad de su participación en la sociedad "Enel Insurance" (poseía el 50%) a otra empresa del Grupo, "Enel Investment Holding" por 114M€.

**OPINIÓN:** La operación responde a la reorganización de actividades que está llevando a cabo Enel y no tendrá impacto en las cuentas de Endesa ya que de la misma no se deriva ninguna plusvalía/minusvalía.

**10/05/2016****ENDESA (Neutral; Pº Objetivo: 19,6€; Cierre: 18,37€): Resultados 1T'16 algo débiles pero se mantienen las guías para el conjunto del año.-**

Presentó ayer al cierre sus cuentas del 1T'16, principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 4.878M€ (-10,5%), Margen Bruto 1.310M€ (-10,3%), EBITDA 801M€ (-15,9%) vs 810M€ estimado, EBIT 468M€ (-25,5%), BNA 342M€ (-21,4%, excluyendo el impacto de la operación de permuta de Emission Reduction Units y Certified Emission Reductions habría aumentado +10,3%). La DFN se sitúa en 4.482M€ desde 4.323M€ en diciembre'15. Las inversiones brutas alcanzan 235M€ (+31%). Por negocios, el EBITDA de Generación y comercialización cae -47% hasta 240M€, Distribución sube +13% a 479M€ y Generación extrapeninsular sube +9% a 82M€.

**OPINIÓN:** Excluyendo el impacto del swap de CO2 que mejoró las cuentas del 1T'15 y ahora no está presente, la visión de las cuentas sería mejor: EBITDA +3%, BNA +10%. Dicho esto, el resultado se ha quedado por debajo de lo esperado. Va mejorando gracias a la caída de los gastos financieros (por menor deuda y menor coste de la misma) y menores impuestos (reducción de la tasa del IS). En cuanto al desglose de los negocios, además de verse impactados por el ingreso del swap del CO2 (173M€ a nivel de EBITDA) hay una distorsión por operaciones intragrupo que no tiene impacto a nivel consolidado pero que altera las cifras: se trata de unos 55M€ que afectan negativamente al negocio de Generación y positivamente al de Distribución. Sin esto, el negocio regulado se habría mantenido estable y el de Generación mejoraría +6% gracias a la gestión de la energía que ha permitido mejorar el margen unitario +11% hasta 23,2€/MWh a pesar de la pobre evolución de la demanda. En definitiva, los resultados son algo débiles si bien no deberían tener demasiado impacto en el mercado ya que la compañía mantiene sus guías para el conjunto del año (EBITDA 3.200M€ y BNA 1.300M€) y sigue abierta la posibilidad de un nuevo dividendo extraordinario en 2017 si no encuentran oportunidades de crecimiento interesantes.

Link a los resultados:

[http://www.endesa.com/ES/ACCIONISTAS/INFOREGOFIC/Hechos%20relevantes%20y%20comunicados/A%20C3%B1o%202016/PresentacionResultados1T\\_2016\(Esp\).pdf](http://www.endesa.com/ES/ACCIONISTAS/INFOREGOFIC/Hechos%20relevantes%20y%20comunicados/A%20C3%B1o%202016/PresentacionResultados1T_2016(Esp).pdf)

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio

Ramón Forcada    Ramón Carrasco    Esther G. de la Torre    Ana Achau (Asesoramiento)

Belén San José    Ana de Castro    Rafael Alonso    Jesús Amador

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

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

Avenida de Bruselas, 12

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

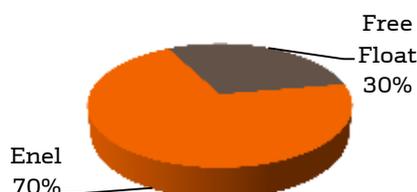
\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

Sector: *Utilities.*
**Resultados 1T débiles que deberían ir mejorando**

## Endesa

**Precio Objetivo: 19,6 €**  
**Recomendación: Neutral**
**Datos Básicos**

 Capitalización (M €): 19.444 M€  
 Último: 18,37 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 1.059 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 15,62/20,715  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

**Accionariado**

**Desglose Margen de Contribución**

|                      | 2014  | 2015  | 2016e | 2017e |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Generación y comerc. | 2.278 | 2.416 | 2.610 | 2.531 |
| Distribución         | 2.390 | 2.445 | 2.445 | 2.457 |
| Gx extrapeninsular   | 870   | 620   | 608   | 608   |
| Total                | 5.538 | 5.481 | 5.663 | 5.596 |

| PER         | 2013   | 2014   | 2015   | Media  | 2016e  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Gas Natural | 13,0 x | 14,3 x | 12,8 x | 13,4 x | 13,2 x |
| Iberdrola   | 11,2 x | 15,4 x | 17,1 x | 14,6 x | 15,5 x |
| EDP         | 11,3 x | 11,1 x | 12,1 x | 11,5 x | 12,8 x |
| EDF         | 13,9 x | 15,6 x | 52,2 x | 27,2 x | 8,0 x  |
| RWE         | n.a.   | n.a.   | 7,6 x  | 7,6 x  | 12,0 x |
| E.ON        | 12,2 x | n.a.   | n.a.   | 12,2 x | 11,1 x |
| Enel        | n.a.   | 12,4 x | 58,8 x | 35,6 x | 13,1 x |
| Centrica    | 16,5 x | 21,3 x | n.a.   | 18,9 x | 13,8 x |
| Fortum      | 10,9 x | 15,6 x | 45,3 x | 23,9 x | 16,4 x |
| Enersis     | 12,2 x | 21,1 x | 6,5 x  | 13,3 x | 8,0 x  |
| Media       | 12,6 x | 15,8 x | 26,5 x | 18,3 x | 12,4 x |
| Endesa      | 13,1 x | 18,4 x | 18,0 x | 16,5 x | 15,5 x |

Mantenemos la recomendación de Endesa en Neutral después de unos resultados 1T'16 algo débiles. Nuestro Precio Objetivo se encuentra en 19,6€/acción por lo que apenas presenta potencial (+7%) de forma que su principal atractivo radica en la elevada rentabilidad por dividendo (6,5%).

Ayer al cierre presentó sus cuentas del 1T'16 cuyas principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg son: Ingresos 4.878M€ (-10,5%), Margen Bruto 1.310M€ (-10,3%), EBITDA 801M€ (-15,9%) vs 810M€ estimado, EBIT 468M€ (-25,5%), BNA 342M€ (-21,4%). Excluyendo el impacto de una operación de permuta de derechos de emisión de CO2 el BNA habría aumentado +10,3%. La DFN se sitúa en 4.482M€ desde 4.323M€ en diciembre'15. Las inversiones brutas alcanzan 235M€ (+31%), las netas suman 135M€ (+39%). Por negocios, el EBITDA de Generación y comercialización cae -47% hasta 240M€, Distribución sube +13% a 479M€ y Generación extrapeninsular sube +9% a 82M€.

Excluyendo el impacto del swap de CO2 que mejoró las cuentas del 1T'15 y ahora no está presente, la visión de las cuentas sería mejor: EBITDA +3%, BNA +10%. Dicho esto, el resultado se ha quedado por debajo de lo esperado. Va mejorando gracias a la caída de los gastos financieros (por menor deuda y menor coste de la misma) y menores impuestos (reducción de la tasa del IS).

En cuanto al desglose de los negocios, además de verse impactados por el ingreso del swap de CO2 (173M€ a nivel de EBITDA) hay una distorsión por operaciones intragrupo que no tiene impacto a nivel consolidado pero que altera las cifras: se trata de unos 55M€ que afectan negativamente al negocio de Generación y positivamente al de Distribución. Sin esto, el negocio Regulado se habría mantenido estable y el de Generación mejoraría +6% gracias a la gestión de la energía que ha permitido incrementar el margen unitario +11% hasta 23,2€/MWh (la caída de los precios de la energía le ha permitido abaratar su coste variable unitario), tendencia esperamos se mantenga en el conjunto del año.

La deuda aumenta ligeramente impactada por el pago del dividendo el pasado enero. No obstante, se irá reduciendo con la generación de caja de forma que el ratio DFN/EBITDA podría acabar el año en 1,1x desde el 1,6x actual. Su nivel ideal es 2/2,5x por lo que tiene margen para realizar alguna adquisición o repartir nuevos dividendos.

**En definitiva, los resultados son algo débiles si bien no deberían tener demasiado impacto en el mercado ya que la compañía mantiene sus guías para el conjunto del año (EBITDA 3.200M€ y BNA 1.300M€) y sigue abierta la posibilidad de un nuevo dividendo extraordinario en 2017 si no encuentra oportunidades de crecimiento interesantes.**

**Principales magnitudes y ratios**

|                            | 2014   | 2015   | 2016e  | 2017e  | 2018e  | 2019e  | 2020e  | TACC'15-20 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| Ingresos                   | 21.512 | 20.299 | 19.893 | 20.092 | 20.393 | 20.699 | 21.010 | 0,7%       |
| Margen de contribución     | 5.538  | 5.481  | 5.663  | 5.596  | 5.604  | 5.674  | 5.746  | 0,9%       |
| EBITDA                     | 3.090  | 3.039  | 3.239  | 3.136  | 3.099  | 3.112  | 3.138  | 0,6%       |
| BNA                        | 950    | 1.086  | 1.255  | 1.185  | 1.162  | 1.189  | 1.231  | 2,5%       |
| BPA                        | 3,15   | 1,03   | 1,19   | 1,12   | 1,10   | 1,12   | 1,16   | 2,5%       |
| DPA                        | 0,76   | 1,03   | 1,19   | 1,12   | 1,10   | 1,12   | 1,16   | 2,5%       |
| PER                        | 18,4 x | 18,0 x | 15,5 x | 16,4 x | 16,7 x | 16,3 x | 15,8 x |            |
| Rentabilidad por dividendo | 4,6%   | 5,5%   | 6,5%   | 6,1%   | 6,0%   | 6,1%   | 6,3%   |            |
| ROE                        | 11,1%  | 12,0%  | 13,9%  | 13,1%  | 12,9%  | 13,2%  | 13,6%  |            |
| DFN/FFPP                   | 63%    | 48%    | 39%    | 35%    | 30%    | 27%    | 26%    |            |
| DFN/EBITDA                 | 1,8 x  | 1,4 x  | 1,1 x  | 1,0 x  | 0,9 x  | 0,8 x  | 0,8 x  |            |

Ratios 2014, 2015 calculados con cotización de cierre de año, resto con última cotización Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

**Equipo de Análisis de Bankinter:**

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

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

Avda de Bruselas, 12

**Por favor, consulte importantes advertencias legales en:**
<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

28108 Alcobendas

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

Sector: *Utilities.*

Comprar los activos de EGP en España o pagar más dividendos.

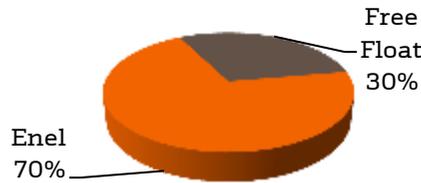
# Endesa

Precio Objetivo: 19,6 €  
Recomendación: Neutral

## Datos Básicos

Capitalización (M €): 20.630 M€  
Último: 19,49 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 1.059 M acc.  
Max / Min (52 sem): 14,66/20,72  
Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

## Accionariado



Revisamos ligeramente nuestro Precio Objetivo de Endesa de 19,1€ a 19,6€/acción después de incorporar las nuevas previsiones de la actualización de su Plan Estratégico y proyectar un año más. Dicho precio implica un potencial de revalorización de +1%, motivo por el que mantenemos nuestra recomendación en Neutral. La compañía ha enfriado las expectativas que había en torno al dividendo por lo que pierde atractivo, máxime teniendo en cuenta que su valoración estaría ajustada en relación a sus comparables.

### Comentario Plan Estratégico:

El 23 de noviembre realizó una actualización estratégica a raíz de la de su matriz Enel. Los objetivos financieros vuelven a mejorar ligeramente respecto a los presentados en junio'15: EBITDA 3.000M€ en 2015, 3.200M€ en 2016 (vs 3.100M€ anterior) y 3.100 en 2017; BNA 1.000M€ en 2015, 1.300M€ en 2016 (vs 1.200M€ anterior) y 1.200M€ en 2017.

Los objetivos de eficiencia se ajustan algo más con una reducción del Cash costs (Opex+Capex de mantenimiento) de -14% en 2019 vs 2014 (de 3.000M€ a 2.600M€ vs 2.700M€ anterior).

Las inversiones previstas no cambian y sumarán 4.400M€ en el período 2015-2019 (Capex neto). Por negocios, el 46% se destinará a Distribución, el 32% a Generación, el 12% a Extrapeninsulares y 10% a Comercialización.

Respecto al dividendo, mantiene su compromiso de aumentarlo un mínimo de +5% anual (será el máximo entre +5% desde el DPA del año anterior o el DPA resultante de un *payout* del 100%) en 2015 y 2016. Pero en el periodo 2017-2019 no hay un objetivo específico de crecimiento sino que irá ligado al BPA ya que sí se indica que el *payout* será del 100%.

| Principales cifras        | 2014   | 2015e  | 2016e  |
|---------------------------|--------|--------|--------|
| Ingresos                  | 21.512 | 21.512 | 21.942 |
| EBITDA                    | 3.090  | 3.050  | 3.217  |
| EBIT                      | 1.472  | 1.657  | 1.868  |
| BDI recurrente (ex-Latam) | 943    | 1.055  | 1.285  |
| BNA                       | 3.337  | 1.055  | 1.285  |
| DPA ordinario             | 0,76   | 1,00   | 1,21   |
| Rentabilidad dividendo*   | 4,6%   | 5,1%   | 6,2%   |
| Deuda Neta/FFPP           | 63%    | 57%    | 54%    |
| Deuda Neta/EBITDA         | 1,8 x  | 1,6 x  | 1,5 x  |
| ROE                       | 11%    | 12%    | 15%    |

\* 2014 con cotización de cierre de año. 2015 y 2016 con último cierre.

## Desglose Margen de Contribución

|                      | 2014  | 2015e | 2016e |
|----------------------|-------|-------|-------|
| Generación y comerc. | 2.278 | 2.238 | 2.337 |
| Distribución         | 2.390 | 2.438 | 2.474 |
| Gx extrapeninsular   | 870   | 887   | 901   |
| Total                | 5.538 | 5.563 | 5.712 |

| PER           | 2013          | 2014          | Media         | 2015e         | 2016e         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Gas Natural   | 13,0 x        | 14,3 x        | 13,6 x        | 13,8 x        | 13,2 x        |
| Iberdrola     | 11,2 x        | 15,4 x        | 13,3 x        | 17,6 x        | 16,2 x        |
| EDP           | 11,3 x        | 11,1 x        | 11,2 x        | 13,4 x        | 12,5 x        |
| EDF           | 13,9 x        | 15,6 x        | 14,8 x        | 7,2 x         | 7,7 x         |
| RWE           | n.a.          | n.a.          | n.a.          | 6,2 x         | 9,9 x         |
| E.ON          | 12,2 x        | n.a.          | 12,2 x        | 11,2 x        | 11,8 x        |
| Enel          | n.a.          | 12,4 x        | 12,4 x        | 13,1 x        | 13,3 x        |
| Centrica      | 16,5 x        | 21,3 x        | 18,9 x        | 12,3 x        | 12,3 x        |
| Fortum        | 10,9 x        | 15,6 x        | 13,3 x        | 17,0 x        | 18,7 x        |
| Enersis       | 12,2 x        | 21,1 x        | 16,7 x        | 12,5 x        | 12,0 x        |
| Media         | 12,6 x        | 15,8 x        | 14,0 x        | 12,4 x        | 12,8 x        |
| <b>Endesa</b> | <b>13,1 x</b> | <b>18,4 x</b> | <b>15,7 x</b> | <b>19,6 x</b> | <b>16,1 x</b> |

## Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

### Opinión:

La actualización del Plan Estratégico dejó un sabor agrí dulce. Por el lado bueno, Endesa fue capaz de mejorar sus previsiones con unas hipótesis de mercado más conservadoras lo que da seguridad sobre su grado de cumplimiento.

Por el lado negativo, su política de dividendo queda deslucida desde 2017 en adelante (ese año se producirá una caída del DPA de -6% según nuestras estimaciones) y no aclara si habrá un pago extraordinario en 2017 o si comprará los activos de Enel Green Power en España.

En nuestra opinión, hasta que no se aclaren estos dos últimos puntos la cotización de Endesa estará algo atascada. Y esta incertidumbre puede durar un tiempo ya que el posible dividendo extraordinario no llegaría antes de 2017. Hasta entonces la compañía analizará oportunidades de inversión que ofrezcan una rentabilidad atractiva o, alternativamente, en caso contrario repartirán un dividendo extraordinario. Hay que tener en cuenta que el nivel de apalancamiento de la compañía es muy bajo y en algún momento decidirá reapalancarse como ya hizo el año pasado. Su ratio DFN/EBITDA se sitúa en 1,5x a cierre de septiembre frente a un objetivo de 2/2,5x. Suponiendo que el ratio sube un punto implicaría unos 3.000M€ disponibles para repartir o para invertir, pero en el *conference call* la cifra se limitó a 1.500M€. En este sentido, los activos de Enel Green Power en España serían una opción para crecer en renovables (su EV rondaría los 1.870M€ según nuestras estimaciones) pero también estudian otras alternativas como pequeñas distribuidoras, comercializadoras de gas (caso Galp), compañías de eficiencia energética, etc.

Teniendo en cuenta lo anterior y que Endesa puede mostrar vulnerabilidad en un escenario de incertidumbre política (por el riesgo España al estar centrada en la península y por Cataluña al concentrar en la región gran parte de la generación -28%- y distribución -40%-), mantenemos la recomendación en Neutral. Además, en relación a sus comparables, la compañía presenta unos múltiplos ajustados.

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

Ramón Forcada      Pilar Aranda      Pilar Aranda      Ramón Carrasco      Esther Gutiérrez  
Jesús Amador      Ana de Castro      Rafael Alonso      Belén San José      Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

28108 Madrid

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

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

|                                 | 2014         | 2015e        | 2016e        | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | TAMI '15-'20 |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos netos                  | 21.512       | 21.512       | 21.942       | 22.162       | 22.494       | 22.831       | 23.174       | 1%           |
| Margen de Contribución          | 5.538        | 5.563        | 5.712        | 5.675        | 5.708        | 5.794        | 5.868        | 1%           |
| EBITDA                          | 3.090        | 3.050        | 3.217        | 3.143        | 3.134        | 3.163        | 3.191        | 1%           |
| EBIT                            | 1.472        | 1.657        | 1.868        | 1.771        | 1.748        | 1.784        | 1.832        | 2%           |
| BAI                             | 1.239        | 1.465        | 1.713        | 1.618        | 1.603        | 1.646        | 1.697        | 3%           |
| <b>Resultado Neto del Grupo</b> | <b>3.337</b> | <b>1.055</b> | <b>1.285</b> | <b>1.213</b> | <b>1.202</b> | <b>1.235</b> | <b>1.273</b> | <b>4%</b>    |
| Tasa de variación interanual    |              | -68%         | 22%          | -6%          | -1%          | 3%           | 3%           |              |

## Resumen Balance de Situación

|                            | 2014e         | 2015e         | 2016e         | 2017e         | 2018e         | 2019e         | 2020e         | TAMI '15-'20 |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Activo No Corriente        | 24.751        | 24.158        | 23.809        | 23.337        | 22.951        | 22.672        | 22.613        | -1%          |
| Activo Corriente           | 4.087         | 3.948         | 4.096         | 4.191         | 4.333         | 4.381         | 4.497         | 3%           |
| Caja e IFT                 | 1.858         | 1.858         | 1.858         | 1.858         | 1.858         | 1.858         | 1.858         | 0%           |
| <b>Total Activo/Pasivo</b> | <b>30.696</b> | <b>29.964</b> | <b>29.763</b> | <b>29.386</b> | <b>29.142</b> | <b>28.910</b> | <b>28.968</b> | <b>-1%</b>   |
| PN                         | 8.575         | 8.575         | 8.575         | 8.575         | 8.575         | 8.575         | 8.575         | 0%           |
| Pasivo no corriente        | 9.632         | 9.632         | 9.632         | 9.632         | 9.632         | 9.632         | 9.632         | 0%           |
| Deuda financiera           | 6.084         | 5.548         | 5.317         | 4.903         | 4.556         | 4.286         | 4.249         | -5%          |
| Pasivo corriente           | 6.405         | 6.209         | 6.238         | 6.276         | 6.378         | 6.418         | 6.512         | 1%           |

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

|                                | 2015e        | 2016e        | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2020e        | VR            |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| +BNA                           | 1.055        | 1.285        | 1.213        | 1.202        | 1.235        | 1.273        |               |
| +Amortizaciones y provisiones  | 893          | 999          | 1.072        | 1.187        | 1.229        | 1.309        |               |
| +Gastos Financieros *(1-t)     | 175          | 187          | 179          | 165          | 154          | 145          |               |
| - Inversiones en activos fijos | -800         | -1.000       | -900         | -1.000       | -1.100       | -1.300       |               |
| - Inversiones en circulante    | -57          | -118         | -58          | -40          | -8           | -22          |               |
| <b>= CFL Operativo</b>         | <b>1.266</b> | <b>1.353</b> | <b>1.506</b> | <b>1.515</b> | <b>1.509</b> | <b>1.404</b> | <b>28.879</b> |

|                       |                      |
|-----------------------|----------------------|
| WACC                  | 6,2%                 |
| g                     | 1,0%                 |
| Enterprise Value      | 26.209 M€            |
| - Deuda Neta          | -5.336 M€            |
| - Minoritarios        | 0 M€                 |
| Equity Value          | 20.873 M€            |
| Nº acciones           | 1.059                |
| <b>Estimación DCF</b> | <b>19,7 €/acción</b> |

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,6€ en función de dos métodos de valoración: descuento del dividendo y descuento de flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

## Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

|                       | 2015e                | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | Crecimiento 2021-2025       |
|-----------------------|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------------------|
| Dividendo por acción  | 1,00                 | 1,21  | 1,15  | 1,14  | 1,17  | 1,20  | 3%                          |
| % a/a                 |                      | 21,8% | -5,6% | -0,9% | 2,7%  | 3,1%  | Crecimiento 2025-2030<br>2% |
| Ke                    | 7,1%                 |       |       |       |       |       |                             |
| <b>Estimación DDM</b> | <b>19,5 €/acción</b> |       |       |       |       |       |                             |

## Precio Objetivo

|                        |                      |     |                         |               |
|------------------------|----------------------|-----|-------------------------|---------------|
| Valoración DCF         | 19,7                 | 50% |                         |               |
| Valoración DDM         | 19,5                 | 50% |                         |               |
| <b>Precio objetivo</b> | <b>19,6 €/acción</b> |     | <b>PER'16 implícito</b> | <b>19,7 x</b> |

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

Ramón Forcada      Pilar Aranda      Pilar Aranda      Ramón Carrasco      Esther Gutiérrez  
Jesús Amador      Ana de Castro      Rafael Alonso      Belén San José      Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Madrid

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

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