

Sector: Utilities.

Atractivo por el dividendo y con posibles palancas de mejora... pero todo por aclarar.

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 30.472 M€  
 Último: 28,78 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 1.059 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 29,425/17,73€/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ELE.MC/ELE.SM

### Accionariado



| Áreas geográficas | EBITDA'13 | %   | Var a/a |
|-------------------|-----------|-----|---------|
| España y Portugal | 3.277     | 49% | -13,7%  |
| Latinoamérica     | 3.443     | 51% | 7,3%    |
|                   | 6.720     |     |         |

Cifras en millones de euros.

| Principales magnitudes (sólo España y Portugal) | 2012   | 2013   | 2014e  | 2015e  |
|---|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos  | 23.146 | 21.512 | 21.297 | 21.297 |
| EBITDA  | 3.796  | 3.277  | 3.137  | 3.137  |
| EBIT  | 1.998  | 1.651  | 1.543  | 1.598  |
| BNA   | 1.410  | 1.176  | 987    | 1.068  |

| Principales ratios*          | 2012  | 2013   | 2014e  | 2015e  |
|------------------------------|-------|--------|--------|--------|
| PER                          | 8,8 x | 13,1 x | 18,0 x | 28,5 x |
| BPA (€/acc)                  | 1,92  | 1,78   | 1,60   | 1,01   |
| DPA (€/acc)**                | 0     | 1,50   | 8,87   | 1,01   |
| Rentabilidad por dividendo** | 0     | 6,4%   | 30,8%  | 3,5%   |
| Deuda Neta/FFPP              | 33%   | 16%    | 17%    | 16%    |
| Deuda Neta/EBITDA            | 1,3 x | 0,6 x  | 0,7 x  | 0,0 x  |
| ROE                          | 7,7%  | 7,0%   | 6,2%   | 6,0%   |

\*2012, 2013 y 2014 incluye Latam. 2015 sólo EyP.

\*\*El DPA de 2014 incluye 7,37€ extraordinarios por la venta de Enersis.

\*\*\*2012 y 2013 con precio 31/12 y 2014 y 2015 con el último cierre.

| PER             | 2011 | 2012 | 2013 | Media h. | 2014 |
|-----------------|------|------|------|----------|------|
| Gas Natural     | 10,2 | 9,3  | 13,0 | 10,8     | 16,5 |
| Iberdrola       | 9,4  | 9,6  | 11,3 | 10,1     | 15,8 |
| EDP             | 8,0  | 8,2  | 9,7  | 8,6      | 14,0 |
| EDF             | 17,5 | 7,9  | 12,8 | 12,7     | 12,5 |
| RWE             | 7,0  | n.d. | n.d. | 7,0      | 14,4 |
| E.ON            | n.d. | n.d. | 12,2 | 12,2     | 15,5 |
| Enel            | 6,7  | 8,5  | n.d. | 7,6      | 13,2 |
| Centrica        | 14,4 | 18,7 | 16,6 | 16,6     | 15,3 |
| Fortum          | 9,3  | 10,2 | 11,0 | 10,2     | 16,8 |
| Enersis         | 12,9 | 17,9 | 12,2 | 14,3     | 15,6 |
| Promedio sector | 10,6 | 11,3 | 12,4 | 11,0     | 15,0 |
| Endesa          | 5,0  | 8,8  | 13,1 | 9,0      | 18,0 |

| Evolución bursátil | 2011 | 2012 | 2013 | YTD |
|--------------------|------|------|------|-----|
| Gas Natural        | 15%  | 2%   | 38%  | 27% |
| Iberdrola          | -16% | -13% | 10%  | 21% |
| EDP                | -4%  | -4%  | 17%  | 34% |
| EDF                | -39% | -26% | 84%  | -1% |
| RWE                | -45% | 15%  | -15% | 17% |
| E.ON               | -27% | -15% | -5%  | 6%  |
| Enel               | -16% | 0%   | 1%   | 32% |
| Centrica           | -13% | 17%  | 3%   | -7% |
| Fortum             | -27% | -14% | 18%  | 16% |
| Enersis            | -16% | -4%  | -8%  | 30% |
| Endesa             | -18% | 6%   | 38%  | 24% |
| Ibex               | -13% | -5%  | 21%  | 10% |

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

### Equipo de Análisis de Bankinter:

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

# Endesa

Precio Objetivo: 31,8 €

Recomendación: Neutral

Mantenemos la recomendación de Endesa en Neutral si bien revisamos al alza su precio objetivo desde 26,35€ hasta 31,8€/acción, lo que representa un potencial de revalorización de +10% desde los precios actuales. En nuestra opinión, la compañía encara una fase de reorganización que presenta oportunidades pero también demasiasas incógnitas.

### Reorganización del Grupo:

Enel, matriz de Endesa y poseedora del 92% de su capital, anunció el pasado 31 de julio una reorganización del Grupo que pasa por la transferencia de las actividades en Latinoamérica desde Endesa hasta Enel. Por tanto, Endesa pasará a representar el negocio puramente ibérico.

La operación consistirá en la compra por parte de Enel del 60,62% que Endesa posee de Enersis, la filial del Grupo que concentra las actividades latinoamericanas. Posteriormente, se distribuirá un dividendo cuyo importe igualará al menos al de la adquisición. Más adelante, Enel podría tomar la decisión de vender parte de su participación en Endesa para aumentar el *free float* (desde el 8% actual hasta un 30% aprox.).

Con esta operación por delante, ¿es una oportunidad invertir en Endesa? Para tratar de averiguarlo, valoramos el negocio de Endesa en España y Portugal, al que sumamos el dividendo estimado por la venta de su participación en Enersis. Hay que tener en cuenta que el accionista actual va a recibir un "suculento" dividendo por la venta de Enersis, pero de 2015 en adelante el dividendo se verá reducido por la caída del beneficio que se va a producir al no registrar el negocio en Latam.

### Método de Valoración:

Establecemos un precio objetivo de 31,8€/acción en función de dos métodos de valoración: descuento de flujos de caja con una ponderación del 75% y por PER de comparables al 25%. Para el descuento de flujos, consideramos únicamente el negocio de España y Portugal, suponiendo un coste de los recursos (wacc) del 6% y un crecimiento a perpetuidad del 1%. A dicho precio, sumamos el importe estimado (según su capitalización actual) del dividendo extraordinario procedente de la venta de Enersis, 7,4€/acción, lo que resulta en un precio de 34,4€/acción. Por otro lado, establecemos como PER objetivo la media del sector (15x), ratio que aplicamos al BPA estimado para este año (1,60€/acción), resultando 24€/acción.

### Factores de riesgo:

- En la valoración no hemos tenido en cuenta cambios en la actual estructura de capital de Endesa pero podría ocurrir que se decida aumentar su endeudamiento, para reducir así el coste de capital de la compañía, lo que incrementaría su valoración. A junio de 2014, la Deuda Financiera Neta de Endesa, correspondiente al negocio en España y Portugal, asciende a 1.147M€, lo que representa un ratio DN/EBITDA de 0,4x, muy inferior al de la media del sector (2,5x).

- Asimismo, la recuperación del negocio podría ser algo más rápida de lo estimado. Hemos considerado que los ingresos se mantienen planos durante 2015 para empezar a crecer a partir de 2016 (TACC 2015-2018 de 2,2%).

- Hemos supuesto que el *payout* se incrementa hasta el 100% para mejorar la remuneración al accionista, lo que incrementaría su atractivo, pero podría no ser así.

- Por otro lado, se baraja la posibilidad de que Endesa recompre parte de los activos que vendió en su día a E.ON, ahora que la alemana abandona el negocio de España. El precio pactado será clave ya que Enel podría decantarse por los activos de E.ON en Italia, también a la venta.

- Por último, Enel no ha comunicado claramente la estrategia a seguir con Endesa y, aunque vender el 22% en bolsa nos parece razonable (porque obtendría fondos para reducir su endeudamiento y daría liquidez al título), no descartamos que finalmente termine por excluirla de cotización o que siga como hasta ahora.

### Conclusión:

La reordenación del grupo seguramente será positiva para Enel pero no tenemos tan claro que lo vaya a ser para Endesa, ya que renuncia a su principal fuente de crecimiento (Latam). Es cierto que la operación plantea varias oportunidades de mejora a la española (vía dividendo, mayor apalancamiento, etc.) pero todavía están por concretar. Por tanto, mantenemos una visión neutral sobre la compañía.

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

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

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid