Sector: *Utilities.*

Resultados 4T 2018: Batiendo estimaciones en EBITDA y DPA

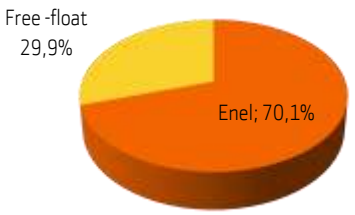
Endesa

Precio Objetivo: 22,2 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €):	23.208 M€
Último:	21,92 €/acc.
Nº Acciones (M.):	1.059 M acc.
Max / Min (52 sem):	22,38/16,545 €
Cód. Reuters / Bloomberg:	ELE MC / ELE SM

Accionariado

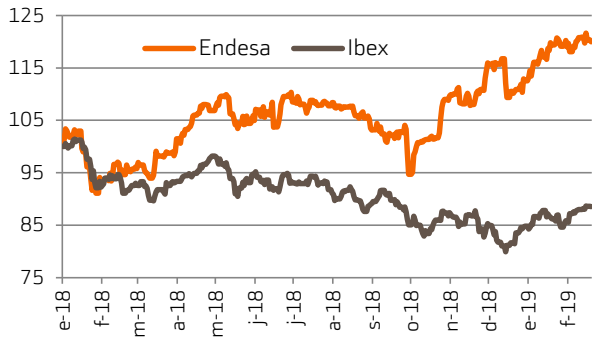


Principales cifras y ratios	2017	2018	2019e
Ingresos	20.057	20.195	20.498
EBITDA	3.542	3.627	3.700
BNA	1.463	1.417	1.537
BPA	1,38	1,34	1,45
DPA	1,38	1,43	1,45
Pay Out	100%	107%	100%
Rentabilidad dividendo	6,3%	6,5%	6,6%
PER	15,9	16,4	15,3
Deuda Neta/EBITDA	1,4 x	1,6 x	1,7 x

Desglose EBITDA (%)	2018
Regulado (Distribución y Gx Extrapeninsular)	67%
Liberalizado (Generación y Comercialización)	33%

Año Completo	2017	2018	Var. a/a
EBITDA Ajustado	**3.239**	**3.627**	**12%**
Negocio Regulado	2.373	2.415	2%
Generación y comerciali.	866	1.212	40%
BNA Ajustado	1.453	1.511	4%
Cash Flow Operaciones	**2.438**	**2.420**	**-1%**
Inversiones	-1.115	-1.627	46%
Flujo de Caja libre	1.323	793	-40%
Dividendos	**1.411**	**1.472**	**4%**
Deuda Neta	4.985	5.770	16%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Buenos resultados 2018, batiendo estimaciones en EBITDA y DPA. El EBITDA ajustado sube un 12% (superando en un 4% las guías). El principal motor ha sido la mejora del margen en el negocio de generación y comercialización de electricidad y gas, que ha impulsado (+40%) los resultados de la división. El negocio regulado ha tenido una contribución más estable (+2%). El DPA propuesto se sitúa en 1,427€/acción vs el suelo de 1,33 del Plan Estratégico. Mantenemos la recomendación de Neutral. El alto peso en el mix de generación de nucleares y térmica (63%) supone un desafío a medio plazo en un contexto de reducción gradual de estas tecnologías en el mapa energético español. Sin embargo, las inversiones en renovables y las actividades reguladas de distribución y generación extrapeninsular - 67% del EBITDA del grupo- permitirán mitigar en parte este impacto. La rentabilidad por dividendo se mantiene a un nivel atractivo (superior al 6,5%)

Resultados 2018: EBITDA y DPA por encima de estimaciones.

El **EBITDA ajustado** de factores no recurrentes positivos que se incluyeron en 2017, sube un +12% en el año hasta 3.627M€, superando las guías proporcionadas por el equipo gestor (3.500M€). El BNA ajustado sube un 4% hasta 1.511M€, superando también las guías del año (1.400M€). Los principales motores: (i) **El margen del negocio liberalizado de comercialización y generación eléctrico mejoró** un 18% a pesar de la caída del 7% en ventas por menor hueco térmico. Esto ha sido posible gracias a una subida del 27% en el margen unitario hasta 25,7€/MWh. Endesa ha sido capaz de subir el ingreso unitario un +9,5%, mientras que el coste variable permaneció estable; (ii)El **margen de comercialización en gas más que se dobló en el periodo** (1,9€/MGh +138%) gracias a las mejora en los fundamentales del mercado; (iii) La contribución del **negocio regulado** (distribución y generación extra-peninsular) **crece ligeramente (+2,0%)** por mejoras en eficiencia.

El Cash Flow generado por las operaciones se mantuvo estable en el periodo, a pesar del incremento en EBITDA debido a un mayor deterioro en capital circulante. **La Deuda Neta sube** (+785M€ hasta 5.770M€) debido a mayores inversiones (+46% hasta 1.627M€). Los ratios de apalancamiento permanecen en niveles bajos DN/EBITDA 1,6x.

La remuneración al accionista también **superó las guías**. El DPA propuesto a la JGA se sitúa en 1,427 (+3%) vs el suelo de 1,33€/acción incluido en el Plan Estretégico publicado en Noviembre. El Pay out se sitúa en el 107%

Posición muy cómoda para conseguir los objetivos 2019 :

Los buenos resultados de 2018 colocan al grupo en una posición muy cómoda para alcanzar las guías 2019. Endesa mantiene el objetivo de llegar a un EBITDA de 3.700M€ (+2%) con un BNA ordinario similar al de año 2018 (1.500M€). Endesa ha reiterado también el objetivo de conseguir un BNA de 1.800M€ en 2021

Recomendación Neutral . Precio Objetivo 22,2 €/acción

Los resultados del grupo en 2008 han sido positivos, batiendo las estimaciones del consenso en EBITDA y DPA. Tras estos resultados mantenemos la recomendación de Neutral y aumentamos ligeramente el Precio Objetivo hasta 22,2€/acción. El alto peso en el mix de generación de nucleares y térmica (63%) supone un desafío a medio plazo en un contexto de reducción gradual de estas tecnologías en el mapa energético español. Sin embargo, las inversiones en renovables y las actividades reguladas de distribución y generación extrapeninsular - dos tercios del EBITDA del grupo- permitirán mitigar en parte este impacto. La rentabilidad por dividendo se mantiene a un nivel atractivo (> 6,5%).

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Elena Fernández-Trapiella Susana André (Mktng & Support)
Juan Tuesta Ana de Castro Rafael Alonso Aránzazu Cortina Joao Pisco Pilar Aranda
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/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.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Ingresos netos	20.057	20.195	20.498	20.416	20.334	20.253	20.172	0,0%
EBITDA	3.542	3.627	3.700	3.800	4.000	3.970	3.970	1,8%
BNA	1.463	1.417	1.537	1.628	1.798	1.714	1.729	4,1%

Resumen Balance de Situación

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Activo No Corriente	25.507	26.001	26.501	26.806	27.131	27.396	27.571	1%
Activo Corriente	4.367	4.428	4.583	4.756	4.978	5.211	5.458	4%
Caja e IFT	1.163	1.227	1.227	1.227	1.227	1.227	1.227	0%
Total Activo/Pasivo	31.037	31.656	32.311	32.789	33.336	33.834	34.256	2%
PN	9.233	9.181	9.156	9.165	9.534	9.886	10.237	2%
Pasivo no corriente	14.269	14.781	15.450	15.876	15.952	15.948	15.817	1%
Pasivo corriente	7.535	7.694	7.705	7.747	7.851	7.999	8.202	1%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
EBITDA	3.627	3.700	3.800	4.000	3.970	3.970	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-480	-538	-565	-620	-605	-613	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Impuestos)	3.147	3.163	3.235	3.380	3.365	3.358	
- Inversiones en activos fijos	-1.787	-1.800	-1.600	-1.600	-1.600	-1.480	
- Inversiones en circulante	-653	-144	-131	-119	-84	-44	
- TREI & Otros Ajustes	-145	-280	-280	-280	-250	-250	
= Cash Flow Operativo	562	939	1.224	1.381	1.431	1.583	34.958

WACC	5,9%
g	1,7%
Enterprise Value	30.310 M€
+ Activos Financieros	974 M€
- Deuda Neta	-5.777 M€
- Minor., Pensio. & Otros	-1.975 M€
Equity Value	23.532 M€
Nº acciones	1.059
Estimación DCF	22,2

Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 22,2€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas

PER'19e implícito	EV/EBITDA'19e implícito
15,3	7,9

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC\g	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%
4,7%	26,5	28,1	29,9	32,0	34,3	36,9	39,9	43,5	47,7
5,0%	24,0	25,4	26,9	28,5	30,4	32,5	35,0	37,7	41,0
5,3%	21,8	23,0	24,3	25,7	27,2	29,0	30,9	33,2	35,7
5,6%	19,9	20,9	22,0	23,2	24,5	26,0	27,6	29,4	31,5
5,9%	18,3	19,1	20,1	21,1	22,2	23,5	24,8	26,3	28,0
6,2%	16,8	17,6	18,4	19,3	20,2	21,3	22,4	23,7	25,1
6,5%	15,5	16,2	16,9	17,7	18,5	19,4	20,4	21,5	22,7
6,8%	14,3	14,9	15,6	16,2	17,0	17,8	18,6	19,6	20,6
7,1%	13,3	13,8	14,4	15,0	15,6	16,3	17,1	17,9	18,7

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Elena Fernández-Trapiella Susana André (Mktng & Support)
Juan Tuesta Ana de Castro Rafael Alonso Aránzazu Cortina Joao Pisco Pilar Aranda
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.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.