

Sector: *Utilities.*

Buen a primera mitad de año. Entorno menos favorable de cara a la segunda mitad.

Endesa

Precio Objetivo: 20,3 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 20.656 M€
 Último: 19,51 €/acc.
 N° Acciones (M.): 1.059 M acc.
 Max / Min (52 sem): 22,88/16,33 €
 Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

Accionariado

Free-float
29,9%



Principales cifras y ratios

	2017	2018e	2019e
Ingresos	20.057	20.458	20.765
EBITDA	3.542	3.450	3.510
BNA	1.463	1.403	1.426
BPA	1,38	1,33	1,35
DPA	1,38	1,33	1,35
Pay Out	100%	100%	100%
Rentabilidad dividendo	7,1%	6,8%	6,9%
PER	14,1	14,7	14,5
Deuda Neta/EBITDA	1,4 x	1,5 x	1,7 x

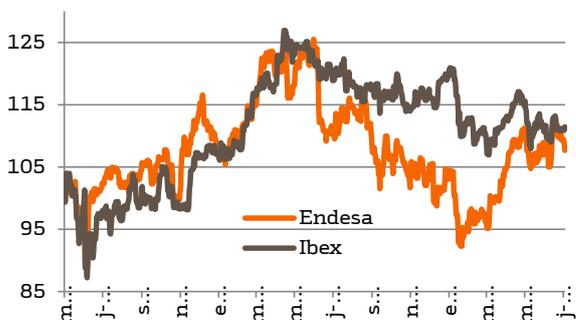
Desglose EBITDA (%)

	2017	2018e
Distribución		58%
Gx Extrapeninsular		13%
Generación y Comercializac.		29%

Primer Semestre

	1S 17	1S 18	Var. a/a
Margen Contribución	2.624	2.823	7,6%
Marg. Negocio Regulado	1.589	1.596	0,4%
Marg. Generación y comerciali.	1.035	1.227	18,6%
Costes Fijos	-1.019	-1.019	0,0%
EBITDA	1.605	1.804	12,4%
BNA	653	752	15,2%
Cash Flow Operaciones	675	639	-5,3%
Deuda Neta	5.477	5.956	8,7%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Buena primera mitad de año para Endesa: BNA +15% impulsado por mayores márgenes en el negocio liberalizado, mejoras en eficiencia operativa y un menor coste de la deuda. Tras estos resultados, Endesa se encuentra en una cómoda posición para cumplir sus objetivos del año: 3.400M€ de EBITDA y 1.400M€ de BNA. Estas guías suponen situarse en niveles próximos a las cifras reportadas en 2017, lo que podría parecer conservador en vista de 1S'18. Sin embargo, hay que tener en cuenta que Endesa fue mejorando sus resultados operativos a lo largo de 2017 y que además en la parte final de 2017 se registraron factores positivos no recurrentes. Tras estos resultados mantenemos la recomendación de Neutral. Vemos dos factores que podrían frenar la evolución en bolsa en 2S'18: (i) La segunda mitad del año será más desfavorable en cuanto a crecimiento en BNA (+15% en 1S 18 vs -3% a final del año); (ii) La rentabilidad del bono a 10 años podría repuntar, restando atractivo a este tipo de compañías.

1TS 18: BNA impulsado por mayores márgenes en el negocio liberalizado y mejoras en eficiencia operativa.

Ingresos: 9.934M€ (-1%), Margen de Contribución 2.823M€ (+8%), EBITDA 1.804M€ (+12%); BNA 752M€ (+15%). Motores del BNA: (i) **Margen de Contribución (+19%) del Negocio Liberalizado** (generación y comercialización), gracias a una mejor gestión de su posición corta en el mercado. Por un lado, el ingreso unitario sube un 7%. Por otro, el coste variable unitario sube solo un 1%. Endesa vende más electricidad de la que produce y un 30% del total de sus ventas son compras a terceros. El precio del pool ha sido un 2% menor, abaratando las compras a terceros. Esta mejora en margen ha permitido compensar la caída del 6% en ventas de electricidad en el periodo (menor actividad industrial y mayor presión competitiva); (ii) Estabilidad (+0,4%) en **Margen de Contribución del Negocio Regulado** (distribución y generación extra-peninsular); (iii) Mejoras en eficiencia operativa que permiten contener los costes fijos (+0%); (iv) El **coste de la deuda sigue optimizándose** (2,0% vs 2,3% en 1S'17).

El factor negativo ha sido **la generación de caja**. Desajustes en pagos de impuestos y en liquidaciones regulatorias explican la expansión de 1.047M€ en capital circulante (697M€ en 1S 17). Esto ha limitado la generación de caja a 639M€, -5% vs 1S 17. Endesa espera que parte de estos factores se normalicen en la segunda mitad del año y que la salida de fondos por este concepto se limite a 200M€ en el año.

2018: Un año de más a menos en crecimiento en BNA.

Tras estos resultados, Endesa se encuentra en una cómoda posición para conseguir las guías del año: 3.400M€ en EBITDA y 1.400M€ en BNA. Estas cifras suponen acercarse a los resultados del año 2017. Esto podría parecer conservador, a la vista del 1S'18. Sin embargo, hay que tener en cuenta que Endesa fue mejorando sus resultados operativos a lo largo de 2017 y que además en la parte final de 2017 se registraron factores positivos no recurrentes. Es decir, veremos un año 2018 de mejor calidad, pero de más a menos en cuanto al crecimiento de BNA.

Recomendación Neutral. Precio Objetivo 20,3 €/acción

Tras estos resultados mantenemos la recomendación de Neutral. El negocio regulado representa aprox. 70% del EBITDA del grupo. La falta de visibilidad sobre el esquema retributivo final (efectivo desde 2020), genera incertidumbre sobre la capacidad de generar cash flow del grupo en el futuro. Además, existen otros dos factores que podrían frenar la evolución de las acciones en bolsa en 2S' 18: (i) La segunda mitad del año será más desfavorable en cuanto a crecimiento en BNA (+15% en 1S 18 vs -3% a final del año); (ii) La rentabilidad del bono a 10 años podría repuntar, restando atractivo a este tipo de compañías.

Equipo de Análisis de Bankinter: **Aránzazu Bueno** (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Esther G. de la Torre Ana de Castro Elena Fernández-Trapiella Susana André (Mktng & Support)

Jesús Amador Ramón Carrasco Rafael Alonso Aránzazu Cortina Joao Pisco Pilar Aranda

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.

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

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

Avda de Bruselas, 14

28108 Madrid

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '17-'22
Ingresos netos	18.979	20.057	20.458	20.765	20.682	20.599	20.517	0%
EBITDA	3.432	3.542	3.450	3.510	3.670	3.570	3.515	0%
BNA	1.412	1.463	1.403	1.426	1.532	1.438	1.375	-1%

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '17-'22
Activo No Corriente	25.525	25.507	25.557	26.007	26.007	25.957	25.957	0%
Activo Corriente	4.654	4.367	4.542	4.710	4.882	5.066	5.265	4%
Caja e IFT	781	1.163	1.163	1.163	1.163	1.163	1.163	0%
Total Activo/Pasivo	30.960	31.037	31.262	31.880	32.052	32.186	32.385	1%
PN	9.088	9.233	9.228	9.228	9.228	9.228	9.228	0%
Pasivo no corriente	14.355	14.269	14.590	15.300	15.463	15.529	15.659	2%
Pasivo corriente	7.521	7.535	7.444	7.352	7.361	7.429	7.498	0%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
EBITDA	3.450	3.510	3.670	3.570	3.515	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-475	-490	-530	-505	-491	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Impuestos)	2.975	3.020	3.140	3.065	3.024	
- Inversiones en activos fijos	-1.300	-1.700	-1.100	-1.200	-1.250	
- Inversiones en circulante	-266	-260	-163	-116	-130	
- TREI & Otros Ajustes	-300	-300	-300	-300	-300	
= Cash Flow Operativo	1.109	760	1.577	1.449	1.344	32.022

WACC	6,0%
g	1,7%
<i>Enterprise Value</i>	27.394 M€
- Deuda Neta	-4.985 M€
- Minor., Pensio. & Otros	-889 M€
<i>Equity Value</i>	2.566 M€
Nº acciones	1.059
Estimación DCF	20,3

Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 20,3€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

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%
4,8%	24,3	25,6	27,1	28,8	30,8	32,9	35,4	38,4	41,8
5,1%	22,1	23,2	24,5	25,9	27,4	29,2	31,2	33,5	36,2
5,4%	20,1	21,1	22,2	23,4	24,7	26,1	27,8	29,6	31,7
5,7%	18,5	19,3	20,2	21,2	22,3	23,5	24,9	26,4	28,1
6,0%	17,0	17,7	18,5	19,4	20,3	21,3	22,5	23,7	25,2
6,3%	15,7	16,3	17,0	17,8	18,6	19,4	20,4	21,5	22,7
6,6%	14,5	15,1	15,7	16,3	17,0	17,8	18,6	19,5	20,5
6,9%	13,5	14,0	14,5	15,1	15,7	16,3	17,1	17,8	18,7
7,2%	12,5	13,0	13,4	13,9	14,5	15,1	15,7	16,4	17,1

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Esther G. de la Torre Ana de Castro Elena Fernández-Traipiella Susana André (Mktng & Support)
Jesús Amador Ramón Carrasco 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.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.