Sector: *Utilities.*

Buen 1T'18. Sin embargo, el negocio regulado crea incertidumbre sobre la capacidad de generar cash

Endesa

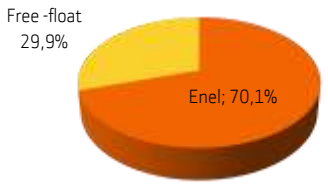
Precio Objetivo: 20,3 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €):	20.646 M€
Último:	19,50 €/acc.
Nº Acciones (M.):	1.059 M acc.
Max / Min (52 sem):	22,88/16,33 €
Cód. Reuters / Bloomberg:	ELE MC / ELE SM

Accionariado

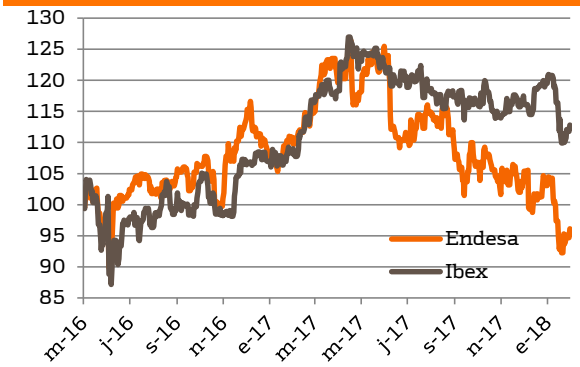


Principales cifras y ratios	2017	2018e	2019e
Ingresos	20.057	20.759	21.070
EBITDA	3.542	3.440	3.500
BNA	1.463	1.409	1.441
BPA	1,38	1,33	1,36
DPA	1,38	1,33	1,36
Pay Out	100%	100%	100%
Rentabilidad dividendo	6,8%	7,1%	6,8%
PER	14,1	14,7	14,3
Deuda Neta/EBITDA	1,4 x	1,6 x	1,8 x

Desglose EBITDA (%)	2017	2018e
Distribución	58%	59%
Gx Extrapeninsular	13%	11%
Generación y Comercializac.	29%	30%

Primer Trimestre	1T 17	1T 18	Var. a/a
Margen Contribucción	1.236	1.415	14,5%
Marg. Contrib. Regulado	774	778	0,5%
Marg. Generación y comerciali.	462	637	37,9%
Costes Fijos	-534	-535	0,2%
EBITDA	702	880	25,4%
BNA	253	372	47,0%
FFO	536	24	-95,5%
Deuda Neta	5.495	6.047	10,0%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Buen comienzo de año para Endesa. El BNA del 1T'18 sube un 47% impulsado por mejores márgenes en el negocio liberalizado, la estabilidad del negocio regulado, mejoras en eficiencia operativa y un menor coste de la deuda. Tras estos resultados, Endesa se encuentra en un posición muy cómoda 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 a la vista del 1T'18. Sin embargo, hay que tener en cuenta que Endesa fue mejorando sus resultados durante 2017 (el 1T'17 fue el peor) y que además en 2017 se registraron factores no recurrentes positivos. Es decir, la calidad de los resultados en 2018 será mejor. Tras estos resultados subimos ligeramente el Precio Objetivo hasta 20,3 €/acción, manteniendo la recomendación de Neutral.

1T'18: BNA impulsado por mayores márgenes en el negocio liberalizado, la estabilidad el negocio regulado y mejoras en eficiencia operativa.

Principales cifras: Ingresos: 5,169M€ (-1%), Margen de Contribución 1.415M€ (+14%), EBITDA 880M€ (+25%); BNA 372M€ (+47%); Deuda Neta 6.047M€. **El principal motor de los resultados ha sido el negocio liberalizado** (generación y comercialización), **con una subida del 38% en su margen de contribución gracias a una exitosa gestión de su posición corta en el mercado.** El margen unitario mejora en un 20% hasta 24,5€/MWh. Por un lado, el coste variable cae un 4%. El precio del pool ha sido un 13% menor en el periodo, abaratando las compras de energía. De las ventas totales de electricidad de Endesa, cerca de un 30% provienen de compras a terceros. Por otro lado, el grupo ha sido capaz de subir el ingreso unitario en casi un 4%, permitiendo así la expansión de márgenes. El **margen de contribución del negocio regulado** (distribución y generación extra-peninsular) **permanece estable (+1%).** Las mejoras en eficiencia operativa han permitido contener los costes fijos (-4% ajustados de provisiones). De esta manera, el EBITDA se acelera hasta +25%. En el frente financiero, **el coste de la deuda sigue optimizándose** (2,1% vs 2,4% en 1T'17). Todos estos factores impulsan el BNA un 47% en el periodo.

El factor negativo ha sido **la evolución del capital circulante y la generación de caja.** Desajustes en pagos de impuestos y en liquidaciones regulatorias explican el deterioro de 890M€ en capital circulante. Esto ha limitado la generación de caja a tan solo 24M€ en el periodo (536M€ en 1T`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.

Buen punto de partida para conseguir los objetivos del año

Tras estos resultados, Endesa se encuentra en una posición muy cómoda para conseguir los objetivos del año: EBITDA de 3.400M€ y BNA de 1.400M€. Estas cifras suponen acercarse a los resultados del año 2017. Esto podría parecer conservador, a la vista del buen comienzo del año. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los resultados de Endesa fueron mejorando progresivamente en 2017 y que incluían factores extraordinarios positivos. Es decir, la calidad de los resultados este año será indudablemente mejor.

Recomendación Neutral . Precio Objetivo 20,3 €/acción

Tras estos resultados, hemos revisado al alza el Precio Objetivo hasta 20,3€/acción (desde 19,9€/acción) y mantenemos la recomendación de Neutral. El negocio regulado representa cerca del 70% del EBITDA del grupo. La falta de visibilidad sobre el esquema retributivo final (efectivo desde 2020), aumenta la incertidumbre sobre la capacidad de generar cash flow del grupo en el futuro. Este factor frena la evolución de las acciones en bolsa.

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 Eva del Barrio 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.

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	20.759	21.070	20.986	20.902	20.819	1%
EBITDA	3.432	3.542	3.440	3.500	3.670	3.570	3.515	0%
BNA	1.412	1.463	1.409	1.441	1.559	1.460	1.398	-1%

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '17-'22
Activo No Corriente	25.525	25.507	25.785	26.470	26.470	26.545	26.615	1%
Activo Corriente	4.654	4.367	4.511	4.678	4.848	4.963	5.079	3%
Caja e IFT	781	1.163	1.163	1.163	1.163	1.163	1.163	0%
Total Activo/Pasivo	30.960	31.037	31.459	32.311	32.481	32.671	32.857	1%
PN	9.088	9.233	9.234	9.234	9.234	9.234	9.234	0%
Pasivo no corriente	14.355	14.269	14.781	15.725	15.887	15.978	16.065	2%
Pasivo corriente	7.521	7.535	7.444	7.352	7.361	7.459	7.559	0%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
EBITDA	3.440	3.500	3.670	3.570	3.515	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-482	-499	-543	-516	-501	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Impuestos)	2.958	3.001	3.128	3.054	3.014	
- Inversiones en activos fijos	-1.300	-1.700	-1.100	-1.200	-1.200	
- Inversiones en circulante	-235	-259	-162	-16	-17	
- TREI & Otros Ajustes	-490	-490	-490	-380	-380	
= Cash Flow Operativo	933	553	1.376	1.458	1.416	32.435

WACC	5,9%
g	1,5%
Enterprise Value	27.390 M€
- Deuda Neta	-4.985 M€
- Minor., Pensio. & Otros	-889 M€
Equity Value	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	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%
4,7%	24,2	25,6	27,0	28,6	30,5	32,5	34,9	37,6	40,8
5,0%	22,1	23,2	24,4	25,8	27,3	29,0	30,9	33,0	35,5
5,3%	20,2	21,1	22,2	23,3	24,6	26,0	27,6	29,3	31,3
5,6%	18,5	19,3	20,2	21,2	22,3	23,5	24,8	26,2	27,9
5,9%	17,0	17,8	18,5	19,4	20,3	21,3	22,4	23,6	25,0
6,2%	15,7	16,4	17,0	17,8	18,6	19,4	20,4	21,4	22,6
6,5%	14,6	15,1	15,7	16,4	17,1	17,8	18,6	19,5	20,5
6,8%	13,5	14,0	14,5	15,1	15,7	16,4	17,1	17,8	18,7
7,1%	12,6	13,0	13,5	14,0	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-Trapiella Susana André (Mktng & Support)
Jesús Amador Ramón Carrasco Rafael Alonso Eva del Barrio 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.