

Sector: *Utilities.*

Precio Objetivo: 27,1 €

Mejorando márgenes, creciendo en beneficios y avanzando en descarbonización

Endesa

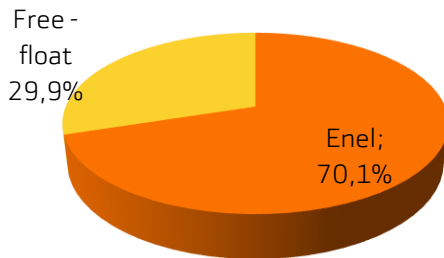
Recomendación: **Comprar**

Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 21.429 M€
 Último: 20,24 €/acc.
 N° Acciones (M.): 1.059 M acc.
 Max / Min (52 sem): 26,26/14,77 €
 Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

Accionariado



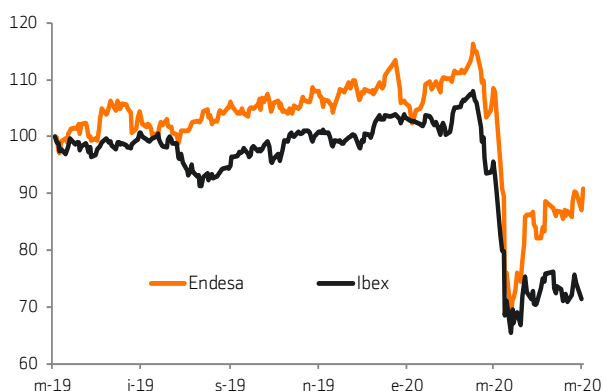
Buenos resultados en 1T'20, con crecimiento beneficios, batiendo las estimaciones del consenso y avanzando en descarbonización. Los motores del crecimiento son la mejora del margen integrado en energía y la estabilidad del negocio regulado de distribución de electricidad. Se mantienen las guías 2020, que incluyen una subida del 9% en BNA ordinario y del 8,5% en DPA. Endesa es una de las pocas compañías que podrán mostrar crecimiento en beneficios y en dividendos en 2020. Los objetivos del Plan Estratégico 2022 son realistas y alcanzables. En el entorno actual mantenemos la recomendación de Comprar. Motivos: (i) **Alto porcentaje del negocio en actividades reguladas** (54% del EBITDA); (ii) **Mejora en márgenes integrados en energía**. Su posición corta en el mercado energético le beneficia en el contexto actual de bajos precios del pool. La buena gestión del negocio liberalizado permite la mejora en márgenes; (iii) **Posición financiera muy sólida**: Deuda Neta/EBITDA <2,0x; (iv) **Atractiva rentabilidad por dividendo** (superior al 6,5% en el periodo 2020-22)

Ppales cifras y ratios	2019	2020e	2021e
Ingresos	20.158	19.553	19.475
EBITDA	3.841	4.358	4.058
BNA	166	2.061	1.798
BPA	0,16	1,95	1,70
DPA	1,48	1,60	1,40
Pay Out	943%	82%	82%
Rentabilidad por dividendo	7,3%	7,9%	6,9%
PER	129,4	10,4	11,9
Deuda Neta/EBITDA	1,7 x	1,6 x	1,9 x

Desglose EBITDA (%)	2019
Regulado (Distribución y Gx Extrapeninsular)	54%
Liberalizado (Generación y Comercialización)	46%

Primer Trimestre	1T'19	1T'20	Var. a/a
EBITDA Recurrente	928	1.120	21%
Negocio Regulado	563	570	1%
Margen Electricidad y gas	365	550	51%
EBITDA Total	928	1.476	59%
BNA ordinario	363	577	59%
BNA Total	363	844	133%
Cash Flow Operativo	335	276	-18%
Deuda Neta	6.377	7.376	16%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Rdos 1T'20: Mejora en márgenes en energía y estabilidad en el negocio regulado. Batiendo estimaciones del consenso.

Superando estimaciones del consenso: EBITDA recurrente 1.120M€ (+21%) vs 1.064M€ est; BNA recurrente 577M€ (+59%) vs 511M€; BNA total 844M€(+133%); Deuda Neta 7.376M€ (vs 6.377M€ en Diciembre 2019).

Motores del crecimiento: (i) **Buena gestión del negocio liberalizado**, con mejoras en el margen unitario integrado de electricidad (34,3 €/MWh +20%) y de gas (3,6€/MWh +140%). Endesa tiene una posición corta estructural en el mercado: vende más energía de la que produce y tiene que acudir al mercado a comprar energía (38% de las ventas totales). La caída del 37% en el precio medio del pool en 1T'20 le ha permitido comprar a terceros electricidad a costes más bajos mientras que los precios de venta a clientes estaban contratados con anterioridad en niveles más altos. Esta mejora del margen más que compensa la disminución de ventas por menor demanda (-4% electricidad/y -8% en gas); (ii) **Estabilidad del negocio regulado de distribución de electricidad**, que mantiene su contribución en los mismos niveles del año pasado y (iii) **Menor coste de la deuda** (1,7% vs 1,8% ant) .

Reversión provisiones. El BNA total sube más que el recurrente (+133% vs +59%) debido a la reversión de provisiones por el nuevo Convenio Colectivo.

Avances en descarbonización. Las tecnologías no emisoras (renovables y nuclear) representan el 88% del mix de generación (68% en 1T19).

Guías positivas en 2020 (BNA ordinario +9%) y objetivos realistas para 2022

El equipo gestor sostiene que el impacto del Covid19 sobre los resultados del grupo en 2020 será limitado. Los objetivos 2020 de Endesa son: EBITDA de 3.900M€ (+2%), un BNA Ordinario de 1.700M € (+9%) y DPA de 1,60 €/acción (+8,5% vs 1,475 €/acción en 2019).

Los objetivos del Plan Estratégico 2022 son realistas: EBITDA de 4.300M€ (TAMI 2019-22 +4%) y BNA de 1.900M€ (TAMI 19-22 +7%).

Recomendación: Comprar, Precio Objetivo 27,10 €/acción

Buenos resultados en 1T'20: crecimiento en beneficios, superando las estimaciones de consenso y avanzando en descarbonización. Mantenemos recomendación de Compra. Motivos: (i) **Alto porcentaje del negocio en actividades reguladas** (54% del EBITDA%); (ii) **Mejora en márgenes en energía**. Su posición corta en el mercado energético le beneficia en el contexto actual de bajos precios del pool y permite una mejora de margen unitario de electricidad y gas; (iii) **Posición financiera muy sólida**: Deuda Neta/EBITDA < 2,0x. (iv) **Atractiva rentabilidad por dividendo** (superior al 6,5% en el periodo 2020-22).

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '19-'24
Ingresos netos	20.195	20.158	19.553	19.475	19.397	19.320	19.242	-0,9%
EBITDA	3.627	3.841	4.358	4.058	4.268	4.310	4.328	2,4%
BNA	1.417	166	2.061	1.798	1.905	1.913	1.922	63,3%

Resumen Balance de Situación

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '19-'24
Activo No Corriente	26.001	25.881	26.180	26.861	27.662	27.963	28.264	1,8%
Activo Corriente	4.428	4.662	5.389	5.685	6.002	6.296	6.635	7,3%
Caja e IFT	1.227	1.438	1.438	1.438	1.438	1.438	1.438	0,0%
Total Activo/Pasivo	31.656	31.981	33.007	33.984	35.102	35.696	36.337	2,6%
PN	9.181	7.837	8.213	8.537	9.044	9.554	10.073	5,1%
Pasivo no corriente	14.781	15.679	16.311	16.847	17.292	17.154	17.047	1,7%
Pasivo corriente	7.694	8.465	8.483	8.599	8.766	8.988	9.217	1,7%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
EBITDA	4.358	4.058	4.268	4.310	4.328	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-695	-615	-655	-665	-669	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.664	3.444	3.614	3.645	3.658	
- Inversiones en activos fijos	-1.600	-2.000	-2.200	-1.700	-1.700	
- Inversiones en circulante	-708	-181	-150	-71	-110	
- Gastos capital., prov.pagadas & otros ajustes	-150	-150	-150	-200	-200	
= Cash Flow Operativo	1.205	1.113	1.113	1.674	1.648	41.517

WACC 4,9%

g 0,8%

Valor Grupo 36.767 M€

+ Activos Financieros 1.140 M€

- Deuda Neta -6.384 M€

- Provisiones & Otros -2.850 M€

Valor Fondos Propio 28.673 M€

Nº acciones 1.059

Valor Acción 27,1 €

Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 27,1€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'20e implícito

13,9

EV/EBITDA'20e implícito

8,7

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
3,7%	32,7	34,7	36,9	39,4	42,3	45,6	49,3	53,8	59,1
4,0%	29,5	31,2	33,0	35,1	37,4	40,0	43,0	46,5	50,5
4,3%	26,8	28,2	29,7	31,5	33,4	35,5	37,9	40,7	43,8
4,6%	24,4	25,6	26,9	28,4	30,0	31,8	33,7	36,0	38,5
4,9%	22,3	23,4	24,5	25,7	27,1	28,6	30,2	32,1	34,1
5,2%	20,5	21,4	22,4	23,4	24,6	25,9	27,3	28,8	30,5
5,5%	18,8	19,6	20,5	21,4	22,4	23,5	24,7	26,0	27,5
5,8%	17,4	18,1	18,8	19,6	20,5	21,4	22,5	23,6	24,8
6,1%	16,0	16,7	17,3	18,0	18,8	19,6	20,5	21,5	22,6

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Elena Fernández-Trapiella - Consumo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabero - Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable