

Sector: *Utilities.*

Rentabilidad por dividendo atractiva.
Limitado potencial de revalorización.

Datos Básicos

Capitalización (M €): 23.287 M€
Último: 22,00 €/acc.
Nº Acciones (M.): 1.059 M acc.
Max / Min (52 sem): 14,69/22,885
Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

Accionariado



Principales cifras y ratios 2015 2016 2017e

Ingresos	20.299	18.979	19.169
EBITDA	3.039	3.432	3.373
BNA	1.086	1.412	1.352
BPA	1,03	1,33	1,28
DPA	1,03	1,33	1,32
Rentabilidad dividendo	4,7%	6,0%	6,0%
EV/EBITDA	9,1	8,2	8,3
Deuda Neta/EBITDA	1,4 x	1,4 x	1,4 x

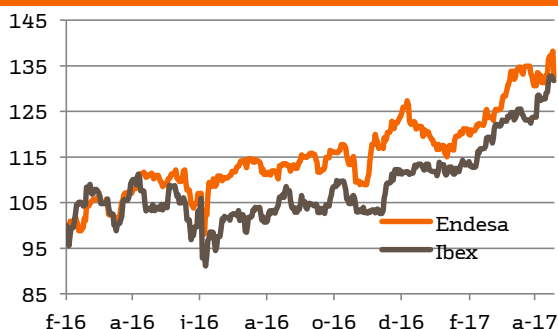
Desglose EBITDA (%) 2015 2016 2017e

Distribución	56%	53%	54%
Generación y Comercializac.	32%	29%	31%
Gx extrapeninsular	9%	12%	9%
EGPE (renovables)	3%	6%	6%

Primer Trimestre 1T 16 1T 17 Var. a/a

Ingresos	4.878	5.223	7%
Margen Contribución	1.310	1.236	-6%
Distribución	602	602	0%
Gx extrapeninsular	145	172	19%
Generación y Comercial.	563	462	-18%
EBITDA	801	702	-12%
Gastos Financieros	-51	-28	-45%
BNA	342	256	-25%
Cash Flow Operaciones	665	536	-19%
Deuda Neta	4.482	5.495	23%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Endesa

Precio Objetivo: 22,2 €
Recomendación: Neutral

Mal comienzo del año para Endesa. La gestión del negocio liberalizado no ha dado buenos frutos. El margen unitario cae un 25%, provocando una reducción del 12% en EBITDA y del 25% en BNA, a pesar de la estabilidad proporcionada en el negocio regulado. Tras estos pobres resultados, los objetivos del año se convierten en bastante exigentes. La rentabilidad por dividendo sigue siendo atractiva (6,0%) y no la vemos en peligro. Sin embargo, el potencial de revalorización lo vemos más limitado desde estos niveles. Después de una buena evolución en bolsa en los últimos meses, cambiamos la recomendación a Neutral desde Comprar.

Pobres resultados en 1T'17 por el negocio liberalizado

Tendencias: (i) Margen de contribución -6% por débil gestión del negocio liberalizado (generación y comercialización). El margen unitario (ex-EGPE) cae un 25% (hasta 17,5€/MWh). El coste variable se disparó fuertemente (+24%). El alto precio del pool (+81% en 1T'17) encareció las compras de energía a terceros (30% de las ventas se cubren con producción de terceros). Además, la producción propia se vió afectada por mayor coste del combustible y mayores impuestos de generación. Endesa no pudo trasladar a clientes este mayor coste, ya que gran parte de los contratos de venta de electricidad estaban cerrados con anterioridad a precios menores (ingreso unitario +5,0%). El margen de contribución del negocio regulado (distribución) se mantuvo estable y el de generación extra-peninsular subió por pagos por capacidad no recurrentes; (ii) Mayores provisiones por reducción de personal llevan a un 9% de subida en costes de personal, acelerando la caída en EBITDA (-12%); (iii) Menores gastos financieros por menor coste de la deuda (2,4% en 1T'17) con una deuda media superior; (iv) Generación de caja: 536M€ (-19% vs 1T'16).

Tras un pobre 1T'17, los objetivos del año son muy ambiciosos

Objetivos 2017 : (i) 3.400M€ EBITDA ; (ii) 1.400M€ BNA y (iii) DPA de 1,37 con mínimo de 1,32€/acción. Tras el débil comienzo del año, Endesa ha reconocido que estos objetivos son muy ambiciosos, aunque no del todo imposibles. El 2T'17 también será complicado ya que el 2T'16 fue excepcionalmente bueno. Endesa confía en que la normalización del precio del pool en próximos trimestres y las medidas en marcha de mejora en eficiencia operativa permitan conseguir los objetivos, que reconocen exigentes. Por otro lado, Endesa reiteró el compromiso del DPA mínimo de 1,32€/acción.

Opinión: Atractiva rentabilidad por dividendo. Limitado potencial de revalorización desde estos niveles.

Endesa ha comenzado el año con unos resultados 1T'17 muy pobres que ponen difícil conseguir los objetivos del año. La rentabilidad por dividendo sigue siendo atractiva (6,0%) y la acción se ha visto también soportada por los rumores de posible actividad corporativa (posible venta de ENEL -dueña del 70% del capital social- a un grupo de fondos de inversión). Además, el gran interés y los altos múltiplos (~15,0x EBITDA) pagados en las recientes transacciones en los negocios regulados en el sector "utilities" (Redexis, Naturgas) han dado lugar a una ronda de revisiones al alza en el valor del grupo. La rentabilidad por dividendo sigue siendo atractiva y no la vemos amenazada. Sin embargo, el potencial de revalorización desde estos niveles lo vemos más limitado. Cambiamos la recomendación a Neutral desde Comprar.

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

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

Ramón Forcada Esther G. de la Torre Belén San José Ana de Castro Susana André (Mktng & Support) <http://www.bankinter.com/>

Jesús Amador Ramón Carrasco Rafael Alonso Eva del Barrio Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Madrid

<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.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Ingresos netos	20.299	18.979	19.169	19.456	19.748	20.044	20.245	1%
EBITDA	3.039	3.432	3.373	3.467	3.664	3.711	3.748	2%
BAI	1.391	1.710	1.733	1.830	2.065	2.134	2.176	5%
Resultado Neto del Grupo	1.086	1.412	1.352	1.427	1.611	1.643	1.653	3%

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Activo No Corriente	24.266	25.529	25.230	25.011	24.807	24.777	24.713	-1%
Activo Corriente	4.280	4.654	4.747	4.842	4.939	5.038	5.138	2%
Caja e IFT	699	781	781	781	781	781	781	0%
Total Activo/Pasivo	29.245	30.964	30.758	30.634	30.527	30.595	30.633	0%
PN	9.039	9.088	9.088	9.088	9.088	9.088	9.088	0%
Pasivo no corriente	14.335	14.355	14.021	13.767	13.527	13.460	13.360	-1%
Pasivo corriente	5.871	7.521	7.649	7.779	7.911	8.047	8.185	2%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
EBITDA	3.373	3.467	3.664	3.711	3.748	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-474	-502	-555	-570	-580	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Impuestos)	2.900	2.965	3.109	3.141	3.168	
- Inversiones en activos fijos	-1.180	-1.240	-1.240	-1.400	-1.365	
- Inversiones en circulante	34	35	36	37	-37	
- TREI & Otros Ajustes	-580	-550	-500	-310	-310	
= Cash Flow Operativo	1.174	1.210	1.405	1.467	1.456	31.632

WACC	5,9%
g	1,0%
<i>Enterprise Value</i>	28.022 M€
+ Filiales y Activ Fina	922 M€
- Deuda Neta	-4.949 M€
- Minorit. & Otros	-889 M€
<i>Equity Value</i>	2.566 M€
Nº acciones	1.059
Estimación DCF	21,8 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 22,2€ en función de dos métodos de valoración: descuento del dividendo y descuento de flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento 2021-2030
Dividendo por acción	1,32	1,35	1,52	1,55	1,58	0,2%
% a/a		2,1%	12,9%	2,0%	2,0%	
Ke		6,8%				
Estimación DDM	23,4					

Precio Objetivo

Valoración DCF	21,8	75%
Valoración DDM	23,4	25%
Precio objetivo	22,2 €/acción	PER'17 implícito 17,4 x

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

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

Ramón Forcada Esther G. de la Torre Belén San José Ana de Castro Susana André (Mktng & Support) <http://www.bankinter.com/>

Jesús Amador Ramón Carrasco Rafael Alonso Eva del Barrio Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Madrid

<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.