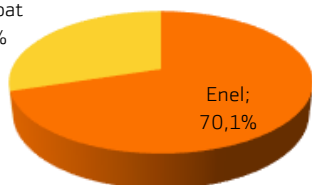


Datos Básicos

Capitalización (M €): 22.064 M€
 Último: 20,84 €/acc.
 N° Acciones (M.): 1.059 M acc.
 Max / Min (52 sem): 25,15/20,19 €
 Rentabilidad YTD -5,77%
 Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

Accionariado

Free-float
29,9%



Los resultados del 1S 2021 son débiles (BNA ajustado -3%). Un menor margen unitario integrado y el recorte en ingresos regulados impactan negativamente en los resultados. La mayor capacidad en renovables junto con ingresos extraordinarios (regularizaciones de CO2 y recuperación del canon hidráulico) permiten mitigar el impacto en BNA. Tras estos resultados, el equipo gestor mantiene las guías del año. Operativamente el año evoluciona por debajo de las estimaciones iniciales debido a la caída en el margen de comercialización, pero se compensa con ingresos extraordinarios. El atractivo de la acción se reduce en un contexto de caída en BNA y DPA para 2021 y rotación sectorial hacia valores más ligados al ciclo ante la mejora en la actividad económica. Además, la incertidumbre regulatoria también afecta negativamente a la acción. El Gobierno considera eliminar los llamados "beneficios caídos del cielo" para las nucleares, hidráulicas y eólicas anteriores a 2005, lo que reduciría los resultados futuros del grupo. Por el lado positivo valoramos los avances en descarbonización, su sólida posición financiera (Deuda Neta /EBITDA 2,1x) y la atractiva rentabilidad por dividendo (por encima de 5,8% para el periodo 2021-23 a los precios actuales. Mantenemos la recomendación de Neutral con Precio Objetivo de 23,60 €/acción para diciembre 2022.

Ppales cifras y ratios

	2020	2021e	2022e
EBITDA	3.783	3.968	4.033
Deuda Neta	6.899	7.793	9.122
BNA	1.394	1.746	1.767
BPA	1,32	1,65	1,67
DPA	2,01	1,30	1,20
Pay Out	153%	79%	72%
Rentabilidad por divid.	9,7%	6,2%	5,8%
PER	15,8	12,6	12,5
EV/EBITDA ordinario	7,2 x	7,5 x	7,7 x

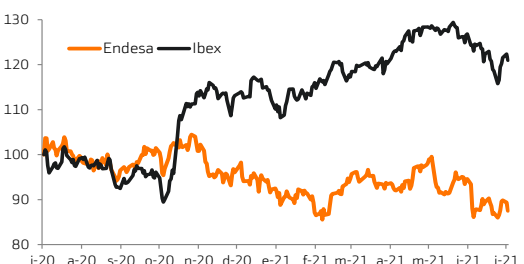
Desglose EBITDA (%)

	2020
Regulado (Distribución y Gx Extrapenins.)	56%
Liberalizado (Generación y Comercialización)	44%

Primer Semestre

	1S 20	1S 21	Var.
EBITDA ajustado	1.959	1.879	-4,1%
Negocio Regulado	1.056	1.113	5,4%
Gener. y Comercialización	903	766	-15,2%
EBITDA Total	2.315	1.879	-18,8%
BNA ajustado	861	832	-3,4%
BNA total	1.128	832	-26,2%
FFO	1.769	1.557	-12,0%
Invers. Capital circulante	774	1.065	37,6%
Cash Flow Operativo	995	492	-50,6%
Inversiones Activo Fijo	842	860	2,1%
Deuda Neta	7.092	8.184	15,4%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Debilidad en los resultados del 1S 2021

Débiles resultados en el primer semestre del año (EBITDA ajustado -4% y BNA ajustado -3%). **Un menor margen integrado (-25%) y el recorte en ingresos regulados en distribución impactan negativamente en los resultados.** Endesa tiene una posición estructural corta en el mercado: vende más energía de la que produce y acude al mercado a comprar energía (36% de las ventas totales). La subida (+102%) en el precio medio del pool en el periodo le perjudica ya que se traduce en mayores costes de aprovisionamiento y un menor margen integrado. Los factores positivos que han permitido compensar estos impactos negativos en resultados han sido **una mayor capacidad en renovables (+4%) y unos ingresos extraordinarios por regularizaciones de CO2 y la recuperación del canon hidráulico.**

Avances en descarbonización

Las inversiones en renovables y el cierre de las plantas de carbón permiten nuevos avances en descarbonización. Térmica representa ahora un 36% de la capacidad del grupo y renovables 45%. El restante 19% corresponde a nuclear. De la producción total del grupo en el 12 un 88% es libre de emisiones de CO2 (vs 85% en 2020 y 73% en 2019).

Reitera guías 2021, aunque con una peor evolución a nivel operativo.

Endesa mantiene las guías 2021: EBITDA 4.000M€ (-0,4%) y BNA 1.700M€ (-19%). Desde el punto de vista operativo, los resultados evolucionan peor de lo estimado, debido a la fuerte caída en el margen de comercialización. Sin embargo las guías se mantienen gracias a los ingresos no recurrentes de las **regularizaciones de CO2 y la recuperación del canon hidráulico.** Hay que tener en cuenta que el año 2020 fue excepcionalmente bueno para Endesa con un margen integrado cerca de máximos históricos. El DPA estimado para 2021 se sitúa en 1,30€/acción (-35%) debido a un menor BNA y la reducción del pay-out.

Incertidumbres regulatorias: Posible eliminación de los "beneficios caídos del cielo."

El Gobierno considera reducir la sobre-retribución que reciben las nucleares, hidráulicas y eólicas anteriores a 2005 derivadas de la subida del precio del *pool* eléctrico por la escalada del precio de emisión del CO2. Excluir este coste supondría una pérdida de entre 800 y 1.000M€ a las eléctricas. El impacto para Endesa podría rondar los 400M€ con el precio del CO2 en 50€/tonelada (17% del beneficio antes de impuestos del grupo). La CNMC propone mejorar la propuesta del Gobierno y el decreto-ley ha de conseguir la aprobación parlamentaria. No está claro cual será el escenario final, pero la incertidumbre regulatoria aparece de nuevo en el sector.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 23,60€/acción

El menor margen integrado y el recorte en ingresos regulados en distribución resultan en una caída en los resultados del grupo. El equipo gestor mantiene las guías para el conjunto del año, aunque con la ayuda de ingresos extraordinarios. El atractivo de la acción se reduce en un contexto de caída en BNA y DPA para 2021, incertidumbres regulatorias y rotación sectorial hacia valores más ligados al ciclo. Los aspectos positivos son los avances en descarbonización, una sólida posición financiera (Deuda Neta/EBITDA 2,1x) y una atractiva rentabilidad por dividendo (6,2% en 2021 y 5,8% en 2022). Mantenemos recomendación de Neutral con Precio Objetivo de 23,60€/acción para diciembre 2022.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Ingresos netos	17.579	17.509	17.439	17.369	17.299	17.645	17.998	0,4%
EBITDA	3.783	3.968	4.033	4.243	4.326	4.402	4.477	2,8%
BNA	1.394	1.746	1.767	1.856	1.914	1.959	2.019	6,4%

Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo No Corriente	26.069	26.564	28.039	29.316	29.644	29.922	30.201	2,5%
Activo Corriente	4.654	4.957	5.233	5.495	5.769	6.058	6.361	5,3%
Caja e IFT	1.580	1.580	1.580	1.580	1.604	1.628	1.652	0,7%
Total Activo/Pasivo	32.303	33.101	34.852	36.391	37.017	37.608	38.214	2,8%
Patrimonio Neto	7.467	7.676	8.060	8.457	8.971	9.530	10.074	5,1%
Pasivo no corriente	16.698	17.176	18.385	19.382	19.276	19.084	18.914	2,1%
Pasivo corriente	8.138	8.248	8.408	8.552	8.770	8.994	9.225	2,1%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
EBITDA	3.968	4.033	4.243	4.326	4.402	4.477	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-593	-611	-648	-664	-680	-699	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.375	3.422	3.595	3.662	3.721	3.778	
- Inversiones en activos fijos	-2.000	-3.000	-2.820	-1.720	-1.680	-1.680	
- Inversiones en circulante	-192	-117	-118	-80	-88	-96	
- Gastos capital., prov. pagadas & otros ajustes	-240	-240	-240	-250	-250	-250	
= Cash Flow Operativo	942	65	417	1.612	1.703	1.751	41.598

WACC 4,9%
g 0,7%

Valor Grupo 35.764 M€
- Deuda Neta -7.793 M€
- Provisiones & Otros -2.950 M€
Valor Fondos Propios 25.021 M€
Nº acciones 1.059
Valor Acción 23,6 €

Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 23,60€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'22e implícito
14,2

EV/EBITDA'22e implícito
8,9

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACCig	-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%
3,7%	28,9	30,9	33,1	35,6	38,4	41,6	45,2	49,5	54,5
4,0%	25,8	27,5	29,3	31,4	33,7	36,3	39,2	42,6	46,5
4,3%	23,2	24,6	26,1	27,9	29,8	31,9	34,3	37,0	40,1
4,6%	20,8	22,0	23,4	24,9	26,5	28,3	30,3	32,5	35,0
4,9%	18,8	19,8	21,0	22,3	23,6	25,2	26,8	28,7	30,8
5,2%	16,9	17,9	18,9	20,0	21,2	22,5	23,9	25,5	27,2
5,5%	15,3	16,1	17,0	18,0	19,0	20,2	21,4	22,7	24,2
5,8%	13,9	14,6	15,4	16,2	17,1	18,1	19,2	20,3	21,6
6,1%	12,6	13,2	13,9	14,6	15,4	16,3	17,2	18,2	19,3

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

Jorge Pradilla - Logística

Rafael Alonso - Bancos

Eduardo Cabero- 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