

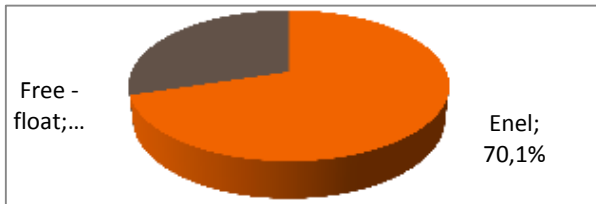
Sector: *Utilities.*

El negocio regulado crea incertidumbre sobre la capacidad de generar cash flow

Datos Básicos

Capitalización (M €): 18.666 M€
 Último: 17,63 €/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

	2016	2017	2018e
Ingresos	18.979	20.057	20.358
EBITDA	3.432	3.542	3.390
BNA	1.412	1.463	1.385
BPA	1,33	1,38	1,31
DPA	1,33	1,38	1,33
Pay Out	100%	100%	102%
Rentabilidad dividendo	7,5%	7,8%	7,5%
PER	13,2	12,8	13,5
Deuda Neta/EBITDA	1,4 x	1,4 x	1,6 x

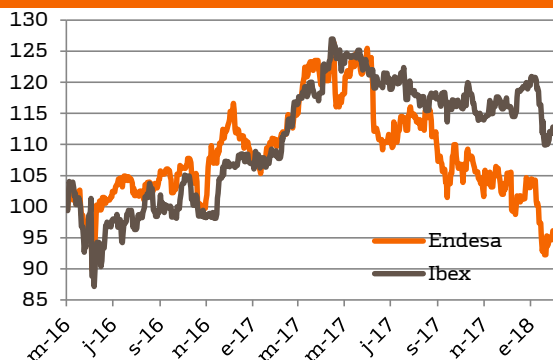
Desglose EBITDA (%)

	2016	2017	2018e
Distribución	52%	58%	59%
Gx Extrapeninsular	11%	13%	11%
Generación y Comercializac.	37%	29%	30%

Detalles Rdos fin de año

	2016	2017	Var. a/a
EBITDA Recurrente	3.393	3.239	-5%
Margen Contrib. Distribución	2.399	2.590	8%
Margen Contrib. Extrapeninsular	638	694	9%
Margen Generación y comerciali.	2.615	2.204	-16%
Margen integrado elect. (€/MWh)	21,8	20,2	-7%
Opex Ajustado	1.968	1.882	-4%
Coste Deuda	2,5%	2,1%	-16%
Deuda Neta	4.938	4.985	1%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Endesa

Precio Objetivo: 19,9 €

Recomendación: Neutral

Resultados 4T'17 mejor de lo esperado por ganancias en eficiencia y la contribución de factores no recurrentes positivos. Esto ha permitido a Endesa superar ligeramente los objetivos de EBITDA y BNA del año y aumentar un 4% el DPA. Tras estos resultados el equipo gestor ha reiterado las guías 2018 y los objetivos 2020 del Plan Estratégico publicados el pasado 22 de noviembre. Las tasas de crecimiento 2017-20 del Plan son moderadas (TAMI 2017-2020 BNA +3,0%). El Gobierno ha declarado su intención de recortar los costes regulados para abaratar las tarifas a los usuarios. 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.

Resultados 2017: Superando los objetivos del año

Principales cifras: Ingresos 20,057M€ (+6%); EBITDA 3,542M€ (+3%); BNA 1.463M€ (+4%); Deuda Neta 4.985M€ (+1%). El grupo supera las guías proporcionadas por el equipo gestor en la actualización del Plan Estratégico el pasado 22 de nov. gracias a esfuerzos en eficiencia y aportación de factores positivos no recurrentes: EBITDA 3.542M€ vs 3.400M€ de objetivo y BNA 1.463M€ vs 1.400M€. El año 2017 ha sido complicado por el negocio liberalizado de generación y comercialización. El margen de contribución del negocio liberalizado (45% del total) cae un 16% por el estrechamiento del margen unitario. Endesa no ha podido trasladar a clientes el mayor coste variable (+10%). El coste de su propia producción se incrementó por un mix más caro (más térmica y menos hidráulica) y el coste de compras a terceros (25% del total) se encareció por la subida del precio del pool (+30%). Este mayor coste no se pudo transferir a clientes ya que gran parte de los contratos de venta estaban cerrados con anterioridad a precios menores (ingreso unitario +2,5%). Factores positivos que compensan este escenario y permiten la subida en BNA (+4%): (i) Estabilidad en negocios regulados de distribución y generación extrapeninsular; (ii) Contribución de factores positivos (liquidaciones de años anteriores, bono social...); (iii) Eficiencia operativa (opex -4%) y (iv) Menor coste de deuda (2,0% vs 2,5%). DPA 1,382 €/acción (+4%, 100% pay-out).

Las guías 2018 y los objetivos 2020 del Plan Estratégico se mantienen

El equipo gestor ha reiterado las guías 2018: EBITDA 3.400M€ y BNA de 1.400M€ con DPA mínimo de 1,33€/acción. Aunque estas guías suponen una caída vs las cifras reportadas en 2017, implican una mejora de alrededor del 5% si eliminamos los impactos no recurrentes positivos del 2017. El negocio liberalizado debería mejorar tras el mal comportamiento del 2017 y el negocio regulado seguirá proporcionando estabilidad. Endesa también ha reiterado los objetivos del Plan Estratégico 2020: TAMI 2017-10: +2,0% en EBITDA y +3% en BNA. Endesa confía en que la mayor contribución del negocio de renovables y las mejoras en eficiencia permitan compensar unos menores ingresos regulados en 2020, tras los previsibles recortes en los nuevos periodos regulatorios.

Mantenemos recomendación de Neutral. P. Objetivo 19,90€.

Los resultados del 4T'17 han sido mejores de lo esperado por impactos no recurrentes y mejoras en eficiencia. Las guías 2018 y los objetivos 2020 se han reiterado tras la publicación del 4T'17. Las tasas de crecimiento 2017-20 son moderadas por la asunción de recortes en los ingresos regulados. El Gobierno ha declarado su intención de recortar los costes regulados para abaratar las tarifas a los usuarios. La falta de visibilidad sobre el esquema retributivo final, 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 (Asesoramiento)

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	20.358	20.663	20.581	20.498	20.416	0%
EBITDA	3.432	3.542	3.390	3.480	3.610	3.590	3.540	0%
BNA	1.412	1.463	1.385	1.421	1.507	1.465	1.403	-1%

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '17-'22
Activo No Corriente	25.525	25.507	25.807	26.502	26.502	26.582	26.652	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	31.481	32.343	32.513	32.708	32.894	1%
PN	9.088	9.233	9.209	9.209	9.209	9.209	9.209	0%
Pasivo no corriente	14.355	14.269	14.828	15.782	15.943	16.039	16.127	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	3.390	3.480	3.610	3.590	3.540	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-475	-496	-530	-523	-508	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Impuestos)	2.915	2.984	3.080	3.068	3.033	
- 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	890	535	1.328	1.471	1.435	32.091

WACC	6,0%
g	1,5%
Enterprise Value	26.947 M€
- Deuda Neta	-4.985 M€
- Minor., Pensio. & Otros	-889 M€
Equity Value	2.566 M€
Nº acciones	1.059
Estimación DCF	19,9

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,9€ 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%
4,8%	23,7	25,0	26,3	27,9	29,6	31,6	33,8	36,3	39,2
5,1%	21,6	22,7	23,8	25,1	26,6	28,2	30,0	32,0	34,3
5,4%	19,8	20,7	21,7	22,8	24,0	25,3	26,8	28,5	30,4
5,7%	18,2	19,0	19,8	20,8	21,8	22,9	24,2	25,6	27,1
6,0%	16,7	17,4	18,2	19,0	19,9	20,9	21,9	23,1	24,4
6,3%	15,5	16,1	16,7	17,4	18,2	19,1	20,0	21,0	22,1
6,6%	14,3	14,9	15,4	16,1	16,7	17,5	18,3	19,1	20,0
6,9%	13,3	13,8	14,3	14,8	15,4	16,1	16,8	17,5	18,3
7,2%	12,4	12,8	13,2	13,7	14,3	14,8	15,4	16,1	16,8

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

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

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

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

Jesús Amador Ramón Carrasco Rafael Alonso Eva del Barrio Joao Pisco Pilar Aranda (Asesoramiento)

Avda de Bruselas, 14

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.