

Sector: *Utilities*.

Resultados débiles por un menor margen integrado. Mantiene guías por ingresos no recurrentes

Endesa

Precio Objetivo: 22,4 €

Recomendación: Neutral

Potencial: 12,4%

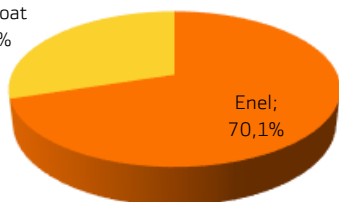
Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €):	21.069 M€
Último:	19,90 €/acc.
Nº Acciones (M.):	1.059 M acc.
Max / Min (52 sem):	25,15/20,19 €
Rentabilidad YTD:	-12,4%
Cód. Reuters / Bloomberg:	ELE MC / ELE SM

Accionariado

Free-float
29,9%



Los resultados recurrentes son débiles debido a menor margen unitario integrado (-17%) y el recorte en ingresos regulados en distribución. La mayor capacidad en renovables junto con ingresos extraordinarios (regularizaciones de CO2, recuperación del canon hidráulico y derivados de *commodities*) permiten mitigar el impacto en BNA ajustado (-14%). 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 integrado, 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. Por el lado positivo valoramos los avances en descarbonización, su sólida posición financiera y la atractiva rentabilidad por dividendo (por encima de 6,0% para el periodo 2021-23 a los precios actuales). Mantenemos la recomendación de Neutral con Precio Objetivo de 22,40 €/acción para diciembre 2022.

Resultados recurrentes débiles por el menor margen integrado Las ganancias extraordinarias por derivados de *commodities* permiten batir estimaciones.

Principales cifras comparadas con el consenso: EBITDA 3.125M€ (-0,4%) vs 2.850M€ est.; BNA 1.459M€ (-3,4%) vs 1.230M€ est. Los resultados son mejores de lo esperado debido a ganancias extraordinarias procedentes de derivados de *commodities* en 3T 2021. Excluyendo este impacto, hubiesen estado en línea con las estimaciones del consenso.

Los resultados recurrentes muestran debilidad debido a la caída en el margen unitario integrado (-17%) y, en menor medida, el recorte en ingresos regulados. 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 (+146%) en el precio medio del pool en el periodo le perjudica ya que se traduce en mayores costes de aprovisionamiento y no siempre puede pasar este impacto a los clientes, lo que se traduce en un menor margen unitario integrado. Los factores positivos que han permitido compensar estos impactos negativos en resultados han sido una mayor capacidad en renovables y los ingresos extraordinarios por regularizaciones de CO2 y la recuperación del canon hidráulico (incluido en los resultados del 1S) y los derivados de *commodities* (en el 3T).

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 unitario. Sin embargo las guías se mantienen gracias a los ingresos no recurrentes de las regularizaciones de CO2, la recuperación del canon hidráulico y los derivados de *commodities*. 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.

Avances en descarbonización

Las inversiones en renovables permiten nuevos avances en descarbonización. Renovables representa 45% de la capacidad del grupo y nucleares 19%. El restante 36% corresponde a térmica. De la producción total del grupo un 85% es libre de emisiones de CO2 (vs 73% en 2019).

A la espera de la actualización del Plan Estratégico. ¿Revisión a la baja de objetivos?

El próximo 25 de noviembre tendrá lugar la actualización de su Plan Estratégico. El mercado estará atento a una posible revisión a la baja de los objetivos 2023: EBITDA de 4.300M€, BNA de 1.900M€ y DPA de 1,30€/acción.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 22,40€/acción

El menor margen unitario integrado y el recorte en ingresos regulados en distribución resultan en una caída en los resultados recurrentes 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 y rotación sectorial hacia valores más ligados al ciclo. Los aspectos positivos son los avances en descarbonización (85% de la producción libre de emisiones), una sólida posición financiera (Deuda Neta/EBITDA 2,7x) y una atractiva rentabilidad por dividendo (6,5% en 2021 y 6,0% en 2022). Reducimos el Precio Objetivo hasta 22,40 €/acción desde 23,60€/acción tras el ajuste en estimaciones. Mantenemos la recomendación de Neutral.

Ppales cifras y ratios	2020	2021e	2022e
EBITDA	3.783	3.968	4.033
Deuda Neta	6.899	10.850	10.387
BNA	1.394	1.728	1.745
BPA	1,32	1,63	1,65
DPA	2,01	1,30	1,20
Pay Out	153%	80%	73%
Rentabilidad por divid.	10,1%	6,5%	6,0%
PER	15,1	12,2	12,1
EV/EBITDA ordinario	6,9 x	8,0 x	7,8 x

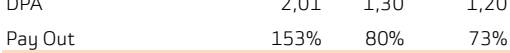
Desglose EBITDA (%)

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

Nueve meses

	9M 20	9M 21	Var.
EBITDA ajustado	2.993	3.125	-4,1%
Negocio Regulado	2.172	2.248	3,5%
Gener. y Comercialización	2.225	2.050	-7,9%
EBITDA Total	3.136	3.125	-0,4%
BNA ajustado	1.700	1.459	-14,2%
BNA total	1.511	1.459	-3,4%
FFO	2.585	2.594	0,3%
Cash Flow Operativo	1.969	862	-56,2%
Inversiones Activo Fijo	1.301	1.581	21,5%
Deuda Neta	7.408	10.000	35,0%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

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	1.728	1.745	1.845	1.905	1.948	2.008	6,3%

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	7.698	6.159	6.023	6.324	6.640	6.972	7,0%
Caja e IFT	1.580	1.580	1.580	1.580	1.604	1.628	1.652	0,7%
Total Activo/Pasivo	32.303	35.842	35.778	36.919	37.572	38.190	38.825	3,1%
Patrimonio Neto	7.467	7.558	7.920	8.307	8.812	9.360	9.894	4,8%
Pasivo no corriente	16.698	20.133	19.550	20.162	20.095	19.944	19.817	2,9%
Pasivo corriente	8.138	8.151	8.308	8.450	8.665	8.886	9.114	1,9%

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	-3.031	1.697	278	-110	-119	-129	
- Gastos capital., prov.pagadas & otros ajustes	-240	-240	-240	-250	-250	-250	
= Cash Flow Operativo	-1.897	1.879	812	1.582	1.672	1.719	41.224

WACC
g 5,0%
0,8%

Valor Grupo 37.473 M€
 - Deuda Neta -10.850 M€
 - Provisiones & Otros -2.950 M€
 Valor Fondos Propios 23.673 M€
 Nº acciones 1.059
Valor Acción 22,4 €

Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 22,40€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'22e implícito
13,6EV/EBITDA'22e implícito
9,3

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	-0,1%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
3,8%	27,7	29,6	31,8	34,3	37,1	40,4	44,1	48,4	53,5
4,1%	24,6	26,2	28,1	30,1	32,4	35,0	38,0	41,4	45,3
4,4%	21,9	23,3	24,9	26,6	28,5	30,7	33,1	35,8	38,9
4,7%	19,6	20,8	22,1	23,6	25,2	27,0	29,0	31,2	33,7
5,0%	17,5	18,6	19,7	21,0	22,4	23,9	25,6	27,4	29,5
5,3%	15,7	16,6	17,6	18,7	19,9	21,2	22,6	24,2	25,9
5,6%	14,1	14,9	15,8	16,7	17,8	18,9	20,1	21,4	22,9
5,9%	12,6	13,3	14,1	15,0	15,9	16,8	17,9	19,1	20,3
6,2%	11,3	12,0	12,6	13,4	14,2	15,0	16,0	17,0	18,1

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
27/07/2021	Neutral	23,6 €
06/05/2021	Neutral	24,0 €
02/03/2021	Comprar	25,0 €
25/11/2020	Comprar	26,6 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente 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, PER teórico.
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS:

- Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Eduardo Cabero – Seguros
Pedro Echeguren – Farma & Salud	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Pilar Aranda – Petróleo
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Aránzazu Cortina – Industriales	Juan Moreno – Inmobiliarias
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Luis Piñas – Alimentación & Distribución	Elena Fdez–Trapiella – Consumo & Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Filipe Aires Lopes– Química & Papel	Mariana Queirós Ferro – Telecoms
Susana André – Portugal, Assistant		

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.