

Sector: *Utilities.*

Precio Objetivo: 24,0 €

Recomendación: Neutral

Potencial: 10,0%

Analista: Aránzazu Bueno

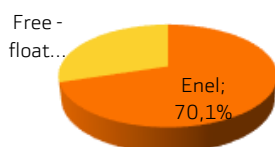
*Pierde atractivo en un contexto de menores resultados y rotación sectorial hacia valores más cíclicos*

## Endesa

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 23.060 M€  
 Último: 21,78 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 1.059 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 25,15/14,77 €  
 Rentabilidad YTD -2,60%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

### Accionariado



Los **resultados del 1T son débiles** (BNA ajustado -13%). Una menor demanda de energía, 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 por regularizaciones de CO2 permiten mitigar parcialmente el impacto en BNA. **Tras estos resultados, el equipo gestor mantiene las guías del año:** (BNA ajustado -19%). Hay que tener en cuenta que el año 2020 fue excepcionalmente bueno para Endesa con un margen integrado cerca de máximos históricos y menores gastos financieros por actualización financiera de provisiones. **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 perspectiva de mejora en la actividad económica. Cambiamos la recomendación a Neutral con Precio Objetivo de 24,00€/acción. A pesar de la caída en BNA y la rotación sectorial, valoramos positivamente los **avances en descarbonización**, su **sólida posición financiera** (Deuda Neta /EBITDA < 2,0x), **el potencial al Precio Objetivo (> 10%)** y la **atractiva rentabilidad por dividendo** (por encima de 5,5% para el periodo 2021-23 a los

Ppales cifras y ratios	2020	2021e	2022e
EBITDA	3.783	4.010	4.110
Deuda Neta	6.899	7.469	8.626
BNA	1.394	1.734	1.860
BPA	1,32	1,64	1,76
DPA	2,01	1,30	1,20
Pay Out	153%	79%	68%
Rentabilidad por divid.	9,2%	6,0%	5,5%
PER	16,5	13,3	12,4
EV/EBITDA ordinario	7,4 x	7,6 x	7,7 x

### Debilidad en los resultados del 1T

**EBITDA ajustado -9%.** La contribución del negocio liberalizado se reduce un -16% debido a menores ventas de energía (-4%) y a un menor margen integrado (-12%). 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 (+30%) en el precio medio del pool, le perjudica ya que se traduce en mayores costes de aprovisionamiento, mientras que los precios de venta a clientes están contratados con anterioridad en niveles parecidos a 2020. Por el lado positivo, una mayor capacidad en renovables y los ingresos extraordinarios por regularizaciones de CO2, mitigan los impactos negativos en resultados.

La contribución del negocio regulado de distribución de electricidad se reduce un -2% debido al recorte en ingresos regulados.

**BNA ajustado -13%.** Mayores depreciaciones aceleran la caída en EBIT hasta -45%. Sin embargo, Endesa registra unos ingresos financieros no recurrentes por la regularización del CO2, lo que permite amortiguar la caída en BNA a -13%.

### Resultados en línea aunque incluyendo factores positivos no recurrentes

Los resultados han estado en línea con el consenso (EBITDA 1.019M€ vs 1.020M€ est. y BNA 491M€ vs 470M€ est.), aunque incluyendo factores positivos no recurrentes. Estos ingresos no recurrentes están ligados a las regularizaciones por CO2.

### 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 (44% ant.) y renovables 45% (39% ant.). El restante 19% corresponde a nuclear. **De la producción total del grupo en el 1T un 91% es libre de emisiones de CO2** (vs 85% en 2020 y 73% en 2019).

### Guías 2021 reiteradas: caída en BNA tras un año 2020 excepcionalmente bueno.

Endesa mantiene las guías 2021: EBITDA ajustado 4.000M€ (-0,4%) y BNA ajustado 1.700M€ (-19%). Hay que tener en cuenta que **el año 2020 fue excepcionalmente bueno para Endesa** con un margen integrado cerca de máximos históricos y menores gastos financieros por actualización financiera de provisiones. El DPA estimado para 2021 se sitúa en 1,30€/acción (-35%) debido a un menor BNA y la reducción del *pay-out*.

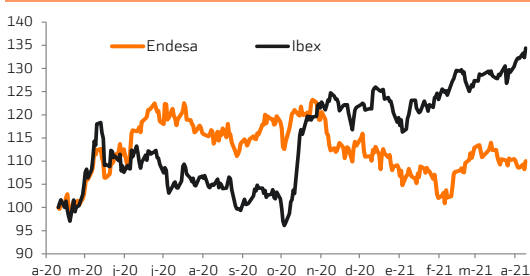
### Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 24,00€/acción

Los resultados del 1T son débiles debido a una menor demanda de energía, un menor margen integrado y el recorte en ingresos regulados. Tras estos resultados, el equipo gestor mantiene las guías para el conjunto del año. **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 perspectiva de mejora en la actividad económica. Cambiamos la recomendación a Neutral desde Comprar con Precio Objetivo de 24,00€/acción. Los aspectos positivos son los avances en **descarbonización**, una **sólida posición financiera** (Deuda Neta/EBITDA < 2,0x) y una **atractiva rentabilidad por dividendo** (6,0% en 2021 y 5,5% en 2022).

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

Primer Trimestre	1T 20	1T 21	Var.
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>1.120</b>	<b>1.019</b>	<b>-9%</b>
Negocio Regulado	570	557	-2%
Margen Electr. y gas	550	462	-16%
EBITDA Total	1.476	1.019	-31%
<b>BNA ajustado</b>	<b>564</b>	<b>491</b>	<b>-13%</b>
BNA total	844	491	-42%
FFO	1.130	937	-17%
Inv. Capital Circulante	854	354	-59%
<b>Cash Flow Operativo</b>	<b>276</b>	<b>583</b>	<b>111%</b>
Inversiones A. Fijo	526	425	-19%
Deuda Neta	7.376	7.496	2%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Ingresos netos	20.195	17.579	17.509	17.439	17.369	17.299	17.230	-0,4%
EBITDA	3.627	3.783	4.010	4.110	4.300	4.426	4.503	3,5%
<b>BNA</b>	<b>171</b>	<b>1.394</b>	<b>1.734</b>	<b>1.860</b>	<b>1.932</b>	<b>2.001</b>	<b>2.048</b>	<b>8,0%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '20-'25
Activo No Corriente	26.001	25.944	26.365	27.761	29.139	29.479	29.769	2,8%
Activo Corriente	4.428	4.654	4.957	5.233	5.495	5.769	6.058	5,4%
Caja e IFT	1.227	1.580	1.580	1.580	1.580	1.604	1.628	0,6%
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>31.656</b>	<b>32.178</b>	<b>32.901</b>	<b>34.574</b>	<b>36.214</b>	<b>36.852</b>	<b>37.455</b>	<b>3,1%</b>
Patrimonio Neto	9.181	7.467	7.631	7.987	8.350	8.951	9.598	5,2%
Pasivo no corriente	14.781	16.573	17.022	18.179	19.311	19.131	18.862	2,6%
Pasivo corriente	7.694	8.138	8.248	8.408	8.552	8.770	8.994	2,0%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
EBITDA	3.783	4.010	4.110	4.300	4.426	4.503	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-472	-591	-630	-663	-689	-706	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.312	3.419	3.480	3.638	3.737	3.797	
- Inversiones en activos fijos	-1.730	-2.000	-3.000	-2.900	-1.720	-1.680	
- Inversiones en circulante	-227	-192	-117	-118	-80	-88	
- Gastos capital., prov.pagadas & otros ajustes	-258	-250	-250	-250	-250	-250	
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>1.097</b>	<b>976</b>	<b>113</b>	<b>370</b>	<b>1.686</b>	<b>1.779</b>	<b>41.545</b>

WACC  
g 5,0%  
0,7%

Valor Grupo 35.210 M€  
- Deuda Neta -6.899 M€  
- Provisiones & Otros -2.950 M€  
Valor Fondos Propios 25.361 M€  
Nº acciones 1.059  
Valor Acción 24,0 €

## Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 24,0€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'21e implícito  
14,6EV/EBITDA'21e implícito  
8,8

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	-0,2%	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%
3,8%	29,2	31,1	33,2	35,6	38,3	41,4	45,0	49,1	53,9
4,1%	26,1	27,7	29,5	31,5	33,8	36,3	39,2	42,4	46,2
4,4%	23,5	24,9	26,4	28,1	30,0	32,1	34,4	37,0	40,0
4,7%	21,2	22,4	23,7	25,2	26,7	28,5	30,4	32,6	35,1
5,0%	19,2	20,2	21,4	22,6	24,0	25,4	27,1	28,9	30,9
5,3%	17,4	18,3	19,3	20,4	21,5	22,8	24,2	25,8	27,5
5,6%	15,8	16,6	17,5	18,4	19,4	20,5	21,7	23,1	24,5
5,9%	14,3	15,1	15,8	16,7	17,6	18,5	19,6	20,7	22,0
6,2%	13,0	13,7	14,4	15,1	15,9	16,7	17,7	18,7	19,7

### 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](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 y Turismo

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

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