

Sector: *Utilities.*

*Buenos resultados y mejoras en la nueva propuesta de la CNMC para el negocio regulado*

## Endesa

Precio Objetivo: 25,0 €

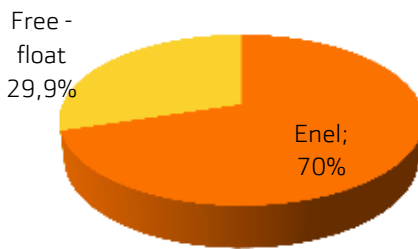
Recomendación: **Comprar**

Analista: Aránzazu Bueno

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 25.410 M€  
 Último: 24,00 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 1.059 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 24,51/18,52 €  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

### Accionariado



Buenos resultados operativos y en términos de generación de caja en 9M'19. La reciente propuesta revisada de la CNMC incorpora mejoras en los ingresos regulados de distribución de electricidad en dos aspectos: (i) Los ingresos medios 2020-25 son un +2,5% superiores que en la propuesta inicial; (ii) No se produce un recorte en ingresos en 2025 vs 2019. El 58% del EBITDA del grupo procede de este negocio regulado. El próximo 27 de Noviembre, Endesa realizará una actualización del Plan Estratégico. Los positivos resultados de 2019 y las mejoras de la nueva propuesta de la CNMC permitirán confirmar los objetivos 2021. El alto peso en el mix de generación de nucleares y térmica supone un desafío a medio plazo en un contexto de reducción gradual de estas tecnologías en el mapa energético. Sin embargo, las inversiones en renovables y las actividades reguladas permitirán mitigar este impacto. Además, la rentabilidad por dividendo se mantendrá en niveles atractivos en los próximos años (en el entorno del 5,5%). Comprar con Pr. Objetivo de 25,0€/acción.

### 9M19: Avances a nivel operativo y buena generación de caja

**EBITDA y BNA ordinario en línea con el consenso:** EBITDA 2.898€ (+4% vs 2.887M€ est); BNA ordinario 1.228M€ (+3% vs 1.206M€ est.).

**Motores del crecimiento operativo:** (i) Mejora en el margen unitario integrado de electricidad (+6%) y gas (+90%) y (ii) ahorros en eficiencia. Estos factores permiten compensar los menores volúmenes por menor demanda (-2%). El negocio regulado mantuvo un comportamiento estable (margen -2,0%) .

**Positiva generación de caja:** Cash Flow+59% gracias al avance en EBITDA y el control del circulante. Bajo apalancamiento DN/EBITDA 1,9x.

**Provisión por cierre plantas térmicas de carbón de 1.398M€** sin impacto en cashflow. Estos ajustes explican la caída en BNA total hasta 176M€.

**Objetivos 2019 reiterados:** EBITDA de 3.700M€ (+2%) con un BNA ordinario similar al de 2018 (1.500M€).

### Mejoras en la nueva propuesta de la CNMC sobre ingresos regulados

Un 57% del EBITDA deriva de las actividades reguladas de distribución de electricidad. La reciente propuesta revisada de la CNMC (Comisión Nacional de Mercados y Competencia) mejora la versión inicial en dos aspectos: (i) Los ingresos medios 2020-25 son +2,5% más altos que en la propuesta inicial; (ii) No se produce un recorte en ingresos en 2025 vs 2019. De hecho el ingreso 2025 es ahora similar al de 2019. El proceso regulatorio está todavía abierto.

### Actualización del Plan Estratégico el 27 de Noviembre

El próximo 27 de Noviembre, Endesa realizará una actualización del Plan Estratégico. Los positivos resultados de 2019 y las mejoras de la nueva propuesta de la CNMC permitirán confirmar los objetivos 2021 Endesa espera lograr un EBITDA de 4.000M€ en 2021 (+4% medio en 2019-21) y un BNA Ordinario de 1.800M€ (+9% medio 2019-21).

### Recomendación Comprar Precio Objetivo 25,00 €/acción

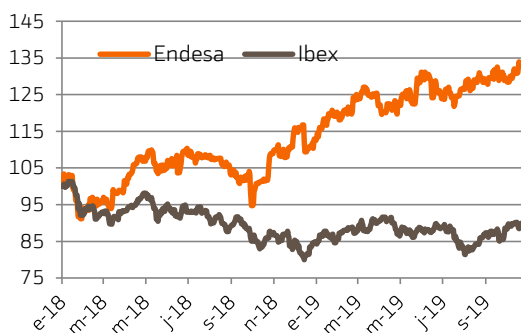
Buenos resultados operativos y en generación de caja en 9M19. La propuesta revisada de la CNMC sobre ingresos regulados trae mejoras para la actividad regulada del grupo. El alto peso en el mix de generación de nucleares y térmica (63%) supone un desafío a medio plazo en un contexto de reducción gradual de estas tecnologías en el mapa energético español. Sin embargo, las inversiones en renovables y las actividades reguladas permitirán mitigar en parte este impacto. Además, la rentabilidad por dividendo se mantendrá en niveles atractivos en los próximos años. Mejoramos recomendación a Comprar desde Neutral con Precio Objetivo 25,00€

Ppales cifras y ratios	2018	2019e	2020e
Ingresos	20.195	20.498	20.416
EBITDA	3.627	3.715	3.760
BNA	1.417	1.510	1.590
BPA	1,34	1,43	1,50
DPA	1,43	1,43	1,50
Pay Out	107%	100%	100%
Rentabilidad por dividendo	5,9%	5,9%	6,3%
PER	17,9	16,8	16,0
Deuda Neta/EBITDA	1,6 x	1,9 x	2,0 x

Desglose EBITDA (%)	2018
Regulado (Distribución y Gx Extrapeninsular)	67%
Liberalizado (Generación y Comercialización)	33%

Nueve Meses	9M 18	9M 19	Var. a/a
<b>Margen Contribución</b>	<b>4.271</b>	<b>4.390</b>	<b>3%</b>
Negocio Regulado	2.401	2.347	-2%
Margen Electricidad y gas	1.870	2.043	9%
Costes Operativos	1.480	1.492	1%
<b>EBITDA</b>	<b>2.791</b>	<b>2.898</b>	<b>4%</b>
BNA ordinario	1.193	1.228	3%
<b>Cash Flow Operativo</b>	<b>1.141</b>	<b>1.810</b>	<b>59%</b>
Deuda Neta	6.640	7.225	9%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Ingresos netos	20.195	20.498	20.416	20.334	20.253	20.172	20.091	-0,1%
EBITDA	3.627	3.715	3.760	3.990	4.034	4.086	4.111	2,1%
<b>BNA</b>	<b>1.417</b>	<b>1.510</b>	<b>1.590</b>	<b>1.785</b>	<b>1.770</b>	<b>1.800</b>	<b>1.807</b>	<b>4,1%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Activo No Corriente	26.001	26.442	26.741	27.061	27.321	27.462	27.583	1,0%
Activo Corriente	4.428	4.672	4.848	5.074	5.312	5.572	5.870	4,8%
Caja e IFT	1.227	1.227	1.227	1.227	1.227	1.227	1.227	0,0%
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>31.656</b>	<b>32.341</b>	<b>32.816</b>	<b>33.363</b>	<b>33.860</b>	<b>34.261</b>	<b>34.680</b>	<b>1,5%</b>
PN	9.181	9.156	9.165	9.551	9.954	10.383	10.819	2,8%
Pasivo no corriente	14.781	15.751	16.200	16.262	16.214	15.999	15.789	1,1%
Pasivo corriente	7.694	7.434	7.451	7.550	7.692	7.879	8.072	0,8%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
EBITDA	3.715	3.760	3.990	4.034	4.086	4.111	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-529	-555	-618	-621	-629	-630	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.186	3.205	3.373	3.413	3.457	3.481	
- Inversiones en activos fijos	-1.800	-1.600	-1.600	-1.600	-1.500	-1.500	
- Inversiones en circulante	-548	-115	-128	-95	-73	-105	
- Gastos capital., prov.pagadas & otros ajustes	-280	-280	-280	-250	-250	-250	
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>558</b>	<b>1.210</b>	<b>1.365</b>	<b>1.468</b>	<b>1.635</b>	<b>1.626</b>	<b>39.289</b>

WACC 5,2%  
g 0,9%

Valor Grupo 34.975 M€

+ Activos Financieros 974 M€

- Deuda Neta -7.104 M€

- Provisiones & Otros -2.409 M€

Valor Fondos Propios: 26.436 M€

Nº acciones 1.059

Valor Acción 25,0 €

## Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 25,0€ en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'19e implícito

17,5

EV/EBITDA'19e implícito

9,7

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%
4,0%	30,1	31,8	33,7	35,8	38,2	41,0	44,1	47,7	52,0
4,3%	27,2	28,7	30,3	32,1	34,0	36,3	38,8	41,7	45,0
4,6%	24,8	26,0	27,4	28,9	30,5	32,4	34,4	36,8	39,4
4,9%	22,6	23,7	24,9	26,1	27,5	29,1	30,8	32,7	34,9
5,2%	20,7	21,7	22,7	23,8	25,0	26,3	27,7	29,3	31,1
5,5%	19,1	19,9	20,8	21,7	22,7	23,9	25,1	26,4	27,9
5,8%	17,6	18,3	19,1	19,9	20,8	21,7	22,8	24,0	25,2
6,1%	16,2	16,9	17,5	18,3	19,0	19,9	20,8	21,8	22,9
6,4%	15,0	15,6	16,2	16,8	17,5	18,2	19,0	19,9	20,9

## INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

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.

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

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director

Rafael Alonso – Bancos

Ana de Castro – 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 – Consumo

Elena Fernández-Trapiella – Consumo

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.

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>  
<https://bankinter.com/broker/analisis>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid