

Sector: *Utilities.*

Precio Objetivo: 23,4 €

Recomendación: Comprar

Potencial: 21,0%

Analista: Aránzazu Bueno

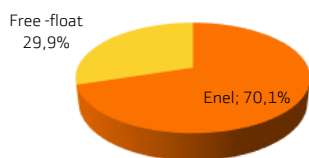
Sorpresa positiva en generación de cash flow en el primer semestre. Valoración atractiva y alta rentabilidad por dividendo.

Endesa

Datos Básicos

Capitalización (M €): 20.497 M€
 Cierre (25.07.2023): 19,36 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 1.059 M acc.
 Max / Min (52 sem): 21,51/14,07 €
 Rentabilidad YTD +9,78%
 Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

Accionariado



Ppales cifras y ratios

	2022	2023e	2024e
EBITDA	5.565	4.637	4.923
Deuda Neta	10.900	11.122	11.180
BNA ajustado	2.541	1.518	1.661
BPA	2,40	1,43	1,57
DPA	1,59	1,00	1,20
Pay Out	66%	70%	76%
Rentabilidad por divid.	8,2%	5,2%	6,2%
PER	8,1	13,5	12,3

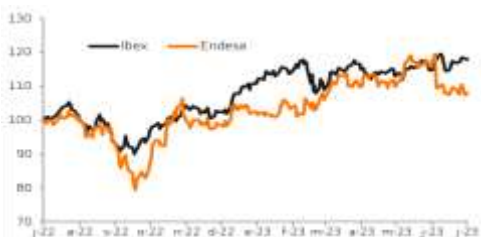
Desglose EBITDA (%)

	2022
Regulado (Distribución y Gx Extrapenins.)	31%
Liberalizado (Generación y Comercialización)	69%

Primer Semestre

	2022	2023	Var.
EBITDA	2.188	2.476	13%
Redes	874	902	3%
Gener. y Comercial.	1.146	1.574	37%
Estructura e Impuestos	-3	-207	n.s.
Ventas eléctrica (TWh)	38,5	37,7	-2%
Margen unitario electr. (€/MWh)	32,0	58,0	81%
Margen comercializ. electri (€)	1,6	12,0	650%
Ventas gas (TWh)	51,3	48,7	-5%
Margen unitario Gas (€/MWh)	0,9	0,8	-11%
BNA	916	879	-4%
BNA Recurrente	734	879	20%
Invr. Capital Circulante	1.799	245	-86%
Cash Flow Operativo	69	1.615	2241%
Deuda Neta	10.275	10.597	3%

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

Buenos resultados del primer semestre del año que cumplen con las estimaciones del consenso, sorprenden positivamente en generación de cash flow y permiten confirmar las guías del año. El EBITDA sube un +13% y el BNA ordinario un +20%. Por el lado positivo destaca: (i) Nueva capacidad y mayor factor de carga en renovables; (ii) Mejora del margen unitario de generación y comercialización en electricidad y (iv) Mayor contribución del negocio regulado de redes. Estos factores más que compensan los impactos negativos derivados de: (i) Menores volúmenes en gas (-5%) y en electricidad (-2%); (ii) Menor margen unitario en gas; (iii) Mayor coste de la deuda y (iv) Impuesto extraordinario sobre el 1,2% de los ingresos no regulados generados en España (208M€ en el periodo). Por el lado positivo también destaca la fuerte generación de cash flow en el periodo, gracias al control del capital circulante. **El equipo gestor reitera las guías de EBITDA y BNA para 2023** que ya adelantó en la Presentación del Plan Estratégico el pasado mes de noviembre. Estas guías apuntan a un EBITDA de entre 4.400M€ y 4.700M€ con un BNA ordinario de entre 1.400M€ y 1.500M€. En cuanto al objetivo de Deuda Neta, la fuerte generación de cash flow en el primer semestre permite que el grupo mejore la guía para final de año, hasta un rango de entre 10.000M€ y 11.000M€ vs entre 11.000M€ y 12.000M€ inicial. **Tras estos resultados subimos el Precio Objetivo hasta 23,40€/acc. (desde 21,10€/acc. anterior) y mantenemos la recomendación de Compra.** Los motivos que soportan nuestra visión favorable sobre la acción son: (i) **Ratios de valoración atractivos.** En base a nuestras estimaciones el PER se situaría en 13,5x para 2023 y en 12,3x para 2024.; (ii) **Alta rentabilidad por dividendo**, 6,2% de media en 2023-25; (iii) **Avances en descarbonización.** Renovables y nuclear representan más del 70% de la capacidad instalada; (iv) **Sólida estructura financiera**, con un ratio de Deuda Neta/EBITDA de 2,4x para finales de año.

Resultados operativos en línea y sorpresa positiva en generación de cash flow

EBITDA y BNA en línea con el consenso. EBITDA totaliza 2.476M€ (+13%) vs 2.506M€ est. y el BNA 879M€ (-4%) vs 897M€ est. Los resultados del año pasado incluyen unas plusvalías por la venta de Endesa X. Excluyendo este impacto, el BNA ordinario subiría un +20%

EBITDA por divisiones: En la división de generación y comercialización el EBITDA sube un +37%. La mejora en la división de redes es más moderada, de tan solo el +3%.

Sorpresa positiva en generación de caja. La generación de cash flow mejora mucho en el periodo (1.615M€ vs 69M€ en 1S 22) gracias a la buena evolución del capital circulante. Esto ha permitido controlar la evolución de la deuda neta que se sitúa en 10.597M€, con un descenso de cerca de 300M€ vs 10.872M€ de finales de 2022.

Factores positivos y negativos en los resultados

Por el lado positivo destacan los siguientes factores: (i) Nueva capacidad (+9%) y mayor factor de carga en renovables, (ii) Normalización del recurso hidráulico; (iii) Mejora del margen unitario de generación y comercialización en electricidad (hasta 58€/MWh desde 32€/MWh); (iv) Mayor contribución del negocio regulado de redes (+3% en EBITDA) y (v) Sólida generación de caja gracias al control del circulante.

Estos factores más que compensan **los impactos negativos** derivados de: (i) Menores volúmenes en gas (-5%) y electricidad (-2%); (ii) Menor margen unitario en gas (0,8€/MWh vs 0,9€/MWh ant); (i0i) Mayor coste de la deuda (3,0% vs 1,4% en 1S 22) y (iv) Impuesto sobre el 1,2% de los ingresos no regulados en España (208M€ en el periodo).

Reitera guías de EBITDA y BNA para 2023 y mejora el objetivo de Deuda Neta

Para 2023 el equipo gestor de Endesa mantiene las guías que ya adelantó en la presentación del Plan Estratégico el pasado mes de noviembre: **EBITDA ordinario entre 4.400M€ y 4.700M€ y BNA ordinario entre 1.400M€ y 1.500M€.** Se produciría una reducción en el entorno de -40% en el BNA respecto a 2022 como resultado de la normalización de los mercados energéticos, un entorno de tipos de interés más altos y a incorporar el impacto del impuesto sobre las energéticas. La normalización de los mercados energéticos llevará presumiblemente a menores ganancias por gestión de *commodities*, menor hueco térmico y menor margen unitario en gas. El impacto negativo del impuesto sobre las energéticas (1,2% sobre los ingresos no regulados) alcanzaría cerca de 400M€/año. Por el lado positivo, podríamos ver una mayor producción hidroeléctrica, nuevo incremento de la capacidad en renovables y una recuperación en el margen de comercialización. En cuanto a la Deuda Neta, la fuerte generación de cash flow permite que el grupo **mejore su objetivo para final de año, hasta un rango de entre 10.000M€ y 11.000M€** vs entre 11.000M€ y 12.000M€ inicial.

Avances en descarbonización

Las inversiones en renovables permiten nuevos avances en descarbonización (71% de la capacidad actual libre de CO2 vs 69% en 2021). Renovables representa 52% de la capacidad del grupo, nucleares 19% y térmica 29%.

Recomendación: Comprar Precio Objetivo 23,40€/acción

Subimos el Precio Objetivo hasta 23,40€/acción desde 21,10€/acc. tras incorporar la buena evolución de la generación de cash flow en el periodo y trasladar la valoración a finales de 2024 (vs diciembre 2023 previamente). **Mantenemos la recomendación de Compra.** **Motivos:** (i) **Ratios de valoración atractivos.** En base a nuestras estimaciones el PER se sitúa en 13,5x para 2023 y en 12,3x para 2024; (ii) **Atractiva rentabilidad por dividendo**, 6,2% de media en 2023-25; (iii) **Avances en descarbonización.** Renovables y nuclear representan más del 70% de la capacidad instalada; (iv) **Sólida estructura financiera**, con un ratio de Deuda Neta/EBITDA de 2,4x estimada para 2023.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI '22-'28
Ingresos netos	32.896	27.962	28.073	28.186	28.298	28.412	28.525	-2,3%
EBITDA	5.565	4.637	4.923	5.248	5.334	5.408	5.474	-0,3%
BNA	2.541	1.518	1.661	1.873	1.945	1.988	2.005	-3,9%

Resumen Balance de Situación

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI '22-'28
Activo No Corriente	30.175	30.795	31.446	32.518	32.811	33.153	33.426	1,7%
Activo Corriente	10.377	10.664	10.828	11.126	11.486	11.981	12.508	3,2%
Caja e IFT	9.548	9.048	8.648	8.648	8.648	8.648	8.648	-1,6%
Total Activo/Pasivo	50.100	50.507	50.922	52.292	52.945	53.782	54.582	1,4%
Patrimonio Neto	5.761	6.046	6.306	6.577	6.925	7.318	7.731	5,0%
Pasivo no corriente	23.517	23.739	23.797	24.652	24.706	24.758	24.665	0,8%
Pasivo corriente	20.682	20.722	20.819	21.063	21.314	21.706	22.186	1,2%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	VR
EBITDA	4.637	4.923	5.248	5.334	5.408	5.474	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-651	-708	-772	-784	-790	-788	
= NOPLAT (Benef. Operativo Después Imp.)	3.987	4.215	4.476	4.551	4.619	4.685	
- Inversiones en activos fijos	-2.100	-2.350	-2.840	-2.100	-2.200	-2.200	
- Inversiones en circulante	-253	-68	-53	-109	-104	-47	
- Gastos capital., prov. pagadas & otros ajustes	-240	-250	-250	-250	-250	-250	
= Cash Flow Operativo	1.394	1.547	1.333	2.092	2.065	2.189	44.649

WACC 6,0%

g 1,0%

Valor Grupo 39.204 M€

- Deuda Neta -11.122 M€

- Provisiones & Otros -3.270 M€

Valor Fondos Propios 24.812 M€

Nº acciones 1.059

Valor Acción 23,4 €

PER'23e implícito

16,3

EV/EBITDA'23e implícito

8,5

Método de valoración:

Establecemos un Precio Objetivo de 23,40€ 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	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
4,8%	28,2	29,8	31,6	33,5	35,7	38,1	40,7	43,8	47,2
5,1%	25,5	26,9	28,4	30,1	31,9	33,9	36,2	38,7	41,5
5,4%	23,2	24,4	25,7	27,1	28,7	30,4	32,3	34,4	36,7
5,7%	21,1	22,1	23,3	24,5	25,9	27,4	29,0	30,8	32,7
6,0%	19,2	20,1	21,1	22,2	23,4	24,7	26,1	27,6	29,3
6,3%	17,5	18,3	19,2	20,2	21,2	22,4	23,6	24,9	26,3
6,6%	16,0	16,7	17,5	18,4	19,3	20,3	21,3	22,5	23,7
6,9%	14,6	15,3	16,0	16,7	17,6	18,4	19,4	20,4	21,5
7,2%	13,3	13,9	14,6	15,3	16,0	16,8	17,6	18,5	19,5

Todos nuestros informes disponibles en:

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
27/02/2023	Comprar	21,1 €
18/01/2023	Comprar	20,2 €
15/11/2022	Comprar	20,2 €
10/05/2022	Comprar	22,6 €

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 & Turismo
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Pedro Ribeiro – Químicas	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Carlos Pellicer – Alimentación	

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.