

Sector: **Utilities.**

Comprar los activos de EGP en España o pagar más dividendos.

Endesa

Precio Objetivo: 19,6 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 20.630 M€
Último: 19,49 €/acc.
Nº Acciones (M.): 1.059 M acc.
Max / Min (52 sem): 14,66/20,72
Cód. Reuters / Bloomberg: ELE MC / ELE SM

Accionariado



Revisamos ligeramente nuestro Precio Objetivo de Endesa de 19,1€ a 19,6€/acción después de incorporar las nuevas previsiones de la actualización de su Plan Estratégico y proyectar un año más. Dicho precio implica un potencial de revalorización de +1%, motivo por el que mantenemos nuestra recomendación en Neutral. La compañía ha enfriado las expectativas que había en torno al dividendo por lo que pierde atractivo, máxime teniendo en cuenta que su valoración estaría ajustada en relación a sus comparables.

Comentario Plan Estratégico:

El 23 de noviembre realizó una actualización estratégica a raíz de la de su matriz Enel. Los objetivos financieros vuelven a mejorar ligeramente respecto a los presentados en junio'15: EBITDA 3.000M€ en 2015, 3.200M€ en 2016 (vs 3.100M€ anterior) y 3.100 en 2017; BNA 1.000M€ en 2015, 1.300M€ en 2016 (vs 1.200M€ anterior) y 1.200M€ en 2017.

Los objetivos de eficiencia se ajustan algo más con una reducción del Cash costs (Opex+Capex de mantenimiento) de -14% en 2019 vs 2014 (de 3.000M€ a 2.600M€ vs 2.700M€ anterior).

Las inversiones previstas no cambian y sumarán 4.400M€ en el período 2015-2019 (Capex neto). Por negocios, el 46% se destinará a Distribución, el 32% a Generación, el 12% a Extrapeninsulares y 10% a Comercialización.

Respecto al dividendo, mantiene su compromiso de aumentarlo un mínimo de +5% anual (será el máximo entre +5% desde el DPA del año anterior o el DPA resultante de un *payout* del 100%) en 2015 y 2016. Pero en el periodo 2017-2019 no hay un objetivo específico de crecimiento sino que irá ligado al BPA ya que sí se indica que el *payout* será del 100%.

Opinión:

La actualización del Plan Estratégico dejó un sabor agrídulce. Por el lado bueno, Endesa fue capaz de mejorar sus previsiones con unas hipótesis de mercado más conservadoras lo que da seguridad sobre su grado de cumplimiento.

Por el lado negativo, su política de dividendo queda deslucida desde 2017 en adelante (ese año se producirá una caída del DPA de -6% según nuestras estimaciones) y no aclara si habrá un pago extraordinario en 2017 o si comprará los activos de Enel Green Power en España.

En nuestra opinión, hasta que no se aclaren estos dos últimos puntos la cotización de Endesa estará algo atascada. Y esta incertidumbre puede durar un tiempo ya que el posible dividendo extraordinario no llegaría antes de 2017. Hasta entonces la compañía analizará oportunidades de inversión que ofrezcan una rentabilidad atractiva o, alternativamente, en caso contrario repartirán un dividendo extraordinario. Hay que tener en cuenta que el nivel de apalancamiento de la compañía es muy bajo y en algún momento decidirá reapalancarse como ya hizo el año pasado. Su ratio DFN/EBITDA se sitúa en 1,5x a cierre de septiembre frente a un objetivo de 2/2,5x. Suponiendo que el ratio sube un punto implicaría unos 3.000M€ disponibles para repartir o para invertir, pero en el *conference call* la cifra se limitó a 1.500M€. En este sentido, los activos de Enel Green Power en España serían una opción para crecer en renovables (su EV rondaría los 1.870M€ según nuestras estimaciones) pero también estudian otras alternativas como pequeñas distribuidoras, comercializadoras de gas (caso Galp), compañías de eficiencia energética, etc.

Teniendo en cuenta lo anterior y que Endesa puede mostrar vulnerabilidad en un escenario de incertidumbre política (por el riesgo España al estar centrada en la península y por Cataluña al concentrar en la región gran parte de la generación -28%- y distribución -40%-), mantenemos la recomendación en Neutral. Además, en relación a sus comparables, la compañía presenta unos múltiplos ajustados.

Principales cifras	2014	2015e	2016e
Ingresos	21.512	21.512	21.942
EBITDA	3.090	3.050	3.217
EBIT	1.472	1.657	1.868
BDI recurrente (ex-Latam)	943	1.055	1.285
BNA	3.337	1.055	1.285
DPA ordinario	0,76	1,00	1,21
Rentabilidad dividendo*	4,6%	5,1%	6,2%
Deuda Neta/FFPP	63%	57%	54%
Deuda Neta/EBITDA	1,8 x	1,6 x	1,5 x
ROE	11%	12%	15%

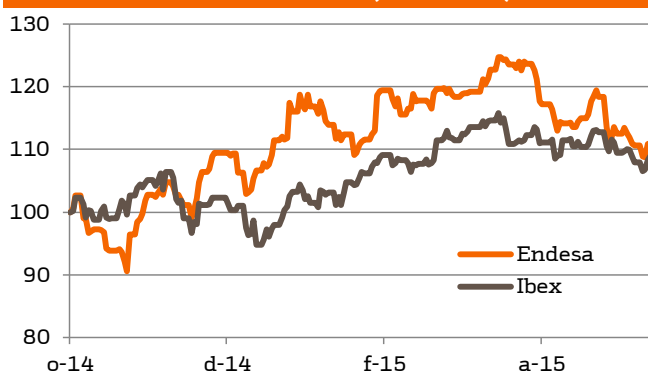
* 2014 con cotización de cierre de año. 2015 y 2016 con último cierre.

Desglose Margen de Contribución

	2014	2015e	2016e
Generación y comerc.	2.278	2.238	2.337
Distribución	2.390	2.438	2.474
Gx extrapeninsular	870	887	901
Total	5.538	5.563	5.712

PER	2013	2014	Media	2015e	2016e
Gas Natural	13,0 x	14,3 x	13,6 x	13,8 x	13,2 x
Iberdrola	11,2 x	15,4 x	13,3 x	17,6 x	16,2 x
EDP	11,3 x	11,1 x	11,2 x	13,4 x	12,5 x
EDF	13,9 x	15,6 x	14,8 x	7,2 x	7,7 x
RWE	n.a.	n.a.	n.a.	6,2 x	9,9 x
E.ON	12,2 x	n.a.	12,2 x	11,2 x	11,8 x
Enel	n.a.	12,4 x	12,4 x	13,1 x	13,3 x
Centrica	16,5 x	21,3 x	18,9 x	12,3 x	12,3 x
Fortum	10,9 x	15,6 x	13,3 x	17,0 x	18,7 x
Enersis	12,2 x	21,1 x	16,7 x	12,5 x	12,0 x
Media	12,6 x	15,8 x	14,0 x	12,4 x	12,8 x
Endesa	13,1 x	18,4 x	15,7 x	19,6 x	16,1 x

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Pilar Aranda Pilar Aranda Ramón Carrasco Esther Gutiérrez
Jesús Amador Ana de Castro Rafael Alonso Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgl/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

28108 Madrid

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI '15-'20
Ingresos netos	21.512	21.512	21.942	22.162	22.494	22.831	23.174	1%
Margen de Contribución	5.538	5.563	5.712	5.675	5.708	5.794	5.868	1%
EBITDA	3.090	3.050	3.217	3.143	3.134	3.163	3.191	1%
EBIT	1.472	1.657	1.868	1.771	1.748	1.784	1.832	2%
BAI	1.239	1.465	1.713	1.618	1.603	1.646	1.697	3%
Resultado Neto del Grupo	3.337	1.055	1.285	1.213	1.202	1.235	1.273	4%
Tasa de variación interanual		-68%	22%	-6%	-1%	3%	3%	

Resumen Balance de Situación

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI '15-'20
Activo No Corriente	24.751	24.158	23.809	23.337	22.951	22.672	22.613	-1%
Activo Corriente	4.087	3.948	4.096	4.191	4.333	4.381	4.497	3%
Caja e IFT	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	1.858	0%
Total Activo/Pasivo	30.696	29.964	29.763	29.386	29.142	28.910	28.968	-1%
PN	8.575	8.575	8.575	8.575	8.575	8.575	8.575	0%
Pasivo no corriente	9.632	9.632	9.632	9.632	9.632	9.632	9.632	0%
Deuda financiera	6.084	5.548	5.317	4.903	4.556	4.286	4.249	-5%
Pasivo corriente	6.405	6.209	6.238	6.276	6.378	6.418	6.512	1%

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	VR
+BNA	1.055	1.285	1.213	1.202	1.235	1.273	
+Amortizaciones y provisiones	893	999	1.072	1.187	1.229	1.309	
+Gastos Financieros *(1-t)	175	187	179	165	154	145	
- Inversiones en activos fijos	-800	-1.000	-900	-1.000	-1.100	-1.300	
- Inversiones en circulante	-57	-118	-58	-40	-8	-22	
= CFL Operativo	1.266	1.353	1.506	1.515	1.509	1.404	28.879

WACC	6,2%
g	1,0%
Enterprise Value	26.209 M€
- Deuda Neta	-5.336 M€
- Minoritarios	0 M€
Equity Value	20.873 M€
Nº acciones	1.059
Estimación DCF	19,7 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,6€ en función de dos métodos de valoración: descuento del dividendo y descuento de flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Crecimiento 2021-2025
Dividendo por acción	1,00	1,21	1,15	1,14	1,17	1,20	3%
% a/a		21,8%	-5,6%	-0,9%	2,7%	3,1%	Crecimiento 2025-2030 2%
Ke	7,1%						
Estimación DDM	19,5 €/acción						

Precio Objetivo

Valoración DCF	19,7	50%		
Valoración DDM	19,5	50%		
Precio objetivo	19,6 €/acción		PER'16 implícito	19,7 x

Equipo de Análisis de Bankinter: Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Pilar Aranda Pilar Aranda Ramón Carrasco Esther Gutiérrez
Jesús Amador Ana de Castro Rafael Alonso Belén San José Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

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.