

Sector: Utilities.

*Resultados débiles pero esperados. La rentabilidad por dividendo es atractiva y Tallgrass mejora expectativas.*

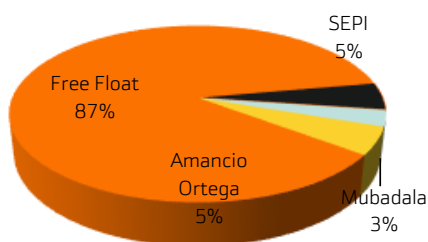
**Recomendación** Comprar  
**Precio Objetivo:** 20,0 €  
**Potencial** 9,1%  
**Analista:** Aránzazu Bueno

## Enagás

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.368 M€  
 Último: 18,31 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 262 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 26,26/15,45 €/acc.  
 Comportamiento YTD: +4,30%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

### Accionariado



**Los resultados del 1T21 (BNA -22%) son débiles pero esperados.** El recorte en ingresos regulados y menores ingresos financieros no recurrentes explican la caída en BNA. El mercado ya descontaba el recorte en ingresos para el nuevo periodo regulatorio 2021-26 y el equipo gestor mantiene las guías para el conjunto del año tras la publicación del 1T. A pesar de la caída en BNA en 2021 y el menor atractivo inversor hacia las empresas reguladas en un entorno de clara recuperación económica, mantenemos la recomendación de Compra con Precio Objetivo de 20,0€/acción (potencial +9%). Motivos: (i) **Atractiva rentabilidad por dividendo y con alta visibilidad.** La rentabilidad por dividendo se sitúa por encima del 9% en 2021-26. A pesar de la caída en BNA el compromiso de ENG es mantener el dividendo gracias a la fuerte generación de cash Flow y a la ausencia de inversiones relevantes en el periodo. A partir de 2026 y asumiendo un *pay-out* del 80%, la rentabilidad se situaría en el entorno del 6%, que continúa siendo atractiva. La visibilidad es alta ya que la mayoría del cash flow del grupo proviene de los ingresos regulados en España; (ii) **Mejora de expectativas de su filial en EE.UU Tallgrass (TGE),** gracias a la recuperación de los precios del petróleo y de los volúmenes contratados. TGE representa el 50% de las inversiones del grupo fuera del negocio regulado en España; (iii) **El desarrollo del hidrógeno verde** supone una oportunidad de crecimiento a medio/largo plazo para el grupo.

### Resultados 1T: Débiles pero esperados. BNA -22% por menores ingresos regulados y menores ingresos por diferencias de cambio.

Principales cifras comparadas con el consenso: Ingresos 265M€ (-12%) vs 265M€ est.; EBITDA 216M€ (-8,6%) vs 218M€ est.; BNA 92M€ (-22%) vs 93M€ est. Fondos Generados por las Operaciones (FFO) 187M€ (+6%).

Factores negativos: (i) **Menores ingresos regulados (-12,6%):** El nuevo marco regulatorio para la red de transporte comienza en 2021 y llega hasta 2026. El regulador recorta los ingresos ante una menor base de activos regulados (no son necesarias nuevas inversiones en la red) y una menor RCS (Retribución por Continuidad de Suministro); (ii) **Menores ingresos por diferencias de cambio.** El año pasado ENG registró 18M€ (12% del BNA) por este concepto en la compra de dólares para la adquisición de la fase II de Tallgrass.

Factores positivos: (i) **Mayor contribución de las filiales internacionales,** gracias al comienzo de la aportación de TAP (Trans Adriatic Pipeline. Oleoducto desde el Mar Caspio y Oriente Medio a Europa Occidental) y (ii) **Menor coste de la deuda.** 1,8% vs 2,1% en 1T20.

### Enagás mantiene las guías 2021 tras el 1T: BNA -14% y DPA +1,0%

Tras la publicación del 1T, el equipo gestor reitera sus objetivos 2021: **BNA de 380M€ (-14%) y DPA de 1,70€/acción (+1,0%).** La caída en BNA se moderará en próximos trimestres al diluirse el impacto de las diferencias de cambio.

### Atractiva rentabilidad por dividendo y con alta visibilidad.

A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo supera el 9% en el periodo 2021-26. A pesar de la caída en BNA, el compromiso de ENG es mantener el DPA gracias a la fuerte generación de cash Flow y la ausencia de inversiones relevantes. A partir de 2026 y asumiendo un *pay-out* del 80%, la rentabilidad se situaría en el entorno del 6%. La visibilidad del pago de este dividendo es alta ya que la mayoría del cash Flow del grupo (> 65%) proviene de ingresos regulados.

### Mejora de expectativas de TallGrass (TGE) por la recuperación de precios de energía.

La recuperación del precio del petróleo y en volúmenes transportados supone una mejora en las expectativas de TGE. TGE no cotiza, pero sus comparables - Índice Alerian de compañías de infraestructuras de energía- ya reflejan esta mejora. El índice muestra una revalorización de +23% en el año y se sitúa ya cerca de los niveles pre-pandemia. TGE es la principal filial internacional de ENG (50% de las inversiones fuera del negocio regulado en España).

### Hidrógeno: Una oportunidad de crecimiento a largo plazo

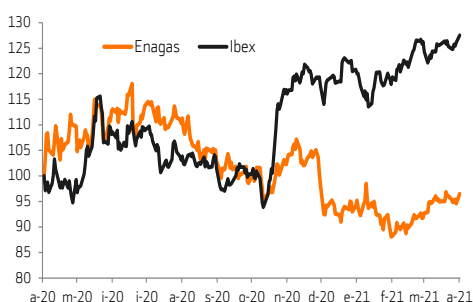
El apoyo a la generación de energía con hidrógeno por la Comisión Europea supone una oportunidad de crecimiento a medio/largo plazo. Este hidrógeno se podría transportar y almacenar en la red de ENG. Todavía estamos en un estadio muy incipiente de desarrollo.

### Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 20,00 €/acción.

Los resultados son débiles pero esperados. El recorte en ingresos regulados llevará a un menor BNA en 2021. Además, el apetitivo inversor por compañías reguladas y con alta rentabilidad por dividendo se reduce en entorno de mayor visibilidad sobre el crecimiento de la actividad económica y de repunte en la rentabilidad de los bonos. Sin embargo, vemos factores positivos para Enagás que nos permiten mantener recomendación de Compra con Precio Objetivo de 20,0€/acción: (i) Atractiva rentabilidad por dividendo (> 9,0% en 2021-26) y con alta visibilidad; (ii) Mejora de expectativas de TGE y (iii) El desarrollo del hidrógeno como oportunidad de crecimiento a largo plazo.

Pples datos y Ratios	2020	2021e	2022e
BNA	444	380	414
BPA	1,69	1,45	1,58
<b>PER</b>	<b>10,8</b>	<b>12,6</b>	<b>11,6</b>
FFO	687	629	702
DPA	1,68	1,70	1,72
Pay out	99%	117%	109%
<b>Rentab. dividendo</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,4%</b>
Deuda neta	4.267	4.156	3.530
Deuda/EBITDA	4,0 x	4,1 x	3,2 x
Primer Trimestre	1T 20	1T 21	Vr (afa)
Ingresos Regulados	265	232	-12,3%
EBITDA regulado	201	166	-17,2%
Aport. filiales	35	49	41,0%
<b>EBITDA Total</b>	<b>236</b>	<b>215</b>	<b>-8,6%</b>
Coste Deuda	2,1%	1,8%	-14,3%
BNA Total	119	93	-22,1%
FFO	177	187	5,9%
<b>Cash Flow Operat.</b>	<b>187</b>	<b>194</b>	<b>3,5%</b>
Inversiones	28	15	-45,1%
<b>Deuda Neta</b>	<b>3.605</b>	<b>4.277</b>	<b>18,6%</b>

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Ingresos	1.084	1.005	975	894	844	788	743	-6,1%
EBITDA	767	695	660	594	544	478	423	-9,4%
EBITDA + Puesta en equivalencia	942	886	905	864	829	778	743	-3,9%
<b>BNA</b>	<b>444</b>	<b>380</b>	<b>414</b>	<b>382</b>	<b>365</b>	<b>345</b>	<b>347</b>	<b>-4,0%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo No Corriente	7.786	7.638	6.992	6.763	6.529	6.321	6.112	
Activo Corriente	346	335	329	322	316	309	309	
Caja e IFT	877	877	877	877	877	877	877	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>9.009</b>	<b>8.851</b>	<b>8.198</b>	<b>7.962</b>	<b>7.722</b>	<b>7.508</b>	<b>7.298</b>	<b>-3,4%</b>
FFPP	3.007	2.948	2.918	2.852	2.762	2.652	2.543	
Pasivo no corriente	454	454	454	454	454	454	454	
Deuda financiera	5.144	5.033	4.407	4.236	4.076	3.962	3.855	
Pasivo corriente	296	308	311	313	322	332	338	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor Residual
+EBITDA negocio regulado	695	660	594	544	478	423	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-107	-98	-82	-69	-56	-48	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	589	561	512	474	422	375	
-/+ Inversiones circulante	22	10	8	16	16	7	
- Inversiones Activo Fijo	-100	-100	-100	-100	-100	-75	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>511</b>	<b>471</b>	<b>420</b>	<b>390</b>	<b>338</b>	<b>307</b>	<b>6.062</b>

WACC 4,0%

g -1,0%

Negocio Regulado 6.753 M€

Participadas Interna. 2.383 M€

Deuda Neta -4.288 M€

Valor Fondos Propios 5.231 M€

Número de acciones 261,8

Valor por acción 20,0 €/acción

**Método de valoración:**

Establecemos un precio objetivo de 20,00€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER'21e implícito

13,8

Rent. Divid. 21e implícita

8,5%

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	-3,0%	-2,5%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
3,0%	18,0	19,5	21,3	23,5	26,2	29,7	34,3	40,8	50,5
3,3%	17,1	18,5	20,1	22,0	24,4	27,4	31,3	36,7	44,4
3,5%	16,3	17,5	18,9	20,6	22,8	25,4	28,8	33,3	39,6
3,8%	15,5	16,6	17,9	19,4	21,3	23,6	26,5	30,4	35,6
4,0%	14,7	15,8	16,9	18,3	20,0	22,1	24,6	27,9	32,3
4,3%	14,1	15,0	16,1	17,3	20,7	20,7	22,9	25,7	29,5
4,5%	13,4	14,3	15,3	16,4	17,8	19,4	21,4	23,9	27,1
4,8%	12,8	13,6	14,5	15,6	16,8	18,3	20,0	22,2	25,0
5,0%	12,3	13,0	13,8	14,8	15,9	17,2	18,8	20,7	23,1

### 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

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