

Sector: *Utilities.*

Mejora sus objetivos y podría deparar alguna sorpresa adicional

Enagás

Precio Objetivo: 29,8 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 6.120 M€
Último: 25,64 €/acc.
Nº Acciones (M.): 239 M acc.
Max / Min (52 sem): 24,755/28,43
Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado



Principales cifras

	9M'15	9M'16	% a/a
Ingresos	899,7	920,7	-2,3%
EBITDA	643,3	684,9	-6,1%
EBIT	438,6	467,6	-6,2%
Rdo Puesta en Equivalencia BNA	27,4	46,8	71,0%
BNA	312,7	317,4	1,5%

Evolución bursátil

	2014	2015	2016
Gas Natural	11%	-10%	-6%
Endesa	-29%	12%	2%
Iberdrola	21%	17%	-8%
Red Eléctrica	51%	5%	-1%
Fluxys	0%	-2%	2%
National Grid	17%	2%	13%
REN	8%	16%	-7%
Enagás	38%	-1%	-1%
Ibex	4%	-7%	-8%

PER

	2013	2014	2015	Media	2016e
Gas Natural	13,0 x	14,3 x	12,8 x	13,3 x	13,2 x
Endesa	n.a.	n.a.	18,0 x	18,0 x	16,6 x
Iberdrola	11,2 x	15,8 x	17,1 x	14,7 x	15,0 x
Red Eléctrica	12,4 x	13,8 x	17,2 x	14,5 x	15,3 x
Fluxys	27,6 x	31,5 x	30,4 x	29,8 x	40,0 x
National Grid	12,2 x	16,1 x	16,3 x	14,9 x	16,8 x
REN	10,7 x	9,3 x	10,4 x	10,1 x	13,9 x
Promedio	14,5 x	16,8 x	17,5 x	16,5 x	18,7 x
Enagás	11,2 x	15,4 x	15,0 x	13,9 x	14,8 x

Principales magnitudes y ratios

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC'15-20
Ingresos	1.224	1.222	1.195	1.152	1.135	1.116	1.094	-2,2%
EBITDA	940	901	877	844	827	812	797	-2,4%
BNA	407	413	415	402	413	411	438	1,2%
BPA	1,70	1,73	1,74	1,69	1,73	1,72	1,84	1,2%
DPA	1,30	1,32	1,39	1,46	1,53	1,60	1,68	5,0%
PER	15,4 x	15,0 x	14,8 x	15,2 x	14,8 x	14,9 x	14,0 x	
Rentabilidad por dividendo	5,0%	5,1%	5,4%	5,7%	6,0%	6,2%	6,6%	
ROE	18,1%	17,4%	16,9%	16,0%	16,1%	15,9%	16,7%	
DFN/FFPP	180%	178%	178%	175%	174%	174%	174%	
DFN/EBITDA	4,3 x	4,7 x	5,0 x	5,2 x	5,4 x	5,6 x	5,8 x	

Ratios 2014, 2015 calculados con cotización de cierre de año, resto con última cotización. Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada Ana de Castro Eva del Barrio (analista principal de este informe) <http://broker.bankinter.com/>
 Jesús Amador Pilar Aranda Rafael Alonso Ramón Carrasco <http://www.bankinter.com/>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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.

La buena evolución del negocio, especialmente de las participadas, permite mejorar los objetivos anuales, tal y como barajábamos. De hecho, podríamos presenciar nuevas sorpresas en la actualización de su Plan Estratégico 2017-2020. Por tanto, reafirmamos nuestra recomendación de Comprar por la estabilidad del negocio y el plus de crecimiento que aportan las participadas así como por la elevada rentabilidad por dividendo.

Resultados 9M'16

Enagás ha presentado sus cuentas a la apertura del mercado, cuyas cifras principales recogemos en la tabla de la izquierda.

Los ingresos por actividades reguladas continúan su descenso y caen -3,5% (843,3M€) por la contracción en la base de activos regulados (RAB neto). Se han visto desfavorecidos por el retroceso de la demanda de gas natural del mercado nacional (pasa de -1,3% a/a en junio a -1,7% a/a; 226,5TWh) si bien este factor tiene un impacto muy limitado en los ingresos (+10M€). Por su parte, los gastos operativos suben +8,7% por la mayor contratación de personal y una diferente calendarización de otros gastos de explotación (esto se va notando en la moderación de los gastos que pasan de aumentar +10,8% en junio a +8,7% actual). Con esto, el EBITDA retrocede -6,1%. Por otro lado, las amortizaciones disminuyen -5,8% de forma que el retroceso del EBIT queda en -6,2%. El resultado financiero empeora (-75,9M€ vs -69,4M€ en 9M'15). En cuanto al resultado de las participadas, sube notablemente (+71% vs +8,2% en 6M'16) a 46,8M€, impulsado principalmente por la aportación de los nuevos brownfields adquiridos en 2015 (aportan un trimestre adicional este año) y por las adquisiciones de este ejercicio (1,64% adicional de TgP en abril, 42,5% de Saggas en agosto). Los proyectos *greenfield* (TAP y GSP) también contribuyeron positivamente con una aportación de 9,5M€ tras la capitalización de una serie de gastos. Finalmente, el BNA consigue subir +1,5%, por encima del objetivo marcado para el conjunto del año (+0,5%). De hecho, en el *conference call* posterior, Enagás ha mejorado su objetivo anual de crecimiento hasta +1,5%.

Las inversiones del período ascienden a 598,4M€ (+45%) con 175,0M€ en España y el resto, internacional. Este esfuerzo inversor ha provocado que la Deuda Financiera Neta suba de 4.041M€ en jun'16 y 4.237M€ en dic'15 a 4.431.3M€ (4,7x EBITDA, 4,5x EBITDA ajustado por los dividendos de las filiales). Su coste medio cae de 2,7% a cierre de 2015 hasta 2,4% actual vs 2,3% en jun'16. En definitiva, estos resultados han permitido que la compañía mejore sus objetivos anuales. El alto ritmo inversor en proyectos *brownfield* está impulsando el crecimiento más de lo esperado si bien debería suavizarse en el futuro. En este sentido será importante seguir la actualización estratégica que ofrecerá la compañía con los resultados anuales de 2016.

Sector: *Utilities.*

Crecimiento lento pero seguro y dividendo elevado

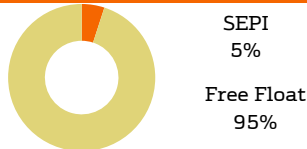
Enagás

Precio Objetivo: 29,8 €
Recomendación: **Comprar**

Datos Básicos

Capitalización (M €): 6.444 M€
Último: 27,00 €/acc.
Nº Acciones (M.): 239 M acc.
Max / Min (52 sem): 22,91/28,49
Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado



Demanda de gas (TWh)	1S'15	1S'16	% a/a
Demanda sector eléctrico	26,6	22,7	-14,5%
Demanda convencional	134,4	136,2	1,3%
Demanda nacional corregida	161,0	158,9	-1,3%

Evolución bursátil	2014	2015	2016
Gas Natural	11%	-10%	-5%
Endesa	-29%	12%	-2%
Iberdrola	21%	17%	-8%
Red Eléctrica	51%	5%	5%
Fluxys	0%	-2%	4%
National Grid	17%	2%	17%
REN	8%	16%	-6%
Enagás	38%	-1%	4%
Ibex	4%	-7%	-11%

PER	2013	2014	2015	Media	2016e
Gas Natural	13,0 x	14,3 x	12,8 x	13,3 x	13,1 x
Endesa	n.a.	n.a.	18,0 x	18,0 x	15,5 x
Iberdrola	11,2 x	15,8 x	17,1 x	14,7 x	14,9 x
Red Eléctrica	12,4 x	13,8 x	17,2 x	14,5 x	17,4 x
Fluxys	27,6 x	31,5 x	30,4 x	29,8 x	36,8 x
National Grid	12,2 x	16,1 x	16,3 x	14,9 x	17,2 x
REN	10,7 x	9,3 x	10,4 x	10,1 x	13,9 x
Promedio	14,5 x	16,8 x	17,5 x	16,5 x	18,4 x
Enagás	11,2 x	15,4 x	15,0 x	13,9 x	15,5 x

Principales magnitudes y ratios

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC'15-20
Ingresos	1.224	1.222	1.195	1.152	1.135	1.116	1.094	-2,2%
EBITDA	940	901	877	844	827	812	797	-2,4%
BNA	407	413	415	402	413	411	438	1,2%
BPA	1,70	1,73	1,74	1,69	1,73	1,72	1,84	1,2%
DPA	1,30	1,32	1,39	1,46	1,53	1,60	1,68	5,0%
PER	15,4 x	15,0 x	15,5 x	16,0 x	15,6 x	15,7 x	14,7 x	
Rentabilidad por dividendo	5,0%	4,9%	5,1%	5,4%	5,7%	5,9%	6,2%	
ROE	18,1%	17,4%	16,9%	16,0%	16,1%	15,9%	16,7%	
DFN/FFPP	180%	178%	178%	175%	174%	174%	174%	
DFN/EBITDA	4,3 x	4,7 x	5,0 x	5,2 x	5,4 x	5,6 x	5,8 x	

Ratios 2014, 2015 calculados con cotización de cierre de año, resto con última cotización. Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: Eva del Barrio (analista principal de este informe) <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco <http://www.bankinter.com/>
 Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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.

Los resultados de la compañía han ganado tracción en el 2T. Así, la consecución de los objetivos de 2016 queda prácticamente garantizada e incluso podrían superarse. Reafirmamos nuestra recomendación de **Comprar** por las buenas perspectivas del negocio y la elevada rentabilidad por dividendo.

Resultados 1S'16

Enagás ha presentado sus cuentas a la apertura del mercado. Cifras principales de 1S'16 comparadas con el consenso de Bloomberg (BB): Ingresos 606,5M€ (-0,4%); EBITDA 440,0M€ (-4,1%) vs 436,5M€ e. BB; EBIT 302,6M€ (-3,0%) vs 298,6M€ e.; Rdo. Puesta en Equivalencia 26,3M€ (+8,2%), BNA 214,2M€ (+0,5%). La Deuda Financiera Neta se reduce -196M€ hasta 4.041M€ (4,6x EBITDA, 4,2x EBITDA ajustado por los dividendos de las filiales) y su coste medio cae de 2,7% a cierre de 2015 hasta 2,3% actual. Las inversiones del período ascienden a 193,1M€ (30,1M€ en España y resto internacional).

Al igual que en el trimestre anterior, los ingresos por actividades reguladas caen -1,9% (566,7M€) por la contracción de la base de activos regulados (RAB neto) y se han visto desfavorecidos por el retroceso de la demanda de gas natural del mercado nacional si bien repunta ligeramente frente al trimestre anterior (pasa de -1,4% a -1,3% a/a; 158,9TWh). Por su parte, los gastos operativos suben +10,8% por la mayor contratación de personal y una diferente calendarización de otros gastos de explotación. Con esto, el EBITDA retrocede -4,1%. Por otro lado, las amortizaciones disminuyen -6,4% de forma que el retroceso del EBIT queda en -3,0%. El resultado financiero empeora (-49,4M€ vs -47,1M€ en 1S'15) a pesar del menor coste de la deuda, por lo que se explicaría por aspectos no recurrentes. En cuanto al resultado de las participadas, sube +8,2% a 26,3M€, impulsado principalmente por la aportación de los nuevos *brownfields* adquiridos en 2015 así como el 1,64% adicional de TgP que empezó a contribuir a las cuentas desde el pasado mes de abril. Finalmente, el BNA consigue subir +0,5%, en línea con el objetivo marcado para el conjunto del año. Teniendo en cuenta esto y que todas las partidas mejoran su evolución respecto a lo registrado en el 1T'16, valoramos positivamente los resultados. De hecho, pensamos que es probable que la compañía termine superando nuestras estimaciones para el conjunto del año. No obstante, no las modificamos hasta incorporar las nuevas proyecciones que dará Enagás en febrero'17 en base a las últimas compras realizadas (Saggas y especialmente GNL Quintero que pasará a integrarse globalmente).

En definitiva, la compañía ofrece un suave crecimiento que ha de valorarse teniendo en cuenta el escenario actual de volatilidad. Además, viene acompañado por una rentabilidad por dividendo elevada (5,1%) y sostenible.

Sector: *Utilities.*

Comprar si la prioridad es el dividendo

Enagás

Precio Objetivo: 29,8 €

Recomendación: **Comprar**

Datos Básicos

Capitalización (M €): 6.452 M€

Último: 27,03 €/acc.

Nº Acciones (M.): 239 M acc.

Max / Min (52 sem): 22,91/28,675

Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado



SEPI
5%

Free Float
95%

Demanda de gas (TWh)	1T'15	1T'16	% a/a
Demanda sector eléctrico	13,6	11,6	-15,2%
Demanda convencional	79,4	80,3	1,0%
Demanda nacional corregida	93,1	91,9	-1,4%

Evolución bursátil	2014	2015	2016
Gas Natural	11%	-10%	-7%
Endesa	-29%	12%	-5%
Iberdrola	21%	17%	-9%
Red Eléctrica	51%	5%	2%
Fluxys	0%	-2%	5%
National Grid	17%	2%	7%
REN	8%	16%	-2%
Enagás	38%	-1%	4%
Ibex	4%	-7%	-7%

PER	2013	2014	2015	Media	2016e
Gas Natural	13,0 x	14,3 x	12,8 x	13,3 x	12,3 x
Endesa	n.a.	n.a.	18,0 x	18,0 x	15,1 x
Iberdrola	11,2 x	15,8 x	17,1 x	14,7 x	15,0 x
Red Eléctrica	12,4 x	13,8 x	17,2 x	14,5 x	16,3 x
Fluxys	27,6 x	31,5 x	30,4 x	29,8 x	35,1 x
National Grid	12,2 x	16,1 x	16,3 x	14,9 x	16,5 x
REN	10,7 x	9,3 x	10,4 x	10,1 x	14,4 x
Promedio	14,5 x	16,8 x	17,5 x	16,5 x	17,8 x
Enagás	11,2 x	15,4 x	15,0 x	13,9 x	15,6 x

Los resultados 1T'16 nos dejan un sabor agridulce pero mantenemos la recomendación de **Comprar** por la estabilidad del negocio y la elevada rentabilidad por dividendo.

Resultados 1T'16

Enagás ha presentado sus cuentas a la apertura del mercado. Cifras principales de 1T'16 comparadas con el consenso de Bloomberg (BB): Ingresos 298,8M€ (-1,2% a/a); EBITDA 206,9M€ (-6,6%) vs 212,5M€ e. BB; EBIT 138,1M€ (-6,3%); Rdo. Puesta en Equivalencia 17,4M€ (+94,7%), BNA 101,2M€ (+0,5%) vs 101M€ e. BB. La Deuda Financiera Neta se reduce -91M€ hasta 4.145,8M€ (4,7x EBITDA, 4,4x EBITDA ajustado por los dividendos de las filiales) y su coste medio cae de 2,7% a cierre de 2015 hasta 2,3% actual. Las inversiones del período ascendieron a 71,9M€ (11,7M€ en España y resto internacional).

Los ingresos por actividades reguladas caen -1,9% por el descenso del RAB neto, tendencia que va a continuar (el motor del crecimiento será la actividad internacional y las participadas). También se han visto desfavorecidos por el retroceso de la demanda de gas del mercado nacional (91,9TWh, -1,4% a/a). Con este inicio de año se complica la expectativa de crecimiento de +4% para el conjunto del ejercicio, si bien el Presidente de la compañía ve factible alcanzar una tasa de +3% (hemos ajustados nuestras estimaciones suponiendo un incremento de +1%). Por su parte, los gastos operativos suben +13,8% por la mayor contratación de personal y una diferente calendarización de otros gastos de explotación (el IBI se ha devengado completamente en el 1T con un impacto de -10M€ que se irá diluyendo a lo largo del ejercicio). Con esto, el EBITDA retrocede -6,6%. Por otro lado, las amortizaciones disminuyen -7,3% de forma que el retroceso del EBIT queda en -6,3%. El resultado financiero empeora (-24,8M€ vs -19,1M€ en 1T'15) a pesar del menor coste de la deuda, lo que se explicaría por las diferencias de cambio. En cualquier caso, el coste financiero volverá a repuntar ya que para el conjunto del año se estima que vuelva a 2,7%. En cuanto al resultado de las participadas, sube +95% a 17,4M€, impulsado por la aportación de los nuevos *brownfields* adquiridos en 2015. Dicho resultado no es extrapolable al conjunto del año y en 2016 debería quedarse en unos 40M€. Finalmente, el BNA consigue subir +0,5%, incremento en línea con lo esperado y anunciado para el conjunto del ejercicio. Dicho esto, la evolución de los ingresos y de los gastos operativos deja un sabor agridulce.

Nuestro precio objetivo para Enagás se encuentra en 29,8€/acción. La falta de potencial (se limita a +10%) nos llevaría a rebajar la recomendación pero teniendo en cuenta la elevada rentabilidad por dividendo (5,1% e.) la mantenemos en Comprar.

Principales magnitudes y ratios

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC'15-20
Ingresos	1.224	1.222	1.195	1.152	1.135	1.116	1.094	-2,2%
EBITDA	940	901	877	844	827	812	797	-2,4%
BNA	407	413	415	402	413	411	438	1,2%
BPA	1,70	1,73	1,74	1,69	1,73	1,72	1,84	1,2%
DPA	1,30	1,32	1,39	1,46	1,53	1,60	1,68	5,0%
PER	15,4 x	15,0 x	15,6 x	16,0 x	15,6 x	15,7 x	14,7 x	
Rentabilidad por dividendo	5,0%	4,9%	5,1%	5,4%	5,7%	5,9%	6,2%	
ROE	18,1%	17,4%	16,9%	16,0%	16,1%	15,9%	16,7%	
DFN/FFPP	180%	178%	178%	175%	174%	174%	174%	
DFN/EBITDA	4,3 x	4,7 x	5,0 x	5,2 x	5,4 x	5,6 x	5,8 x	

Ratios 2014, 2015 calculados con cotización de cierre de año, resto con última cotización. Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: Eva del Barrio (analista principal de este informe) <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco <http://www.bankinter.com/>
 Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<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.

Sector: Utilities.

Estabilidad en medio de la tormenta: un buen refugio

Enagás

Precio Objetivo: 29,8 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 6.063 M€
Último: 25,40 €/acc.
Nº Acciones (M.): 239 M acc.
Max / Min (52 sem): 22,91/28,68 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado



Principales cifras

	2014	2015	2016e
Ingresos	1.224	1.222	1.199
EBITDA	940	901	883
EBIT	590	602	603
BNA	407	413	415
DPA	1,30	1,32	1,39
Rentabilidad dividendo*	5,0%	5,1%	5,5%
Deuda Neta/FFPP	184%	183%	183%
Deuda Neta/EBITDA	4,3 x	4,8 x	5,1 x
ROE	18%	17%	17%

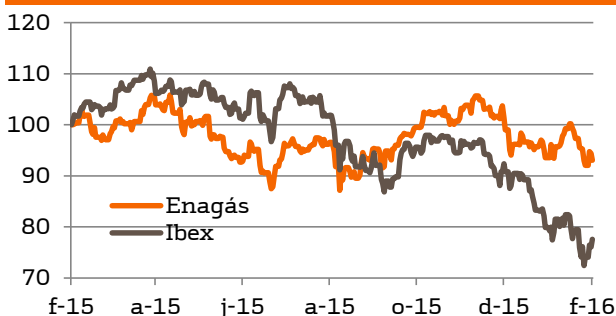
* 2014 y 2015 con cotización de cierre de año. 2016 con último cierre.

Plan Estratégico 2015-2017

Inversiones 2016-2020: 400M€ (62% internac)
Dividendo 2016-2020: TAMI +5%
BNA 2015-2020: TAMI +2%
Internacional: 25% del BNA en 2020 y 13% en 2017

PER	2014	2015	Media	2016e
GasNatural	14,2 x	12,8 x	13,5 x	11,2 x
Endesa	31,2 x	15,5 x	23,3 x	14,8 x
Iberdrola	15,1 x	17,3 x	16,2 x	15,8 x
REE	18,1 x	14,1 x	16,1 x	15,6 x
Fluxys	28,9 x	30,6 x	29,8 x	40,0 x
NationalGrid	16,1 x	16,3 x	16,2 x	15,8 x
RENE	9,3 x	9,8 x	9,5 x	13,4 x
Mediana sector	16,1 x	15,5 x	15,8 x	15,6 x
Enagás	15,4 x	15,0 x	15,2 x	14,6 x

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía
*Brownfield: con instalaciones ya existentes.

Ajustamos el Precio Objetivo desde 29,6€ a 29,8€ y mejoramos la recomendación desde Neutral hasta Comprar por la visibilidad del negocio y la elevada rentabilidad por dividendo, dos cualidades a valorar en el actual contexto de mercado. Así, pensamos que las caídas recientes de su cotización suponen una oportunidad de compra (potencial de revalorización de +17%).

Comentario de los Resultados 2015:

Enagás presentó ayer sus cuentas de 2015 cuyas cifras principales son: Ingresos 1.221,6M€ (-0,2%); EBITDA 900,5M€ (-4,2%) vs 920,9M€ estimado por el consenso de Bloomberg y 908,9M€ estimado por Análisis Bankinter (BKT); EBIT 602,0M€ (+2,1%); Rdo. Puesta en Equivalencia 46,2M€ (+314%), BNA 412,7M€ (+1,5%) vs 409,8M€ BKT. La Deuda Financiera Neta sube 178M€ hasta 4.237M€ (4,7x EBITDA, 4,5x EBITDA ajustado por los dividendos de las filiales) pero su coste medio cae de 3,2% a cierre de 2014 hasta 2,7% actual (incluyendo derivados la DFN ascendería a 4.359M€, 4,8x EBITDA). Las inversiones del período ascendieron a 530,2M€ (206,1M€ en España y resto internacional). Con estas cifras la compañía vuelve a cumplir con sus metas por noveno mes consecutivo.

Perspectivas 2016-2020:

La compañía ha presentado una actualización de su Plan Estratégico (PE) que supone una extensión del Plan vigente 2015-2017. Recogemos los principales aspectos en el cuadro de la izquierda. En cuanto a la deuda, debería situarse en 2020 en torno a los niveles actuales si bien pueda haber fluctuaciones por el impacto del déficit del sector (que se anularía hacia 2020 gracias a la nueva regulación). Así, debería de mantener sus ratings.

En cuanto a la demanda de gas, espera que crezca +3,5% de media.

Objetivos 2016:

El BNA crecerá +0,5% a/a y se establece un dividendo objetivo de 1,39€/acción. Las inversiones rondarán los 450M€ (dependerá del tipo de cambio eur/usd) y el coste de la deuda será próximo a 2,7%.

Opinión:

La actualización del PE muestra una compañía que va a estar enfocada en el exterior para tratar de crecer ya que la actividad regulada nacional irá contrayéndose lentamente. Así, la actividad internacional, que en 2004 sólo suponía el 3% del BNA, ha pesado 11% en 2015 y debería suponer el 25% del BNA hacia 2020. En este sentido, destacamos que las inversiones se centrarán en Europa (TAP, Midcat), en mercados en crecimiento (actualmente México, Perú y Chile) y en proyectos ligados al GNL donde podría aprovechar alguna oportunidad ahora que las energéticas están atravesando momentos complicados por la caída del crudo. En todo caso, su participación no sería mayoritaria.

Las estimaciones nos parecen realizables ya que se considera que las inversiones no comprometidas no aportarán al beneficio ni al cash flow en el período las inversiones (habría potencial de *upside* si hubiese inversiones en algún proyecto *brownfield**); y además, porque la compañía ha cumplido sistemáticamente sus metas durante los últimos nueve años.

En cuanto al dividendo, la compañía es más agresiva de lo que estimábamos dado que, si bien ya contábamos con un crecimiento de +5% anual hasta 2017, Enagás lo ha extendido a 2020. Esto implicaría que el *payout* se eleva hasta el 91% según nuestras estimaciones por lo que de 2020 en adelante esperamos un freno en el crecimiento del DPA.

En definitiva, la historia de Enagás sigue siendo la misma (crecimiento bajo pero estable) si bien decidimos mejorar la recomendación sobre la compañía ya que en el entorno actual de elevada incertidumbre la estabilidad que ofrece y el atractivo del dividendo (rentabilidad superior al 5%) son una buena opción de inversión. Nuestra única reserva no afecta específicamente a Enagás, sino al conjunto de compañías españolas reguladas, y se refiere a una hipotética revisión del modelo regulatorio si ese fuera el planteamiento del nuevo Ejecutivo que en algún momento de este año asumirá su responsabilidad de gobierno.

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

Ramón Forcada Pilar Aranda Pilar Aranda Ramón Carrasco Esther Gutiérrezz
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

28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/ccai/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.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI '14-'20
Ingresos netos	1.224	1.222	1.199	1.198	1.194	1.188	1.178	-0,6%
EBITDA	940	901	883	881	875	870	866	-1,4%
EBIT	590	602	603	604	601	600	604	0,4%
BAI	495	557	554	559	567	576	590	3,0%
Resultado Neto del Grupo	407	413	415	418	424	431	441	1,4%
Tasa de variación interanual	3,0%	1,5%	0,5%	0,8%	1,5%	1,7%	2,3%	

Resumen Balance de Situación

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI '14-'20
Activo No Corriente	6.653	7.072	7.244	7.389	7.513	7.640	7.776	
Activo Corriente	505	443	500	461	450	440	421	
Caja e IFT	555	236	236	236	236	236	236	
Total Activo/Pasivo	7.712	7.752	7.980	8.086	8.199	8.316	8.433	1,5%
FFPP	2.246	2.377	2.460	2.530	2.589	2.639	2.680	
Minoritarios	14	14	14	14	14	14	14	
Pasivo no corriente	537	524	524	531	539	548	556	
Deuda financiera	4.678	4.596	4.739	4.757	4.791	4.827	4.899	
Pasivo corriente	236	241	243	253	265	289	284	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	VR
+BNA	415	418	424	431	441	
+Amortizaciones	280	277	274	270	261	
+Gastos Financieros *(1-t)	70	73	76	79	81	
- Inversiones en activos fijos	-450	-425	-400	-400	-400	
- Inversiones en circulante	-54	49	22	34	15	
= CFL Operativo	261	392	397	414	398	12.571

WACC 3,8%
g 0,5%

Enterprise Value 11.705 M€
- Deuda Neta -4.359 M€
- Minoritarios -14 M€
Equity Value 7.332 M€
Nº acciones 239
Estimación DCF 30,7 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 29,8€ en función de dos métodos de valoración con igual ponderación: 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)

	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Crecimiento 2021-2026
Dividendo por acción	1,32	1,39	1,46	1,53	1,60	1,68	1,5%
% a/a		5,3%	5,0%	4,8%	4,6%	5,0%	Crecimiento 2027-2031 1%
Ke		5,8%					
Estimación DDM		28,9					€/acción

Precio Objetivo

	Valoración	Ponderación
Valoración DCF	30,7	50%
Valoración DDM	28,9	50%
Precio objetivo	29,8 €/acción	PER'16 implícito 17,1 x

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

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

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

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

Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Madrid

<http://broker.ebankinter.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.