

Sector: Utilities.

Las adquisiciones y los ahorros financieros permiten mejorar guías a pesar de GSP (Perú).

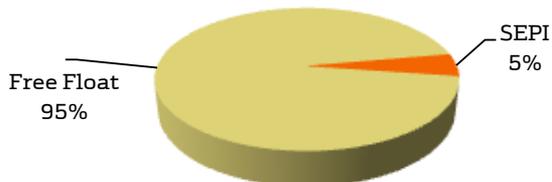
Enagás

Precio Objetivo: 26,5 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 5.538 M€
Último: 23,20 €/acc.
Nº Acciones (M.): 239 M acc.
Max / Min (52 sem): 22,38/27,795 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado

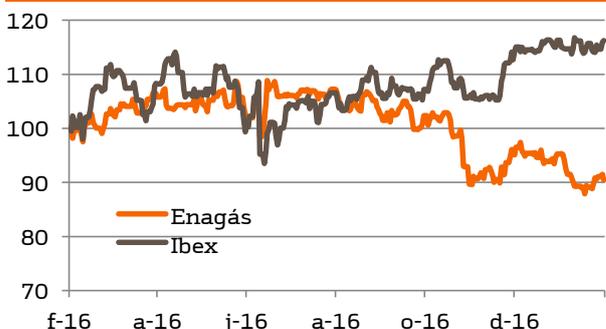


Principales cifras	2015	2016	2017e	2018e
Ingresos	1.222	1.218	1.361	1.347
EBITDA	901	883	987	972
BNA	413	417	467	476
FFO	697	757	806	805
Inversiones	530	900	650	250
Deuda Neta	4.237	5.089	5.945	5.705

Principales Ratios	2015	2016	2017e	2018e
BPA	1,73	1,75	1,95	1,99
DPA	1,32	1,39	1,46	1,53
Pay out	76%	80%	75%	77%
Deuda Neta/EBITDA	4,5 x	5,2 x	5,4 x	5,3 x
Rentabilidad dividend	5,7%	6,0%	6,3%	6,6%
EV/EBITDA (ajustado)	9,5	10,1	10,0	10,1
ROE	17%	17%	18%	18%

PER	2015	2016	Media	2017e
GasNatural	13,1 x	14,2 x	13,7 x	13,5 x
Endesa	18,0 x	17,6 x	17,8 x	15,7 x
Iberdrola	17,2 x	14,9 x	16,1 x	14,1 x
REE	17,2 x	15,6 x	16,4 x	14,0 x
NationalGrid	16,3 x	17,4 x	16,9 x	15,3 x
RENE	10,8 x	12,1 x	11,5 x	12,5 x
Mediana sector	16,8 x	15,3 x	16,0 x	14,0 x
Enagás	15,0 x	13,3 x	14,2 x	12,8 x

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Eva del Barrio Esther G. de la Torre Belén San José Susana André (Mktg & Support) <http://broker.bankinter.com/>
Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Ramón Carrasco Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento) <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.

La contribución de las recientes adquisiciones y los ahorros en el coste de la deuda han permitido a **Enagás mejorar sus guías de crecimiento en BNA para 2017-20 (desde 2,0% inicial hasta 3-4% actual)** a pesar del impacto negativo de la terminación del contrato GSP en Perú. Además, Enagás estima que recuperará los 490M\$ invertidos en GSP en los próximos tres años gracias a las garantías del contrato. La **TAMI en dividendos se mantiene en el 5%** para 17-20. Reducimos Precio Objetivo hasta 26,5€/acción al aplicar un wacc mayor por el proceso de gradual subida de tipos a largo plazo y el mayor riesgo de ejecución en los proyectos internacionales. El potencial de subida es ahora menor, pero **mantenemos la recomendación de Comprar por la mejora en las guías de crecimiento y por la atractiva rentabilidad por dividendo** que no vemos en peligro gracias a que la mayoría del cash flow del grupo proviene de negocios regulados.

Resultados 2016: Principales tendencias y comparación consenso:

(i) **Caída en resultados operativos por menores ingresos regulados.** EBITDA -2,0% por contracción en activos regulados (RAB). (ii) **Ahorro en financieros por menor coste de la deuda:** 2,4% vs 2,7% en 2015; (iii) **Mayor contribución de nuevas adquisiciones** (Saggas, TgP..):+36% en puesta en equivalencia (ex-GSP); (iv) **Impacto negativo de la terminación de GSP (Perú) en €42M€.** Terminación relacionada con las acusaciones de corrupción sobre Odebrecht, socia mayoritaria del proyecto (20% de ENG). **Comparado con 9M16 vemos mejora en EBITDA en 4T'16 (-2,0% en 12M'16 vs -6,1% en 9M'16)** por mayor demanda de gas y por tanto de remuneración variable. Por otro lado, la deuda neta aumenta en 4T'16, desde 4,431M€ hasta 5,089M€ debido fundamentalmente a las garantías entregadas al proyecto GSP. **Resultados en línea con consenso:** Ingresos 1.218M€ (-0,3%) vs 1.203M€ estimado, EBITDA 882M€ (-2,0%) vs 880M€ estimado, BNA 417,2M€ (+1,1%) vs 417,5M€ estimado.

Actualización Plan Estratégico 2017-20: Guías y mensajes:

(i) **Mejora en la TAMI del BNA 17-20:** Los menores costes financieros (+28M€) y la mayor contribución de las nuevas adquisiciones (+22M€) permiten mejorar la **TAMI en BNA** desde el 2% inicial al 3% actual. Estos factores más que compensan el impacto negativo de la terminación de GSP (Perú), que estaba previsto que contribuyese con (36M€) en 2020. Además ENG considera que las posibles nuevas inversiones podrían llevar esta TAMI por encima del 4% para el periodo; (ii) **Se mantiene la TAMI en dividendos (+5,0%),** llegando a 1,68€/acción en 2020; (iii) **Recuperación de la inversión en GSP.** Los activos saldrán a subasta y se compensará a los socios. El Gobierno peruano se compromete a devolver un mínimo del 72,25% del VAN del proyecto. Enagás ha invertido 490M\$ incluyendo garantías; (iv) **Otras fuentes de fondos en el periodo,** incluye el reapalancamiento de TAP (205M€), la opción de venta del 15% de Quintero (135M€) y la gradual recuperación del déficit de tarifa (260M€); (v) **FFO en 2017-20 en 2.800M€** con inversiones comprometidas de 1.175M€.

Recomendación: Mantenemos Comprar, con menos potencial.

La tendencia de subida de tipos a largo plazo por el repunte de inflación y el riesgo de ejecución de los proyectos internacionales, nos llevan a aplicar un wacc superior (5,0% actual) lo que resulta en un menor Precio Objetivo (26,5€/acción). **No obstante, mantenemos la recomendación de Comprar por:** (i) **Mejora de las guías de crecimiento,** gracias a la contribución de las adquisiciones y los ahorros financieros que compensan la gradual caída en ingresos regulados en el periodo, (ii) **Atractiva y creciente rentabilidad por dividendo** (6,0% de rentabilidad y creciendo al +5,0% en el periodo), que al estar soportada por ingresos regulados no vemos en peligro. Enagás ha sido una opción muy acertada en un entorno de incertidumbre y falta de visibilidad sobre el ciclo económico por su perfil defensivo y regulado. La mejora del ciclo permite encontrar alternativas en sectores más cíclicos (financieras/industriales). El potencial de subida al Precio Objetivo y su atractivo relativo a otras opciones es ahora menor, pero mantenemos la recomendación de comprar.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Ingresos netos	1.222	1.218	1.361	1.347	1.338	1.362	1.376	2,5%
EBITDA	901	883	987	972	957	946	949	1,5%
EBIT	602	611	689	683	673	665	670	1,9%
Resultado Neto del Grupo	413	417	467	476	478	479	507	4,0%

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '16-'21
Activo No Corriente	7.072	7.961	9.163	9.123	9.089	8.148	8.144	
Activo Corriente	443	493	453	413	373	333	332	
Caja e IFT	236	795	795	795	795	795	795	
Total Activo/Pasivo	7.752	9.248	10.410	10.330	10.256	9.275	9.270	0,0%
FFPP	2.377	2.448	2.567	2.678	2.774	2.852	2.954	
Minoritarios	14	15	116	15	15	16	117	
Pasivo no corriente	524	528	536	544	552	561	569	
Deuda financiera	4.467	5.810	6.743	6.643	6.463	5.393	5.175	
Pasivo corriente	241	174	176	177	179	181	183	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor Residual
+EBITDA	987	972	957	946	949	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-172	-171	-168	-166	-168	
=NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	815	802	788	780	782	
-/+ Inversiones circulante	42	42	42	42	3	
- Inversiones Activo Fijo	-650	-250	-250	-250	-275	
= CFL Operativo	207	593	580	572	510	11.420

WACC	5,0%
g	0,3%
Valor Presente Negoci	10.628 M€
+Valor Filiales	1.602 M€
- Deuda Neta Ajustada	-5.407 M€
- Minoritarios y Provis.	-396 M€
Valor Equity	6.427 M€
Nº acciones	239
Estimación DCF	26,9 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 26,5€ en función de dos métodos de valoración: descuento de flujo de caja libre y descuento de dividendos, con las hipótesis y ponderaciones recogidas en las tablas adjuntas. Dada la relevancia de las filiales en Enagás utilizamos como base del DCF el Beneficio Operativo Después de Impuestos y después añadimos el valor estimado de las filiales.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento
Dividendo por acción	1,39	1,46	1,53	1,60	1,68	1,73	2021-2031e
% a/a		5,0%	4,8%	4,6%	5,0%	3,0%	2,0%
Ke		7,1%					
Estimación DDM		25,2 €/acción					

Precio Objetivo

Valoración DCF	26,9	75%
Valoración DDM	25,2	25%
Precio objetivo	26,5 €/acción	PER'17 implícito 13,5 x

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

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

Ramón Forcada Eva del Barrio Esther G. de la Torre Belén San José Susana André (Mktg & Support) <http://www.bankinter.com/>

Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Ramón Carrasco Joao Pisco Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Madrid

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/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.