Sector: Utilities.

El negocio regulado es defensivo y Tallgrass mejora expectativas

Enagás

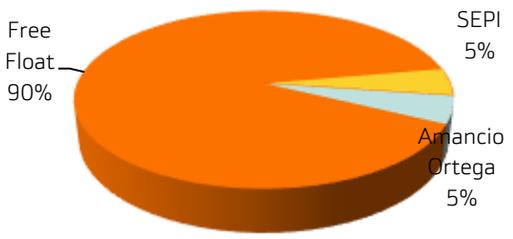
Recomendación	Comprar
Precio Objetivo:	22,9 €
Potencial	7,2%

Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €):	5.094 M€
Último:	21,35 €/acc.
Nº Acciones (M.):	262 M acc.
Max / Min (52 sem):	26,26/15,45 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	ENAG MC / ENAG SM

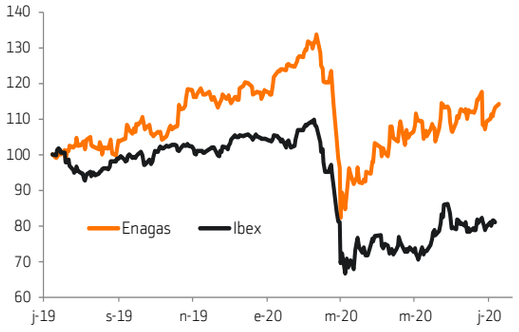
Accionariado



Pples datos	2019	2020e	2021e
BNA	423	442	425
FFO	755	802	764
Deuda Neta	3.756	4.221	3.935
BPA	1,77	1,69	1,62
DPA	0,90	1,68	1,70
Pay out	51%	100%	105%
Deuda/EBITDA	3,9 x	4,1 x	4,1 x
Rentab. dividendo	7,5%	7,9%	8,0%

Primer Semestre	1S '19	1S'20	Vr (a/a)
EBITDA regulado	407	404	-0,8%
Aport. Puesta equiv.	80	76	-5,0%
EBITDA + Puesta equi	**487**	**480**	**-1,5%**
Gastos Financ. Ordinari	-63	-51	-18,7%
Financieros No recurrentes		25	n.s
BNA Total	**216**	**236**	**9,4%**
BNA recurrente	**216**	**216**	**0,2%**
Dividendo de filiales	72	27	-62,4%
FFO	391	334	-14,8%
Cash Flow Operat.	**494**	**466**	**-5,5%**
Inversiones	645	807	25,0%
Deuda Neta	**4.407**	**4.090**	**-7,2%**

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Los resultados y el DPA de 2020 no se ven amenazados por el Covid-19. Tras la publicación de los resultados del primer semestre, el equipo gestor confirma los objetivos de BNA (+4%) y DPA (+5%) de 2020. El negocio regulado de transporte de gas está aislado del contexto actual de abrupta y rápida contracción de actividad. La filial internacional más afectada por la coyuntura económica actual es Tallgrass (TGE) en EE.UU. El reciente rebote en los precios del petróleo y la recuperación en los volúmenes transportados supone una mejora en las expectativas de TGE. El apoyo de la Comisión Europea a la generación de energía con hidrógeno abre una oportunidad de crecimiento a largo plazo para el grupo. La retribución al accionista es una prioridad para ENG, que confirma la senda de DPA para el periodo 2020-26. La rentabilidad por dividendo a los precios actuales es muy atractiva: 7,9% en 2020 y creciendo hasta 8,1% en 2023. Tras la mejora de expectativas de Tallgrass, el apoyo al hidrógeno y la confirmación de las guías de DPA hasta 2026, subimos la recomendación a Comprar con Precio Objetivo de 22,90€/acción para diciembre 2021.

BNA recurrente +0,2% en 1S'20. Resultado favorable en el actual contexto económico

Resultados mejores de lo esperado por ingresos financieros no recurrentes. El BNA +9,5% incluyendo el impacto positivo no recurrente de la actualización del derecho de cobro en GSP y diferencias de cambio por la compra de dólares por la adquisición de TGE. Excluyendo estos impactos el BNA recurrente sería similar (+0,2%) al 1S 2019.

La contribución del negocio de transporte de gas (70% del valor del grupo) al EBITDA del grupo permanece estable (-0,8%). La mayor parte de los ingresos regulados están ligados a un retorno sobre la base de activos regulados (RAB) sin riesgo de demanda. Solo una pequeña parte de la remuneración (el RSC) está ligado a la demanda. Los menores ingresos por caída de demanda (-11% en 1S'20) se compensan con mejoras en eficiencia.

La contribución de las filiales internacionales se reduce un 5% en el 1S, pero mejorará en el 2S. La contribución de Tallgrass mejorará en el 2S por la puesta en marcha de un nuevo gaseoducto. Para final de año la contribución de las filiales será un 5% superior.

Los gastos financieros recurrentes se reducen (-18%) debido a una menor deuda neta tras la ampliación de capital en el 4T de 2019 y un menor coste de la deuda.

Objetivos Reiterados: Crecimiento en BNA (+4%) y en DPA (+5%)

ENG mantiene el objetivo BNA de 2020 de 440M€ (+4%) y DPA de 1,68€/acción (+5%). La caída en ingresos regulados por menor demanda y el impacto de la depreciación del dólar en la contribución de las filiales internacionales se ven compensados por los ingresos financieros extraordinarios. ENG reitera también sus guías de DPA: crecimiento hasta 1,74 €/acción en 2022. En 2023-26 el DPA se mantendría en 1,74€/acción.

TallGrass (TGE), mejora expectativas por la recuperación de precios de energía

El reciente rebote en los precios del petróleo y la recuperación en los volúmenes transportados supone una mejora en las expectativas de TGE. El 70% del EBITDA de TGE está protegido con contratos a largo plazo "*take or pay*" (12 años en gas/5 años en petróleo). Aun así, un escenario de precios bajos de petróleo es perjudicial para TGE ya que afecta a los márgenes y a las perspectivas de inversión de sus clientes. El Plan Estratégico 2020-26 incluye 140M€/año de dividendos en media de TGE (16% del total fondos generados en el periodo). De momento, ENG mantiene sus estimaciones de contribución de TGE al cash flow del grupo.

Hidrógeno: Una oportunidad a largo plazo

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

Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 22,90 €/acción.

El impacto del Covid en los resultados del 1S'20 no es muy significativo y el BNA recurrente se mantiene estable en el periodo. El carácter regulado del negocio de transporte de gas proporciona protección ante la brusca caída de actividad y visibilidad en cuanto a los ingresos a futuro. Solo una pequeña parte de los ingresos regulados está sujeto a riesgo de demanda. El activo más afectado a la actual desfavorable coyuntura económica es la participación en Tallgrass en EE.UU. **El reciente rebote en los precios del petróleo y la recuperación en los volúmenes transportados supone una mejora en las expectativas de TGE. El apoyo de la Comisión Europea a la generación de energía con hidrógeno abre una oportunidad de crecimiento a largo plazo.**

Nota Compañía: Enagás

lunes, 3 de agosto de 2020

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Ingresos	1.385	1.109	1.045	935	880	819	779	-9,1%
EBITDA	1013	787	715	635	580	514	479	-11,7%
EBITDA + Puesta en equivalencia	1.110	973	962	920	865	814	799	-5,3%
BNA	**467**	**442**	**425**	**423**	**388**	**372**	**379**	**-3,4%**

Resumen Balance de Situación

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Activo No Corriente	7.446	7.922	7.644	6.618	6.322	6.046	5.782	
Activo Corriente	285	342	332	319	309	300	291	
Caja e IFT	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113	
Total Activo/Pasivo	**8.844**	**9.377**	**9.089**	**8.049**	**7.744**	**7.459**	**7.186**	-3,4%
FFPP	3.169	3.230	3.216	3.177	3.111	3.028	2.952	
Pasivo no corriente	461	461	461	461	461	461	461	
Deuda financiera	4.868	5.334	5.048	4.046	3.807	3.606	3.409	
Pasivo corriente	290	296	308	309	309	308	308	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor Residual
+EBITDA	715	635	580	514	479	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-109	-92	-78	-67	-61	
=NOPLAT (Bº Operat. Después de Impuestos)	607	543	501	447	418	
-/+ Inversiones circulante	22	7	10	9	8	
- Inversiones Activo Fijo	-60	-60	-60	-55	-55	
= CFL Operativo	**569**	**490**	**451**	**401**	**371**	**6.282**

WACC	4,3%
g	-1,5%
Negocio Regulado	7.127 M€
Participadas	2.745 M€
Deuda Neta	-4.221 M€
Valor Fondos Propios	5.991 M€
Número de acciones	261,8
Valor por acción	**22,9 €/acción**

Método de valoración:
Establecemos un precio objetivo de 22,9€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER'20e implícito	Rent. Divid. 20e implícita
13,6	**7,3%**

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC\g	-3,5%	-3,0%	-2,5%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%
3,3%	21,3	22,6	24,2	26,1	28,4	31,2	34,7	39,3	45,5
3,6%	20,4	21,6	23,1	24,8	26,8	29,3	32,4	36,3	41,6
3,8%	19,6	20,7	22,0	23,5	25,4	27,6	30,3	33,7	38,2
4,1%	18,8	19,8	21,0	22,4	24,1	26,1	28,5	31,5	35,3
4,3%	18,1	19,0	20,1	21,4	**22,9**	24,7	26,8	29,5	32,8
4,6%	17,4	18,3	19,3	20,4	23,4	23,4	25,3	27,7	30,6
4,8%	16,7	17,6	18,5	19,6	20,8	22,2	24,0	26,1	28,6
5,1%	16,1	16,9	17,8	18,7	19,9	21,2	22,8	24,6	26,9
5,3%	15,6	16,3	17,1	18,0	19,0	20,2	21,6	23,3	25,3

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

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
Eduardo Cabero - Seguros
Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - 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