Sector: Utilities.

Dividendos al alza hasta 2023 a pesar del previsible recorte en los ingresos regulados

Enagás

Precio Objetivo: 25,5 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

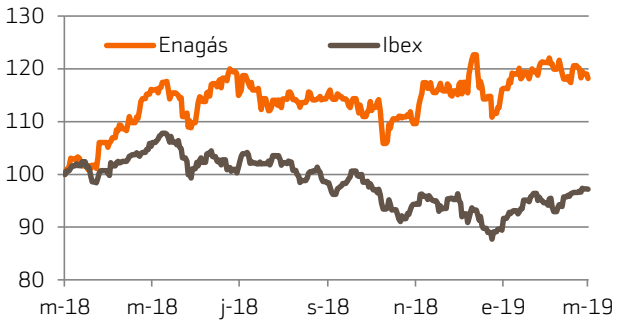
Capitalización (M €):	5.910 M€
Último:	24,77 €/acc.
Nº Acciones (M.):	239 M acc.
Max / Min (52 sem):	25,77/20,90 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	ENAG MC / ENAG SM

Accionariado

Principales cifras	2017	2018	2019e	2020e
Ingresos totales	1.385	1.342	1.327	1.327
EBITDA	1.110	1.061	1.036	1.081
BNA	467	443	424	463
FFO	871	805	783	781
Inversiones	329	253	120	120
Deuda Neta	5.008	4.275	3.970	3.724
Principales Ratios	**2017**	**2018**	**2019e**	**2020e**
BPA	1,96	1,86	1,78	1,94
DPA	1,46	1,53	1,60	1,68
Pay out	75%	82%	90%	87%
Deuda Neta/EBITDA	4,5 x	3,9 x	3,8 x	3,5 x
Rentabilidad dividendo	5,9%	6,2%	6,5%	6,8%

Año completo	2017	2018	Vr (a/a)
Total Ingresos	1.384	1.342	-3,0%
Ingresos Regulados	1.152	1.084	-5,9%
Ingresos No Regulados	232	258	11,3%
Costes Operativos	371	375	0,9%
EBITDA	1.110	1.061	-4,5%
BNA Ordinario	**438**	**443**	**1,1%**
BNA Total	467	443	-5,2%
FFO	871	805	-7,6%
Cash Flow Operativo	1.192	878	-26,4%
Inversiones	329	158	-52,0%
Deuda Neta	5.008	4.275	-14,6%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Los resultados 2018 cumplen con las guías de crecimiento en BNA (+1%). Los retornos de la actividad regulada se verán previsiblemente recortados en la próxima revisión (efectiva desde 2021). Sin embargo, Enagás se compromete a seguir aumentando los dividendos hasta 2023 (+2,3% en media anual) a pesar del previsible recorte regulatorio. La creciente contribución de las inversiones internacionales, la ausencia de inversiones relevantes en la red de transporte, la sostenibilidad financiera del sistema gasista (superávit neto anual) y la holgura existente en las métricas crediticias del grupo, permiten mantener una remuneración creciente al accionista. A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo resultante se mantiene en el rango 6,5%/7,0% en el periodo. 2019-23. El potencial al Precio Objetivo es limitado, pero la rentabilidad por dividendo es atractiva.

Resultados 2018: La reducción del RAB frena el crecimiento en BNA (+1%).

Los ingresos en el negocio regulado caen (-6%) por **contracción en la base de activos regulados** (RAB) ante la ausencia de inversiones relevantes en la red de transporte de gas. El BNA ordinario crece un 1,0% soportado por (i) **Mejoras en eficiencia** que permiten mantener estables los costes operativos; (i) **Mayor contribución de filiales** (Swedegas, TgP..) Las actividades no reguladas ganan peso en resultados: 20% vs 14% en 2017 y (iii) **Menor coste de la deuda:** 2,3% vs 2,4% en 2017. La **Deuda Neta se reduce en** -733M€ hasta 4.275M€, tras la devolución parcial de las aportaciones de capital a TAP (Trans Adriatic Pipeline) y la venta de Swedegas.

Revisión Regulatoria: Reciente precedente en la red de transporte de electricidad

La próxima revisión regulatoria para la red de transporte de gas es 2020 (efectiva en 2021). ENG recibe un Retorno Financiero (RF) sobre su base activos regulados (RAB) y una Retribución por Continuidad de Suministro (RCS). El regulador ha hecho pública ya su propuesta para la red de transporte de electricidad (REE), que incluye un recorte de -14% (desde 6,50% a 5,58%) en el retorno regulado. Es razonable esperar **un recorte similar para el gas** (ENG). Pensamos que los retornos serán siendo "adecuados" por 2 motivos: (i) **Estabilidad del sistema gasista**. Con el ritmo actual de crecimiento de demanda, el déficit del sistema quedaría eliminado para 2022/23, lo que reduce la presión para acometer recortes; (ii) **Necesidad de uso de la red**. El Gobierno quiere reducir el papel del carbón y las nucleares, lo que beneficia el uso del gas.

Dividendos al alza a pesar de un previsible menor retorno regulado

Enagás se compromete a seguir creciendo el dividendo a pesar del previsible recorte en los ingresos regulados. La creciente contribución de las inversiones internacionales (incluyendo la recuperación vía arbitraje de los 435M€ invertidos en GSP - Perú), la ausencia de inversiones relevantes en la red, la sostenibilidad financiera del sistema gasista (superávit neto anual) y la holgura existentes en las métricas crediticias del grupo, permiten mantener una remuneración creciente al accionista en los próximos años. El DPA crecerá un +5% anual hasta 2020 y al, menos, un +1% anual hasta 2023.

Conclusión: Neutral Precio Objetivo: 25,50 €/acción .

Los resultados 2018 cumplen con los objetivos en términos de BNA (+1%). El grupo se enfrenta a la revisión del retorno para su actividad regulada. La reciente decisión del regulador sobre el retorno para la red de transporte de electricidad (-14%) supone un precedente valioso que permite mejorar la visibilidad sobre los futuros ingresos regulados del grupo. A pesar del previsible recorte en el retorno regulado, Enagás se compromete a seguir creciendo el dividendo a los accionistas: +5% en 2019 y 2020 y +1% en 2021-23. A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo resultante se mantendrá en el rango 6,5%/7,0% en el periodo 2019-23.

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Pilar Aranda Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)
Juan Tuesta Rafael Alonso Ana de Castro Joao Pisco Elena Fernández-Trapiella
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Ingresos netos	1.385	1.342	1.327	1.327	1.260	1.219	1.215	-2,0%
EBITA	1013,2	968	956	946	904	853	846	-2,6%
EBITDA + Puesta en equivalencia	1.110	1.061	1.036	1.081	1.043	996	1.001	-1,1%
EBIT	708	668	694	738	723	681	692	0,7%
BNA	467	443	424	463	449	417	425	-0,8%

Resumen Balance de Situación

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Activo No Corriente	8.429	7.916	7.670	7.478	7.475	7.476	7.479	
Activo Corriente	503	416	394	402	414	418	422	
Caja e IFT	641	1.195	717	717	717	717	717	
Total Activo/Pasivo	9.573	9.526	8.781	8.597	8.606	8.611	8.618	-2,0%
FFPP	2.572	2.665	2.707	2.770	2.814	2.822	2.834	
Minoritarios	369	369	370	372	375	379	383	
Pasivo no corriente	712	795	795	795	795	795	795	
Deuda financiera	5.679	5.472	4.680	4.427	4.384	4.373	4.359	
Pasivo corriente	227	211	216	220	224	229	233	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2108	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Valor Residual
+EBITDA	968	956	946	904	853	846	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-173	-179	-190	-186	-175	-178	
=NOPLAT (Bº Operat. Después de Impuestos)	795	777	756	718	677	668	
-/+ Inversiones circulante	79	26	-4	-8	0	0	
- Inversiones Activo Fijo	-253	-120	-120	-280	-275	-260	
= CFL Operativo	621	683	633	431	403	408	10.116

WACC	5,1%
g	1,0%
Valor Presente Negocio	9.759 M€
+Valor Filiales	1.107 M€
- Deuda Neta Ajustada	-4.256 M€
- Minoritarios y Provis.	-516 M€
Valor Equity	6.095 M€
Nº acciones (mn)	239
Estimación DCF	25,5 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 25,5€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC\g	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%
4,3%	30,6	31,7	32,8	33,9	35,2	36,5	37,9	39,5	41,1
4,5%	28,3	29,2	30,2	31,3	32,4	33,5	34,8	36,1	37,5
4,7%	26,2	27,0	27,9	28,8	29,8	30,9	31,9	33,1	34,3
4,9%	24,3	25,1	25,8	26,7	27,5	28,5	29,4	30,5	31,5
5,1%	22,6	23,3	24,0	24,7	25,5	26,3	27,2	28,1	29,1
5,3%	21,0	21,6	22,3	22,9	24,4	24,4	25,2	26,0	26,8
5,5%	19,6	20,1	20,7	21,3	22,0	22,6	23,3	24,1	24,8
5,7%	18,2	18,7	19,3	19,8	20,4	21,0	21,6	22,3	23,0
5,9%	17,0	17,5	18,0	18,5	19,0	19,5	20,1	20,7	21,3

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Pilar Aranda Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)
Juan Tuesta Rafael Alonso Ana de Castro Joao Pisco Elena Fernández-Trapiella
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
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.