

Sector: Utilities.

Recomendación

Comprar

*Menos recortes en actividades reguladas y más dividendos de filiales internacionales*

## Enagás

Precio Objetivo:

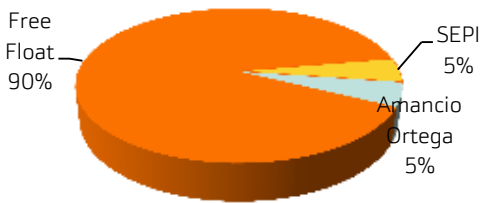
27,0 €

Analista: Aránzazu Bueno

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 5.702 M€  
 Último: 23,90 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 262 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 27,22/18,80 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

### Accionariado



La acción de Enagás recupera atractivo. La decisión final de la CNMC sobre los ingresos regulados de transporte de gas incluye menores recortes que la propuesta final y queda despejada la incertidumbre regulatoria. Las filiales internacionales aceleran su contribución a los resultados del grupo y permitirán mitigar el impacto de los recortes regulatorios. La remuneración al accionista es una prioridad estratégica y se mantendrá en niveles atractivos en los próximos años. El DPA crecerá desde el actual 1,60 hasta 1,74/acción en 2022 y se mantendrá a este nivel en 2023-26. A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo se sitúa entre 6,7% y 7,3%. Alta visibilidad de la generación de cash flow y de los dividendos para los accionistas al tratarse de actividades reguladas o soportada por activos protegidos por contratos. El contexto actual de tipos bajos por más tiempo favorece este tipo de acciones. Por estos motivos, reiteramos la recomendación de Comprar con Precio Objetivo 27,0€/acción

### Rdos 12M 19: Cash Flow Operativo al alza

El Cash Flow Operativo avanza un 9% en el periodo. Los ingresos regulados no crecen ya que la red de transporte de gas no requiere inversiones relevantes y la base de activos regulados (RAB) se reduce. Este efecto negativo se compensa por: (i) **Mayor contribución (+38%) de filiales internacionales** (Quintero, Tallgrass, .). Las actividades no reguladas ganan peso en resultados: 30% vs 20% hace un año, (ii) **Mejoras en eficiencia** operativa y (iii) Control del capital circulante. Las inversiones suben por la adquisición de Tallgrass en EE.UU

### Propuesta final del regulador: Menores recortes y más claridad

La propuesta final de la CNMC (diciembre 2019) contempla un recorte menor de los ingresos regulados que la propuesta inicial (julio 2019). El recorte medio en ingresos para el periodo 2020-26 se sitúa en -13% vs -22% de la propuesta inicial. Además, queda despejada la incertidumbre regulatoria 2020-26.

### Filiales internacionales: Motor de crecimiento del grupo

Enagas ha invertido un total de 2.900M€ en sus filiales internacionales. La principal inversión es el 30% en Tallgrass en EE.UU (1.452M€). Enagás espera recibir una media de 300M€/año en dividendos de estas filiales en el periodo 2020-26, comparado con los 123M€ recibidos en 2019. Esta mayor contribución de las filiales permitirá el crecimiento en el DPA del grupo a pesar del recorte en los ingresos regulados. Las inversiones en filiales internacionales representan el 35% del valor del grupo (EV).

### Perspectiva 2020-26: La remuneración al accionista como prioridad estratégica

Enagás ha declarado que mantiene el compromiso de crecimiento del DPA desde 1,60 €/acción en 2019 a 1,74 €/acción en 2022. En el periodo 2023-26 el DPA se mantendrá en 1,74€/acción a pesar del recorte en ingresos regulados. Los mayores dividendos de las filiales internacionales permitirán financiar estos dividendos crecientes a pesar del recorte en ingresos regulados. Alta visibilidad de la generación de cash flow y de los dividendos para los accionistas al tratarse de actividades reguladas o soportada por activos protegidos por contratos (*ship or pay*).

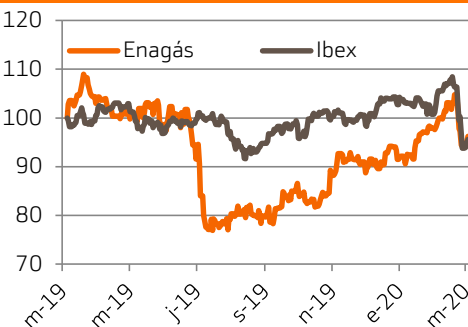
### Conclusión: Comprar Precio Objetivo: 27,00 €/acción .

El mayor valor de las activos internacionales y los menores recortes de ingresos en el negocio regulado aumentan el atractivo de la acción. El DPA crecerá desde el actual 1,60 hasta 1,74/acción en 2022 y se mantendrá a este nivel en 2023-26. A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo se sitúa entre 6,7% y 7,3%.

Pples datos	2018	2019	2020e
Ingresos	1.169	1.151	1.133
EBITDA regulado	827	833	811
EBITDA + Puesta equi	944	995	997
BNA	442	423	440
FFO	725	755	803
Deuda Neta	3.630	3.755	4.248
BPA	1,85	1,77	1,68
DPA	1,53	1,60	1,68
Pay out	83%	90%	100%
Deuda/EBITDA	4,0 x	3,9 x	4,1 x
Rentab. dividendo	6,4%	6,7%	7,0%

Doce meses	12M18	12M19	Vr (a/a)
Ingresos	1.169	1.151	-1,5%
Costes Operativos	-342	-318	-6,9%
<b>EBITDA regulado</b>	<b>827</b>	<b>833</b>	<b>0,7%</b>
Aport. Puesta equiv.	117	162	38,5%
EBITDA + Puesta equi	944	995	5,4%
<b>BNA Total</b>	<b>442</b>	<b>423</b>	<b>-4,5%</b>
FFO	725	755	4,1%
<b>Cash Flow Operat.</b>	<b>802</b>	<b>877</b>	<b>9,4%</b>
Inversiones	244	705	188,9%
<b>Dividendos</b>	<b>-356</b>	<b>-372</b>	<b>4,5%</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

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Ingresos	1.169	1.151	1.133	1.054	944	889	828	-5,6%
EBITDA	827	833	811	724	644	589	523	-7,4%
EBITDA + Puesta en equivalencia	920	995	997	971	929	874	823	-1,8%
BNA	442	423	440	436	425	392	376	-2,7%

### Resumen Balance de Situación

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Activo No Corriente	7.916	7.446	7.919	7.661	6.635	6.339	6.063	
Activo Corriente	416	285	397	385	370	359	348	
Caja e IFT	1.195	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>9.526</b>	<b>8.844</b>	<b>9.428</b>	<b>9.158</b>	<b>8.117</b>	<b>7.810</b>	<b>7.523</b>	<b>-3,9%</b>
FFPP	2.665	3.153	3.211	3.208	3.171	3.107	3.028	
Minoritarios	374	16	17	18	20	20	21	
Pasivo no corriente	795	461	461	461	461	461	461	
Deuda financiera	5.467	4.868	5.361	5.081	4.073	3.829	3.622	
Pasivo corriente	211	290	322	335	337	337	336	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor Residual
+EBITDA	811	724	644	589	523	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-142	-121	-101	-87	-76	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	670	603	543	502	447	
-/+ Inversiones circulante	19	25	8	11	10	
- Inversiones Activo Fijo	-100	-60	-60	-60	-55	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>638</b>	<b>568</b>	<b>491</b>	<b>453</b>	<b>402</b>	<b>6.610</b>

WACC 4,6%  
g -1,0%

Negocio Regulado 7.559 M€  
Participadas 2.972 M€  
Deuda Neta -3.756 M€  
Provisiones -100 M€  
Valor Fondos Propios 7.066 M€  
Número de acciones 261,8  
**Valor por acción 27,0 €/acción**

#### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 27,0€ 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	-1,8%	-1,6%	-1,4%	-1,2%	-1,0%	-0,8%	-0,6%	-0,4%	-0,2%
3,8%	28,3	29,0	29,8	30,6	31,6	32,6	33,6	34,8	36,2
4,0%	27,3	27,9	28,7	29,4	30,3	31,2	32,2	33,3	34,4
4,2%	26,4	27,0	27,6	28,3	29,1	29,9	30,8	31,8	32,9
4,4%	25,5	26,1	26,7	27,3	28,0	28,8	29,6	30,5	31,4
4,6%	24,7	25,2	25,8	26,4	27,0	27,7	28,4	29,2	30,1
4,8%	23,9	24,4	24,9	25,5	26,7	26,7	27,4	28,1	28,9
5,0%	23,2	23,6	24,1	24,6	25,2	25,8	26,4	27,1	27,8
5,2%	22,5	22,9	23,4	23,9	24,4	24,9	25,5	26,1	26,8
5,4%	21,9	22,3	22,7	23,1	23,6	24,1	24,6	25,2	25,8

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  
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