

Sector: Utilities.

La red no requiere inversiones adicionales y la base de activos regulados se reduce. Posibilidad de recorte en los futuros retornos.

## Enagás

Precio Objetivo: 25,0 €

Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 5.817 M€  
 Último: 24,37 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 239 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 25,20/20,25 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

### Accionariado



El BNA ordinario en 1S '18 (+1,1%) cumple con las guías del equipo gestor. La mayor contribución de las filiales internacionales, las mejoras en eficiencia y un menor coste de la deuda permiten compensar los menores ingresos del negocio regulado en España. Los objetivos 2018 se han reiterado: BNA (+1%) y DPA (+5%). La rentabilidad por dividendo actual es alta (6,3%). Sin embargo, la falta de visibilidad sobre el marco regulatorio frena la evolución de la acción en bolsa. El previsible recorte de los retornos regulados afectará a su capacidad de generar cash flow, por tanto, a su capacidad para remunerar al accionista en el futuro. El retroceso en rentabilidad de los bonos y el cambio de Gobierno en España ha favorecido el comportamiento reciente de todos los valores regulados.

### Resultados 1S '18: Limitado crecimiento en BNA (+1,%) por un menor RAB.

**BNA ordinario +1,0%.** Principales tendencias: (i) Menores ingresos del negocio regulado (-3%) por **contracción en la base de activos regulados (RAB)** ante la ausencia de inversiones en la red de transporte de gas. El incremento en demanda (+6%) permite mayores ingresos por RCS (Retribución por Continuidad de Suministro), que mitigan la caída en ingresos por Retorno Financiero (RF); (ii) **Mejoras en eficiencia** que permiten una caída del 1% en costes operativos; (iii) **Mayor contribución de filiales** (Saggas, TgP..) por puesta en equivalencia: +31% hasta 50M€. Las actividades no reguladas (filiales) siguen ganando peso en resultados: 21% en 1S'18 vs 13% en 1S'17; (iv) **Menor coste de la deuda:** 2,8% vs 2,7% en 1S'17; (v) **Reducción de Deuda Neta** (-458M€) hasta 4,550M€. En 1S'18 Enagás no ha tenido que hacer frente a pagos de dividendos y las inversiones se han limitado a TAP en Italia. FFO/Deuda Neta en 18,6% (16% en 1S'17). BNA total -18% por plusvalías extraordinarias por la integración de Quintero (Chile) en 1S'17.

### ENG reitera los objetivos del 2018.

**Objetivos 2018:** (i) BNA Recurrente 443M€ (+1,0%); (ii) DPA €1,53/acción (+5,0%); (iii) Deuda Neta 4.630M€. **Actualización sobre GSP (Perú):** Enagás comienza el arbitraje ante el incumplimiento del gobierno de su compromiso de re-licitar la concesión y la falta de acuerdo en el periodo de negociación directa. ENG espera recuperar la inversión (511M\$) en 2021.

### Revisión Regulatoria: Posición de Enagás.

El cambio de Gobierno ha proporcionado cierto alivio a las empresas reguladas. El anterior Ministro de Industria (A. Nadal) había adelantado que quería reducir los costes regulados del sistema para abaratar las tarifas. La próxima revisión regulatoria de ENG es en 2020 (efectiva en 2021). Por un lado, ENG recibe un Retorno Financiero (RF) sobre su base activos regulados (RAB) del 5,09% (rentabilidad del bono 10A + 50 p.b.). Una menor TIR en bonos y un menor RAB- por ausencia de inversiones en la red- llevarían a caídas en RF. Además, la Retribución por Continuidad de Suministro (RCS) podría verse afectada. El nuevo Gobierno tiene menos apoyos para introducir cambios importantes y la nueva Ministra de Cambio Climático quiere reducir el papel del carbón y las nucleares, lo que beneficia al gas. Con el ritmo actual de crecimiento de demanda, el déficit del sistema gasista quedaría eliminado para 2021/22, lo que reduce la presión para acometer recortes.

### Conclusión: Neutral Precio Objetivo: 25,00 €/acción.

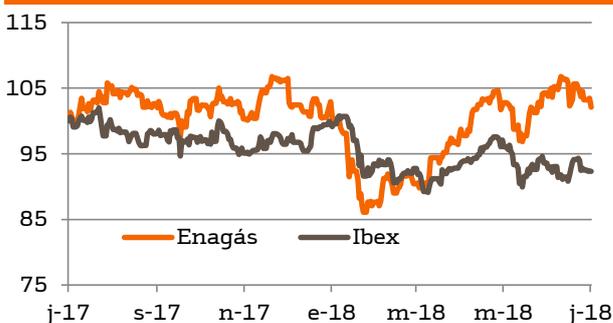
Resultados 1S'18 sin sorpresas y en línea para conseguir los objetivos del año. La rentabilidad por dividendo actual es atractiva (6,3%). Aunque todavía estamos lejos de la nueva revisión tarifaria y la diversificación de Enagás permite mitigar en parte el impacto de un probable recorte en los ingresos regulados, creemos que la actual incertidumbre regulatoria seguirá frenando la evolución de la acción en bolsa. El recorte de los ingresos regulados afectaría a su capacidad de generación de *cashflow* en el futuro y, por tanto, a su capacidad de remuneración al accionista. Ante la falta de visibilidad sobre el esquema retributivo del grupo, preferimos no estar invertidos de momento en la acción.

Principales cifras	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos totales	1.385	1.359	1.344	1.336
EBITDA	1.013	989	973	951
BNA	491	443	432	465
FFO	871	812	798	781
Inversiones	329	220	200	265
Deuda Neta	5.008	4.667	4.303	4.115

Principales Ratios	2017	2018e	2019e	2020e
BPA	2,06	1,85	1,81	1,95
DPA	1,46	1,53	1,60	1,68
Pay out	71%	82%	88%	86%
Deuda Neta/EBITDA	4,5 x	4,3 x	4,3 x	4,2 x
Rentabilidad dividendo	6,0%	6,3%	6,6%	6,9%

Primer Semestre	1H '17	1H '18	Vr (a/a)
Total Ingresos	688	683	-0,7%
Ingresos Regulados	566	548	-3,3%
Ingresos No Regulados	122	136	11,2%
Rdos Puesta en Equival. (filiales)	39	50	30,3%
EBITDA + Puesta en equivalencia	536	545	1,7%
<b>BNA Ordinario</b>	<b>217</b>	<b>219</b>	<b>1,1%</b>
BNA Total	269	219	-18,5%
<b>Cash Flow Operativo</b>	<b>605</b>	<b>556</b>	<b>-8,0%</b>
Inversiones	-202	-103	-48,9%
Cash Flow Libre	368	461	25,1%
Deuda Neta	5.177	4.550	-12,1%

### 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 Esther G. de la Torre Pilar Aranda Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)  
 Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Ramón Carrasco Joao Pisco Elena Fernández-Traipiella

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

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

Avda de Bruselas, 14

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>

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '17-'22
Ingresos netos	1.218	1.385	1.359	1.344	1.336	1.330	1.291	-1,4%
EBITA	882,6	1.013	989	973	951	929	898	-2,4%
EBITDA + Puesta en equivalencia	949	1.110	1.073	1.053	1.086	1.053	1.026	-1,6%
EBIT	652	732	742	728	761	732	705	-0,8%
<b>BNA</b>	<b>417</b>	<b>491</b>	<b>443</b>	<b>432</b>	<b>465</b>	<b>447</b>	<b>423</b>	<b>-2,9%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '17-'22
Activo No Corriente	7.895	8.429	8.163	8.133	8.098	8.098	8.098	
Activo Corriente	493	503	483	462	442	450	460	
Caja e IFT	795	641	641	641	641	641	641	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>9.182</b>	<b>9.573</b>	<b>9.287</b>	<b>9.237</b>	<b>9.181</b>	<b>9.190</b>	<b>9.199</b>	<b>-0,8%</b>
FFPP	2.448	2.572	2.650	2.700	2.764	2.842	2.905	
Minoritarios	15	369	371	372	374	377	381	
Pasivo no corriente	484	712	712	712	712	722	733	
Deuda financiera	5.789	5.679	5.309	5.202	5.077	4.988	4.914	
Pasivo corriente	174	227	231	236	240	245	250	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor Residual
+EBITDA	989	973	951	929	898	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-171	-168	-163	-156	-148	
=NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	819	805	788	773	749	
-/+ Inversiones circulante	24	25	25	25	-4	
- Inversiones Activo Fijo	-220	-200	-210	-305	-305	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>623</b>	<b>630</b>	<b>604</b>	<b>464</b>	<b>440</b>	<b>10.532</b>

WACC 5,1%  
g 1,1%

Valor Presente Negocio 10.133 M€  
+Valor Filiales 1.350 M€  
- Deuda Neta Ajustada -5.008 M€  
- Minoritarios y Provis. -516 M€  
Valor Equity 5.960 M€  
Nº acciones (mn) 239  
Estimación DCF 25,0 €/acción

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 25,0€ 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	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%
4,3%	30,5	31,5	32,7	33,9	35,1	36,5	37,9	39,5	41,1
4,5%	28,1	29,0	30,0	31,0	32,2	33,3	34,6	35,9	37,4
4,7%	25,9	26,7	27,6	28,5	29,5	30,6	31,7	32,8	34,1
4,9%	23,9	24,7	25,4	26,3	27,2	28,1	29,1	30,1	31,2
5,1%	22,1	22,8	23,5	24,2	25,0	25,8	26,7	27,6	28,6
5,3%	20,5	21,1	21,7	22,4	23,8	23,8	24,6	25,4	26,3
5,5%	19,0	19,5	20,1	20,7	21,3	22,0	22,7	23,4	24,2
5,7%	17,6	18,1	18,6	19,2	19,7	20,3	21,0	21,6	22,3
5,9%	16,3	16,8	17,2	17,7	18,3	18,8	19,4	20,0	20,6

### 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)

Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Ramón Carrasco Joao Pisco Elena Fernández-Trapiella

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

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

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

Avda de Bruselas, 14

28108 Madrid

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.