

Sector: Utilities.

Recomendación **Neutral**

El negocio regulado es defensivo. Tallgrass tiene cierta exposición a los precios de petróleo

Enagás

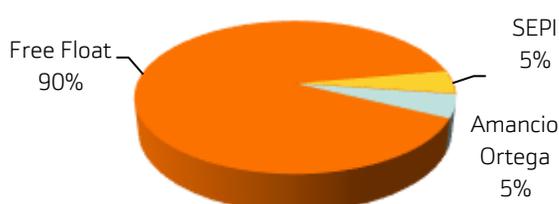
Precio Objetivo: **23,0 €**

Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.772 M€
 Último: 20,00 €/acc.
 N° Acciones (M.): 262 M acc.
 Max / Min (52 sem): 26,26/15,45 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado



Los resultados y el DPA de 2020 no se ven amenazados por el Covid-19. El equipo gestor mantiene 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) por tener cierta exposición a los precios del gas y petróleo. Los contratos con clientes por el uso de los oleoductos y gaseoductos son a largo plazo y sólo una parte se renegocia este año. Sin embargo, el actual entorno de bajos precios del petróleo no le beneficia, ya que afecta la capacidad de pago de sus clientes a futuro. El 16% de los Fondos Generados por las Operaciones del grupo previstos para 2020-2026 provienen de TGE. Creemos que el escenario actual tan negativo de petróleo será temporal. Sin embargo, hasta que se clarifique el escenario sobre el petróleo nos parece más prudente establecer una recomendación de Neutral. En cuanto se clarifique este panorama incierto retomaremos nuestra visión positiva sobre la acción.

Rdos 1T'20: Resultados recurrentes sin sorpresas.

Ingresos regulados estables. La red de transporte de gas no requiere inversiones relevantes y la base de activos regulados (RAB) no crece. **La contribución de las filiales internacionales sube un 5%.** El BNA sube (+14,7%) por encima de lo esperado por las diferencias de cambio positivas de 18M€ por la compra de dólares por la adquisición de TGE.

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%). Mantiene también el compromiso de crecer el DPA desde 1,68 en 2020 a 1,74 €/acción en 2022. En 2023-26 el DPA se mantendrá en 1,74€/acción. Los dividendos crecientes de las filiales internacionales permitirán financiar estos dividendos a pesar del recorte en ingresos regulados.

TallGrass (TGE), el activo más expuesto a la actual coyuntura económica

En el **negocio regulado en España** (70% del valor del grupo) **el impacto es muy limitado.** Tan sólo una parte de la remuneración (RSC) está ligada a la evolución de demanda de gas. Una caída de la demanda de -5%/-8% en 2020 en vez de +1%/+2% llevaría a unos 20M€ menos de ingresos regulados: -2% del total.

En las filiales internacionales la más afectada es Tallgrass (TGE) en EE.UU por tener exposición a los precios del gas y petróleo. Los contratos con clientes por el uso de los oleoductos y gaseoductos son a largo plazo y sólo una parte se renegocia este año. Pero es cierto que el actual entorno de bajos precios del petróleo no le beneficia, ya que afecta la capacidad de pago de sus clientes a futuro. El Plan Estratégico de ENG 2020-26 incluye 140M€/año de dividendos en media de TGE (16% del total fondos generados en el periodo). ENG ha invertido 1.450M€ en TGE. En un escenario muy penalizador de **pérdida temporal** de 40% de valor de la filial, el impacto sería de 2,2€/acción.

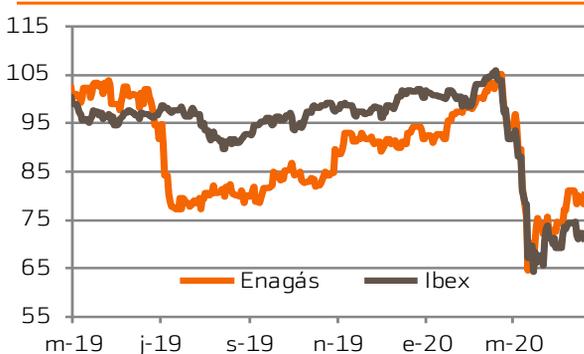
Conclusión: Neutral. Precio Objetivo: 23,00 €/acción.

Los resultados 2020 no se ven amenazados por el Covid-19. Enagás mantiene sus objetivos de DPA para 2020-26. 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. **El activo más afectado a la actual desfavorable coyuntura económica es la participación en Tallgrass en EE.UU,** por tener cierta exposición a los precios de gas y petróleo. En un escenario negativo de pérdida temporal del 40% de valor de la filial, el impacto sería de 2,2€/acción. Creemos que el impacto de los actuales precios bajos del petróleo sería temporal. **Sin embargo, hasta que se clarifique el escenario de precios de petróleo, nos parece más prudente establecer una recomendación de Neutral.**

Pples datos	2019	2020e	2021e
Ingresos	1.151	1.133	1.054
EBITDA regulado	833	811	724
EBITDA + Puesta equiv.	995	997	971
BNA	442	440	436
FFO	755	803	755
Deuda Neta	3.756	4.248	3.968
BPA	1,77	1,68	1,67
DPA	1,60	1,68	1,70
Pay out	90%	100%	102%
Deuda/EBITDA	3,9 x	4,1 x	4,1 x
Rentab. dividendo	8,0%	8,4%	8,5%

Primer Trimestre	1T'19	1T'20	Vr (a/a)
Ingresos	278	283	1,8%
Costes Operativos	-81	-82	1,5%
EBITDA regulado	197	201	2,0%
Aport. Puesta equiv.	33	35	5,5%
EBITDA + Puesta equiv.	230	236	2,5%
BNA Total	104	105	0,6%
FFO	197	177	-10,5%
Cash Flow Operat.	218	187	-14,2%
Inversiones	631	28	-95,6%
Deuda Neta	4.407	3.605	-18,2%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'25
Ingresos	1.385	1.133	1.054	944	889	828	788	-9,0%
EBITDA	1013	811	724	644	589	523	488	-11,5%
EBITDA + Puesta en equivalencia	1.110	997	971	929	874	823	808	-5,2%
BNA	467	440	436	425	392	376	382	-3,3%

Resumen Balance de Situación

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI '19-'24
Activo No Corriente	7.446	7.919	7.661	6.635	6.339	6.063	5.797	
Activo Corriente	285	397	385	370	359	348	337	
Caja e IFT	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113	1.113	
Total Activo/Pasivo	8.844	9.428	9.158	8.117	7.810	7.523	7.247	-3,3%
FFPP	3.153	3.211	3.208	3.171	3.107	3.028	2.954	
Minoritarios	16	17	18	20	20	21	20	
Pasivo no corriente	461	461	461	461	461	461	461	
Deuda financiera	4.868	5.361	5.081	4.073	3.829	3.622	3.421	
Pasivo corriente	290	322	335	337	337	336	335	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor Residual
+EBITDA	811	724	644	589	523	488	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-135	-116	-95	-81	-69	-63	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	677	608	550	508	454	425	
-/+ Inversiones circulante	19	25	8	11	10	10	
- Inversiones Activo Fijo	-100	-60	-60	-60	-55	-55	
= CFL Operativo	645	573	498	459	409	380	6.416

WACC 4,3%
g -1,5%

Negocio Regulado 7.577 M€
Participadas 2.600 M€
Deuda Neta -3.756 M€
Nueva Deuda por TallGrā -747 M€
Valor Fondos Propios 6.014 M€
Número de acciones 261,8
Valor por acción 23,0 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 23,0€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER'20e implícito
13,7

Rent. Divid. 20e implícita
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%	21,7	23,1	24,6	26,5	28,8	31,5	35,0	39,6	45,7
3,6%	20,8	22,0	23,4	25,1	27,1	29,6	32,6	36,5	41,7
3,8%	19,9	21,0	22,3	23,8	25,6	27,8	30,5	33,9	38,3
4,1%	19,1	20,1	21,3	22,6	24,3	26,2	28,6	31,5	35,3
4,3%	18,3	19,2	20,3	21,6	23,0	24,8	26,9	29,5	32,7
4,6%	17,6	18,4	19,4	20,6	23,5	23,5	25,3	27,6	30,5
4,8%	16,9	17,7	18,6	19,6	20,9	22,3	24,0	26,0	28,5
5,1%	16,2	17,0	17,8	18,8	19,9	21,2	22,7	24,5	26,7
5,3%	15,6	16,3	17,1	18,0	19,0	20,2	21,5	23,2	25,1

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