Sector: Utilities.

Las red no requiere inversiones adicionales y la base de activos regulados se reduce. Además , los futuros retornos se verán recortados .

Enagás

Precio Objetivo: 24,0 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

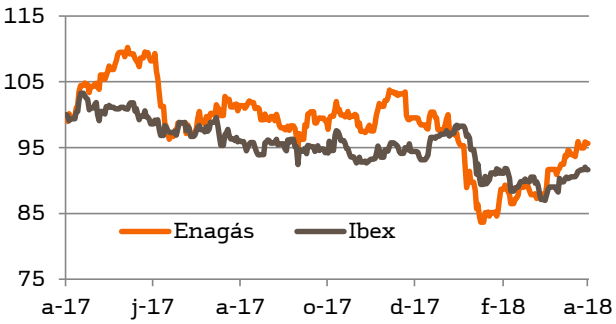
Capitalización (M €):	5.533 M€
Último:	23,18 €/acc.
Nº Acciones (M.):	239 M acc.
Max / Min (52 sem):	26,81/20,25 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	ENAG MC / ENAG SM

Accionariado

Principales cifras	2016	2017	2018e	2019e
Ingresos totales	1.218	1.385	1.356	1.341
EBITDA	883	1.013	989	973
BNA	417	491	443	432
FFO	757	871	812	798
Inversiones	900	329	220	270
Deuda Neta	5.089	5.008	4.538	4.303
Principales Ratios	**2016**	**2017**	**2018e**	**2019e**
BPA	1,75	2,06	1,85	1,81
DPA	1,39	1,46	1,53	1,60
Pay out	80%	71%	82%	88%
Deuda Neta/EBITDA	5,1 x	4,5 x	4,3 x	4,3 x
Rentabilidad dividendo	6,0%	6,3%	6,6%	6,9%

Primer Trimestre	1T '17	1T' 18	Vr (a/a)
Total Ingresos	343	342	-0,1%
Ingresos Regulados	279	270	-3,3%
Ingresos No Regulados	64	73	13,6%
Rdos Puesta en Equival. (filiales)	23	26	10,9%
EBITDA + Puesta en equivalenc	265	274	3,5%
BNA Ordinario	**103**	**104**	**1,0%**
BNA Total	157	104	-33,8%
FFO	238	207	-12,8%
Inversiones	-264	-42	-83,9%
Cash Flow Libre	-39	140	-458,3%
Deuda Neta	5.678	4.972	-12,4%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

El BNA ordinario en 1T '18 (+1,0%) 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 compensan los menores ingresos del negocio regulado en España (-3%). Los objetivos 2018 se han reiterado: BNA (+1%) y DPA (+5%). La rentabilidad por dividendo actual es alta (6,5%). 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 en el futuro y , por tanto, a su capacidad para remunerar al accionista. Las rentabilidades al alza en los bonos y un crecimiento actual en BPA por debajo de la media del IBEX (+1,0% vs +11%) tampoco favorecen el comportamiento de la acción.

Resultados 1T´18: La falta de crecimiento en RAB limita el BNA (+1,0%).

BNA ordinario +1,0%. Principales tendencias: (i) Menores ingresos del negocio regulado (-3,3%) por contracción en la base de activos regulados (RAB) ante la ausencia de inversiones relevantes en la red de distribución de gas. El incremento en la demanda de gas (+5%) permite mayores ingresos por RCS (Retribución por Continuidad de Suministro), que mitigan la caída en el Retorno Financiero (RF); (ii) **Una mayor contribución de las filiales** (Saggas, TgP..) y mejoras en eficiencia compensan esta caída y el EBITDA sube un 3,5%; (iii) **Menor coste de la deuda:** 2,8% vs 2,7% en 1T'17; (iv) Los **Fondos Generados por las Operaciones** (FFO) caen (-13%) por un mero efecto de calendario en los dividendos de su filial TgP que se corregirá en 2T; (v) **Reducción de Deuda Neta** en 217M€ hasta 4,791M€. En 1T'18 Enagás no ha tenido que hacer frente a desembolsos por dividendos y las inversiones (42M€) se han limitado a TAP en Italia. FFO/Deuda Neta se sitúa en 18,1% (16% en 1T'17). BNA total -34% por las plusvalias extraordinarias por la integración de Quintero (Chile) en 1T'17.

ENG reitera los objetivos del 2018 .

Objetivos 2018: (i) BNA Recurrente de 443M€ (+1,0%); (ii) DPA €1,53/acción (+5,0%); (iii) Dividendos de filiales 125M€ (estable vs 2017); (iv) FFO/Deuda Neta> 15,0%. **Actualización sobre GSP (Peru):** Enagás ha comenzado el arbitraje ante el incumplimiento del gobierno de su compromiso de re-licitar la concesión en 12 meses. Paralelamente mantiene negociaciones con el nuevo gobierno, que lleva tan solo un mes en su cargo. El grupo espera recuperar la inversión (511M$) en 2021.

Revisión Regulatoria : Posición de Enagás .

El Gobierno quiere reducir los costes regulados del sistema gasista para abaratar las tarifas. La próxima revisión regulatoria de Enagás es en 2020 (efectiva en 2021). Por un lado, Enagás recibe un Retorno Financiero (RF) sobre su base activos regulados (RAB) del 5,09% (rentabilidad del bono a 10 años más un diferencial de 50 p.b.). La caída en *TIR* en los últimos años en los bonos y la ausencia de inversiones relevantes en la red -que erosiona su RAB- llevarían a un menor RF. Además, la Retribución por Continuidad de Suministro (RCS) también podría verse afectada. Con el ritmo actual de crecimiento de demanda, el déficit del sistema quedaría eliminado para 2022-24, lo que reduce en parte la presión para acometer recortes. En la actualidad, Enagás deriva el 80% del BNA del negocio regulado.

Conclusión: Neutral Precio Objetivo: 24,0 €/acción .

Resultados 1T'18 sin sorpresas y en línea para conseguir los objetivos del año. La rentabilidad por dividendo actual es atractiva (6,5%). Aunque todavía estamos lejos de la nueva revisión tarifaria, y la diversificación de Enagás permite mitigar en parte este impacto, 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.

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Eva del Barrio Esther G. de la Torre Pilar Aranda Susana André (Mktg & Support)
Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Ramón Carrasco 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

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI '17-'22
Ingresos netos	1.218	1.385	1.356	1.341	1.336	1.318	1.267	-1,8%
EBITA	882,6	1.013	989	973	951	919	863	-3,2%
EBITDA + Puesta en equivalencia	949	1.110	1.073	1.053	1.086	1.043	991	-2,2%
EBIT	652	732	742	728	761	722	670	-1,8%
BNA	417	491	443	432	465	439	397	-4,2%

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	
Total Activo/Pasivo	9.182	9.573	9.287	9.237	9.181	9.190	9.199	-0,8%
FFPP	2.448	2.572	2.650	2.700	2.764	2.841	2.900	
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	4.990	4.920	
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	919	863	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-171	-168	-163	-154	-139	
=NOPLAT (Bº Operativo Después de Impuestos)	819	805	788	766	723	
-/+ Inversiones circulante	24	25	25	25	-4	
- Inversiones Activo Fijo	-220	-200	-210	-305	-305	
= CFL Operativo	623	630	604	457	414	10.158

WACC	5,1%
g	1,1%
Valor Presente Negocio	9.869 M€
+Valor Filiales	1.392 M€
- Deuda Neta Ajustada	-5.008 M€
- Minoritarios y Provis.	-528 M€
Valor Equity	5.725 M€
Nº acciones (mn)	239
Estimación DCF	24,0 €/acción

Método de valoración:
Establecemos un precio objetivo de 24,0€ 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%	29,3	30,4	31,5	32,7	33,9	35,3	36,7	38,3	39,9
4,5%	26,9	27,9	28,9	29,9	31,0	32,2	33,4	34,8	36,2
4,7%	24,8	25,6	26,5	27,4	28,4	29,4	30,5	31,7	32,9
4,9%	22,9	23,6	24,4	25,2	26,1	27,0	27,9	29,0	30,0
5,1%	21,1	21,8	22,5	23,2	24,0	24,8	25,6	26,5	27,5
5,3%	19,5	20,1	20,7	21,4	22,8	22,8	23,6	24,4	25,2
5,5%	18,0	18,6	19,2	19,7	20,4	21,0	21,7	22,4	23,2
5,7%	16,7	17,2	17,7	18,2	18,8	19,4	20,0	20,7	21,3
5,9%	15,4	15,9	16,4	16,9	17,4	17,9	18,5	19,0	19,6

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Eva del Barrio Esther G. de la Torre Pilar Aranda Susana André (Mktg & Support)
Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Ramón Carrasco 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.