

Sector: Utilities.

*Dividendos más realistas para preparar las futuras inversiones del hidrógeno verde*

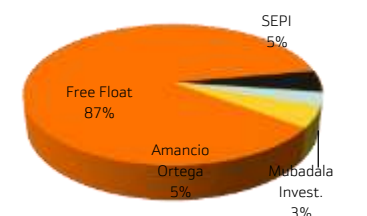
## Enagás

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **16,1 €**  
 Potencial: **11,0%**  
 Analista: **Aránzazu Bueno**

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.811 M€  
 Precio Cierre 19.02.2024: 14,55 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 262 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 18,55/14,315 €/acc.  
 Comportamiento YTD: -1,74%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

### Accionariado



Pples datos y Ratio:	2022	2023	2024e
BNA	376	343	281
BPA	1,44	1,31	1,07
PER	10,1	11,1	13,5
DPA	1,72	1,74	1,00
Pay out	120%	133%	93%
Rentab. dividendo	11,8%	12,0%	6,9%
Deuda neta	3.436	3.348	3.437
Deuda/EBITDA	3,7 x	3,4 x	3,8 x
Doce meses	2022	2023	Vr (a/a)
EBITDA	797	780	-2%
EBITDA regulado	596	581	-3%
Filiales Internacion	201	200	-1%
<b>BNA</b>	<b>376</b>	<b>343</b>	<b>-9%</b>
<b>BNA ordinario</b>	<b>329</b>	<b>300</b>	<b>-9%</b>
FFO	612	555	-9%
Cash Flow Operat.	847	761	-10%
Inversiones	151	224	48%
Coste Deuda	1,8%	2,6%	48%
<b>Deuda Neta</b>	<b>3.436</b>	<b>3.348</b>	<b>-3%</b>

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Todos nuestros informes disponibles en:  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Los resultados de 2023 muestran caída en BNA (-9%), pero superan los objetivos del año. Las guías para 2024 apuntan a una nueva caída en resultados (BNA ordinario entre -10% y -13%), pero también batan estimaciones. Los motivos de la caída en resultados en estos años son el recorte en ingresos regulados, una menor contribución de las filiales internacionales y un mayor coste de la deuda. **La sorpresa ha venido por el lado de los dividendos.** El DPA para 2024-26 se recorta desde 1,74€/acción previsto en el Plan Estratégico hasta 1,00€/acción para poder afrontar con más comodidad las futuras inversiones del hidrógeno verde. En los últimos años los menores dividendos de las filiales y el retraso en el arbitraje de GSP habían resultado en una generación de cash flow menor de la prevista. **Con el nuevo DPA, la rentabilidad por dividendo se sitúa en 6,9% en 2024-26.** No descartamos que se puedan producir nuevos ajustes en el dividendo en el futuro, a medida que se materialicen las inversiones relacionadas con el hidrógeno verde. De hecho, nuestras estimaciones asumen un DPA de 0,75€/acción a partir de 2027, lo que supondría una rentabilidad en el entorno de 5,2%. Las inversiones relacionadas con el H2Med para transportar el hidrógeno desde España hacia el resto de Europa junto con las inversiones de la Red Troncal de Hidrógeno en España han sido consideradas como Proyectos de Interés Común Europeo y son susceptibles de recibir subvenciones. **Enagás estima una inversión de 3.200M€ en hidrógeno en el periodo 2027-30** y que las subvenciones puedan representar un 40% del total. En cuanto a la recomendación, la acción no está cara a estos niveles, aunque podría perder un poco el interés de los inversores tras este anuncio de menores dividendos. La empresa ha anunciado también un programa de recompra de acciones para mitigar este posible impacto negativo. En el último año ENG ha caído un -13% frente a una subida de entorno al +7% del mercado español y de cerca del +12% del mercado europeo. **Tras esta caída en las bolsas, con unos dividendos más realistas y todavía muy atractivos y con la oportunidad del hidrógeno verde a futuro mejoramos la recomendación a Comprar desde Neutral con Precio Objetivo de 16,10€/acc.**

### Resultados 2023: BNA ordinario -9%, pero bate los objetivos del año.

Resultados débiles pero superando los objetivos del año. Principales magnitudes: EBITDA 780M€ (-2%) vs 770M€ est, BNA 343M€ (-9%) vs 320M€ est; BNA recurrente 300M€ (-9%); Fondos generados por las Operaciones 555M€ (-9%) y Deuda Neta 3.348M€ vs 3.436M€ en diciembre 2022. **Factores negativos: (i) Menores ingresos regulados (-6%):** El nuevo marco regulatorio para la red de transporte comienza en 2021 y llega hasta 2026. El regulador recorta los ingresos ante una menor base de activos regulados (no son necesarias nuevas inversiones en la red) y una menor RCS (Retribución por Continuidad de Suministro); (ii) **Menor contribución de las filiales internacionales (-1%)** tras la venta de GNL Quintero Peru) y una menor aportación de Tallgrass (EEUU) ; (iii) **Mayor coste de la deuda (2,6% vs 1,8% en 2022).**

### Guías 2024 : Nueva caída en resultados : BNA ordinario entre -10% y -13% . Mejora las estimaciones de consenso

El equipo gestor adelanta un EBITDA para 2024 de entre 750M€ y 760M€, lo que supone una caída de entre un -3% y un -4% . El BNA ordinario se situaría entre 260M€ y 270M€, lo que representa una caída de entre -10% y -13%. En el negocio regulado, la base de activos regulados (RAB) sigue cayendo ante la falta de inversiones en la red de transporte de gas y resulta en menores ingresos. En las filiales internacionales, Tallgrass (EEUU) seguirá reduciendo su aportación a los resultados del grupo en 2024 . Estas guías se sitúan por encima de las estimaciones del consenso que apuntaban a un EBITDA de 720M€ y un BNA de 246M€

### Recortes en dividendos en 2024-26 para afrontar con más comodidad las inversiones del hidrógeno verde

El DPA para el periodo 2024-26 se recorta desde los 1,74€/acción incluidos en el Plan Estratégico hasta 1,00€/acción. Esto supone que en este periodo de 3 años se repartirán 900M€ vs 1.400M€ anteriormente previsto. El motivo es poder afrontar con más comodidad las futuras inversiones del hidrógeno verde y poder mantener el rating crediticio. En los últimos años, los menores dividendos de las filiales y el retraso en el arbitraje de GSP habían resultado en una generación de cash flow menor de la prevista. **Con el nuevo DPA, la rentabilidad por dividendo se sitúa en 6,90% en 2024-26.** No descartamos que se puedan producir nuevos ajustes en el dividendo en el futuro, a medida que se materialicen las inversiones relacionadas con el hidrógeno verde. De hecho, nuestras estimaciones asumen un recorte de hasta 0,75€/acción a partir de 2027. A los precios actuales, **la rentabilidad estaría en el entorno de 5,2% a partir de 2027.**

### Oportunidad a medio plazo en el hidrógeno.

El apoyo al hidrógeno verde por la Comisión Europea supone una oportunidad de crecimiento a futuro para el grupo. Las **inversiones relacionadas con el H2Med (2.500M€** conducto submarino que conectaría Barcelona con Marsella) para transportar el hidrógeno verde desde España y Portugal (principales centros de producción en el futuro) hacia el resto de Europa junto con las inversiones de la **Red Troncal de Hidrógeno** en España (4.900M€) han sido consideradas como **Proyectos de Interés Común Europeo y son susceptibles de recibir subvenciones.** Enagás estima una inversión de 3.200M€ en hidrógeno en el periodo 2027-30 y que las subvenciones puedan representar un 40% del total. Enagás considera que la nueva regulación para el hidrógeno podría tener un retorno financiero de entre el 7% y 8% vs el actual 5,44% que existe para la red de transporte del gas.

### Próxima resolución del arbitraje en GSP. Los fondos tardarán más en llegar.

La resolución del arbitraje del CIADI (Banco Mundial) contra el Estado de Perú por la paralización del Gaseoducto Sur Peruano (GSP) se podría conocer durante el primer semestre de este año. En enero de 2017 el gobierno de Perú rescindió la concesión del contrato al no poder obtener el consorcio los fondos necesarios para financiar su construcción. El principal socio en el proyecto (Odebrecht) se vio envuelto en escándalos de corrupción. ENG confía en recuperar la mitad de la inversión (200M€) en 2027-30 y el resto post-2030. Esta decisión es importante para ENG no solo **por los 511M\$ en juego en GSP** (12% de su capitalización bursátil) sino también por las implicaciones para **la repatriación de los dividendos de TGP** (otros 460M\$, equivalente a otro 12% adicional de su capitalización).

### Recomendación: Compra, Precio Objetivo: 16,10 €/acción.

Los resultados en 2023 y 2024 seguirán mostrando caídas en EBITDA y BNA debido al recorte en ingresos regulados, una menor contribución de las filiales internacionales y un mayor coste de la deuda. **El DPA para el periodo 2024-26 se recorta desde 1,74€/acción previsto en el Plan Estratégico hasta 1,00€/acción** para poder afrontar con más comodidad las futuras inversiones del hidrógeno verde. No descartamos que se puedan producir nuevos ajustes en el dividendo en el futuro, a medida que se materialicen estas inversiones. De hecho, nuestras estimaciones asumen un DPA de 0,75€/acción a partir de 2027. En cuanto a valoración, la acción no está cara a estos niveles, pero podría perder un poco el interés de los inversores tras este anuncio de menores dividendos. La empresa ha anunciado también un programa de recompra de acciones (hasta 6,3M€, 0,2% de la capitalización bursátil) para mitigar este posible impacto negativo. En el último año ENG ha caído un -13% frente a una subida en el entorno al +7% del mercado español y de cerca del +12% del mercado europeo. **Tras esta caída en las bolsas, con unos dividendos más realistas y con la oportunidad del hidrógeno verde, mejoramos la recomendación a Comprar desde Neutral con Precio Objetivo de 16,10€/acc.** Recortamos el Precio Objetivo desde 17,40€/acc por menor valor asignado a las filiales y ajuste en el negocio regulado.

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI '23-'28
Ingresos	970	920	901	844	796	785	800	-2,7%
EBITDA	596	581	564	502	449	444	427	-6,0%
EBITDA + Puesta en equivalencia	797	780	750	692	670	670	665	-3,1%
<b>BNA</b>	<b>376</b>	<b>343</b>	<b>281</b>	<b>247</b>	<b>236</b>	<b>235</b>	<b>231</b>	<b>-7,5%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI '23-'28
Activo No Corriente	7.414	7.347	7.229	7.141	6.990	7.185	7.064	
Activo Corriente	589	291	374	394	390	395	399	
Caja e IFT	1.397	869	869	869	869	869	869	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>9.399</b>	<b>8.507</b>	<b>8.472</b>	<b>8.404</b>	<b>8.250</b>	<b>8.449</b>	<b>8.333</b>	<b>-0,4%</b>
FFPP	3.218	3.000	2.938	2.923	2.709	2.749	2.765	
Pasivo no corriente	482	409	409	409	409	409	409	
Deuda financiera	4.832	4.218	4.306	4.343	4.402	4.554	4.682	
Pasivo corriente	792	615	553	464	464	472	477	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	Valor Residual
+EBITDA negocio regulado	564	502	449	444	427	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-72	-58	-45	-44	-40	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	491	444	404	400	387	
-/+ Inversiones circulante	-144	-110	4	3	0	
- Inversiones Activo Fijo	-170	-190	-190	-500	-240	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>207</b>	<b>174</b>	<b>248</b>	<b>-97</b>	<b>147</b>	<b>5.594</b>

WACC 4,4%  
g 1,7%

Negocio Regulado 4.948 M€  
Part. Interna & otros. 2.630 M€  
Deuda Neta -3.349 M€  
Valor Fondos Propios 4.230 M€  
Número de acciones 261,9  
**Valor por acción 16,1 €/acción**

**Método de valoración:**

Establecemos un precio objetivo de 16,10€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER24e implícito

15,0

EV/EBITDA 24e implícito

10,1

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%	2,5%
<b>3,4%</b>	18,3	20,0	22,0	24,5	27,6	31,5	36,7	43,7	53,8
<b>3,6%</b>	16,3	17,7	19,3	21,3	23,6	26,5	30,2	34,9	41,3
<b>3,9%</b>	14,6	15,8	17,1	18,7	20,5	22,8	25,5	28,9	33,2
<b>4,1%</b>	13,2	14,2	15,3	16,6	18,1	19,8	21,9	24,5	27,7
<b>4,4%</b>	12,0	12,9	13,8	14,9	<b>16,1</b>	17,5	19,2	21,1	23,5
<b>4,6%</b>	11,0	11,7	12,5	13,4	15,6	16,9	18,5	20,4	22,4
<b>4,9%</b>	10,1	10,7	11,4	12,2	13,0	14,0	15,1	16,4	17,9
<b>5,1%</b>	9,3	9,9	10,4	11,1	11,8	12,7	13,6	14,7	15,9
<b>5,4%</b>	8,6	9,1	9,6	10,2	10,8	11,5	12,3	13,2	14,2

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
24/10/2023	Neutral	17,4 €
26/04/2023	Neutral	18,4 €
21/02/2023	Neutral	18,4 €

## INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente 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, PER teórico.
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: [https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: [https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS:

- Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Eduardo Cabero – Seguros
Pedro Echeguren – Farma & Salud	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Pilar Aranda – Petróleo
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Aránzazu Cortina – Industriales	Juan Moreno – Inmobiliarias
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Carlos Pellicer – Alimentación & Distribución	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Pedro Ribeiro – Portugal	

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.