

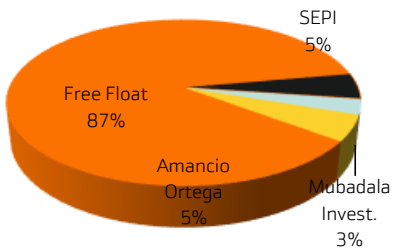
Sector: Utilities.

*Resultados débiles pero esperados y batiendo estimaciones. La rentabilidad por dividendo es atractiva y Tallgrass mejora expectativas.*

## Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.353 M€  
 Último: 18,25 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 262 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 21,02/16,18 €/acc.  
 Comportamiento YTD : -10,54%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

## Accionariado



Pples datos y Ratios	2020	2021	2022e
BNA	444	404	432
BPA	1,69	1,54	1,65
<b>PER</b>	<b>10,8</b>	<b>11,8</b>	<b>11,1</b>
DPA	1,68	1,70	1,72
Pay out	99%	110%	104%
<b>Rentab. dividendo</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,4%</b>
Deuda neta	4.288	4.277	3.900
Deuda/EBITDA	4,1 x	4,1 x	3,9 x
Doce meses	2020	2021	Vr (a/a)
Ingresos	1.084	991	-8,6%
EBITDA regulado	769	678	-11,8%
Aport. Filiales Intern.	175	218	24,5%
<b>EBITDA Total</b>	<b>944</b>	<b>895</b>	<b>-5,1%</b>
Coste Deuda	1,9%	1,7%	-10,5%
BNA Total	444	404	-9,0%
FFO	687	701	1,9%
<b>Cash Flow Operat.</b>	<b>727</b>	<b>740</b>	<b>1,8%</b>
Inversiones	859	111	-87,1%
<b>Deuda Neta</b>	<b>4.288</b>	<b>4.277</b>	<b>-0,3%</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)

# Enagás

Recomendación

Comprar

Precio Objetivo:

21,1 €

Potencial

15,7%

Analista: Aránzazu Bueno

**Los resultados del 2021 (BNA -9%) son débiles pero esperados y baten las estimaciones del consenso.** El mercado ya descontaba el recorte en ingresos para el nuevo periodo regulatorio 2021-26. Este recorte en ingresos regulados es parcialmente compensado en resultados con una mayor contribución de las filiales internacionales y un menor coste de la deuda. Las guías para 2022 incluyen un crecimiento de +7% en BNA gracias a plusvalías por rotación de activos. Excluyendo estos resultados extraordinarios, el BNA volvería a mostrar una caída de -10% debido a nuevos recortes en ingresos regulados. A pesar de los menores resultados recurrentes y el menor atractivo inversor hacia las empresas reguladas en un entorno de recuperación económica y rentabilidades al alza en los bonos, **mantenemos la recomendación de Compra con una perspectiva de medio plazo.** Motivos: (i) **Atractiva rentabilidad por dividendo y con alta visibilidad.** El compromiso de ENG es mantener el dividendo en 2021-26 gracias a la fuerte generación de cash flow y a la ausencia de inversiones relevantes. La rentabilidad ee sitúa por encima del 9,0% en el periodo. 2021-26. A partir de 2026, y asumiendo un *pay-out* normalizado, la rentabilidad se situaría por encima del 6,0%, que sigue siendo atractiva; (ii) **Mejora de expectativas de su filial en EE.UU Tallgrass (TGE),** gracias a la recuperación de los precios del petróleo y de los volúmenes contratados. TGE representa el 50% de las inversiones del grupo fuera del negocio regulado en España; (iii) **El desarrollo del hidrógeno verde** supone una oportunidad de crecimiento a medio/largo plazo para el grupo.

## Resultados 2021 Débiles pero esperados y batiendo estimaciones BNA -9% por menores ingresos regulados

Principales cifras comparadas con nuestras estimaciones: Ingresos 991M€ (-9%) vs 989M€ est.; EBITDA 895M€ (-5%) vs 887M€ est; BNA 404M€ (-9%) vs 395M€ est. Fondos Generados por las Operaciones (FFO) 701M€ (+2%); Deuda neta 4.277M€ vs 4.288M€ en diciembre 2020..

Factores negativos: (i) **Menores ingresos regulados (-10%):** 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) **Menores ingresos por diferencias de cambio.** El año pasado ENG registró 18M€ (3% del BNA) por este concepto en la compra de dólares para la adquisición de la fase II de Tallgrass.

Factores positivos:(i) **Mayor contribución de las filiales internacionales (+24%),** gracias al comienzo de la aportación de TAP (Trans Adriatic Pipeline. Oleoducto desde el Mar Caspio y Oriente Medio a Europa Occidental).El resultado de las de las filiales ya representa el 40% del BNA del grupo y (ii) **Menor coste de la deuda.** 1,7% vs 1,9% en 2020.

## Guías 2022: BNA +7% gracias a plusvalías por rotación de activos. DPA +1%.

El equipo gestor espera **un BNA de 430M€ (+7%) para 2022.** En este año los resultados de grupo incluirán las plusvalías provenientes de la venta del 50% en el gasoducto de Morelos (México) y del 30% en Enagas Renovables. **Excluyendo estos resultados extraordinarios, el BNA estaría en el entorno de 360M€, con una caída del -10%.** Los ingresos regulados volverían a reducirse debido a los nuevos recortes incluidos en el marco regulatorio para el periodo 2021-26, mientras que la contribución de las filiales internacionales seguiría al alza.

**El DPA se situaría de 1,72€/acción (+1%)**

## Atractiva rentabilidad por dividendo y con alta visibilidad.

A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo supera el 9,0% en el periodo 2022-26. A pesar de la caída en BNA, el compromiso de ENG es mantener el DPA gracias a la fuerte generación de cash flow y la ausencia de inversiones relevantes. A partir de 2026 y asumiendo un *pay-out* del 90%, la rentabilidad superaría el 6%. La visibilidad del pago de este dividendo es alta ya que la mayoría del cash flow del grupo (> 65%) proviene de ingresos regulados.

## Mejora en TallGrass (TGE) por la recuperación de precios de energía .

La recuperación del precio del petróleo y en volúmenes transportados supone una mejora en las expectativas de TGE. TGE no cotiza, pero sus comparables - Índice Alerian de compañías de infraestructuras de energía- reflejan esta mejora. **El índice se sitúa ya en los niveles pre-pandemia.** TGE es la principal filial internacional de ENG (50% de las inversiones fuera del negocio regulado)

## Hidrógeno: Una oportunidad de crecimiento a largo plazo

El apoyo a la generación de energía con hidrógeno por la Comisión Europea supone una oportunidad de crecimiento a medio/largo plazo. Este hidrógeno se podría transportar y almacenar en la red de ENG. Todavía estamos en un estadio muy incipiente de desarrollo.

## Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 21,10 €/acción.

Los resultados son débiles pero esperados. El recorte en ingresos regulados lleva a un menor BNA. El apetitivo inversor por compañías reguladas y con alta rentabilidad por dividendo se reduce en entorno de recuperación de actividad y repunte en rentabilidad de los bonos. Sin embargo, vemos factores positivos que soportan la recomendación de Compra: (i) Atractiva rentabilidad por dividendo: superior al 9,0% en 2021-26 y al 6,0% a partir de 2026; (ii) Mejora de expectativas de TGE; (iii) El desarrollo del hidrógeno como oportunidad a largo plazo; (iv) Generación de plusvalías en la rotación de activos.

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
Ingresos	1.084	991	981	896	844	788	750	-5,4%
EBITDA	769	678	621	596	544	488	450	-7,9%
EBITDA + Puesta en equivalencia	944	898	843	852	814	758	750	-3,5%
<b>BNA</b>	<b>444</b>	<b>404</b>	<b>432</b>	<b>383</b>	<b>359</b>	<b>328</b>	<b>342</b>	<b>-3,3%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
Activo No Corriente	7.786	7.958	7.540	6.876	6.655	6.415	6.221	
Activo Corriente	346	451	442	420	399	387	375	
Caja e IFT	877	1.465	1.465	1.465	1.465	1.465	1.465	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>9.009</b>	<b>9.874</b>	<b>9.447</b>	<b>8.761</b>	<b>8.519</b>	<b>8.267</b>	<b>8.061</b>	<b>-4,0%</b>
FFPP	3.007	3.101	3.089	3.023	2.928	2.800	2.688	
Pasivo no corriente	454	491	491	491	491	491	491	
Deuda financiera	5.188	5.790	5.366	4.743	4.583	4.446	4.344	
Pasivo corriente	296	416	427	429	441	455	464	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor Residual
+EBITDA negocio regulado	621	596	544	488	450	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-90	-84	-71	-60	-54	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	530	512	473	428	396	
-/+ Inversiones circulante	19	24	34	25	21	
- Inversiones Activo Fijo	-45	-110	-110	-110	-110	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>470</b>	<b>456</b>	<b>427</b>	<b>373</b>	<b>337</b>	<b>6.340</b>

WACC 4,3%

g -1,0%

Negocio Regulado 6.774 M€

Participadas Interna. 2.340 M€

Deuda Neta -3.900 M€

Valor Fondos Propios 5.529 M€

Número de acciones 261,8

**Valor por acción 21,1 €/acción****Método de valoración:**

Establecemos un precio objetivo de 21,10€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER'22e implícito

12,8

Rent. Divid. 22e implícita

8,1%

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	-3,0%	-2,5%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
3,3%	18,9	20,4	22,3	24,5	27,2	30,6	35,1	41,2	50,1
3,5%	18,0	19,4	21,0	23,0	25,4	28,4	32,3	37,4	44,7
3,8%	17,2	18,4	19,9	21,7	23,8	26,5	29,8	34,2	40,2
4,0%	16,4	17,5	18,9	20,5	22,4	24,8	27,7	31,5	36,5
4,3%	15,7	16,7	18,0	19,4	21,1	23,2	25,8	29,1	33,4
4,5%	15,0	16,0	17,1	18,4	21,9	21,9	24,2	27,0	30,7
4,8%	14,4	15,3	16,3	17,5	18,9	20,6	22,7	25,2	28,4
5,0%	13,8	14,6	15,6	16,7	18,0	19,5	21,3	23,6	26,3
5,3%	13,2	14,0	14,9	15,9	17,1	18,4	20,1	22,1	24,6

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
26/10/2021	Comprar	21,1 €
23/02/2021	Comprar	20,0 €
20/10/2020	Comprar	22,0 €

## 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	Luis Piñas – Alimentación & Distribución	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Filipe Aires Lopes – Química & Papel	Mariana Queirós Ferro – Telecoms

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.