

Sector: Utilities.

**Actualización del Plan Estratégico: Menos Cash Flow, mismos dividendos y oportunidad en hidrógeno**

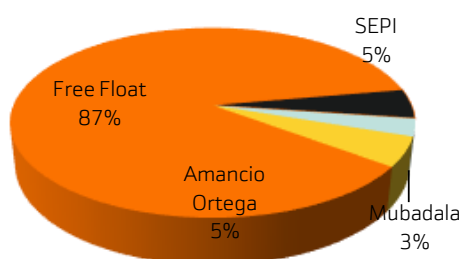
**Recomendación** Comprar  
**Precio Objetivo:** 20,0 €  
**Potencial** 13,2%  
**Analista:** Aránzazu Bueno

## Enagás

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.206 M€  
 Último: 17,63 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 262 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 26,26/15,45 €/acc.  
 Comportamiento YTD: -3,06%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

### Accionariado



La actualización del Plan Estratégico 2026 incluye un recorte en generación de cash flow, pero la retribución al accionista se mantiene sin cambios. **Tres motivos explican este recorte en cash flow (-7,0% est):** (i) Menores ingresos regulados de transporte de gas en España tras la revisión a la baja de los costes operativos estándar y una menor demanda de gas; (ii) Menores dividendos de las filiales internacionales, especialmente Tallgrass; y (iii) Mayor impuesto de los dividendos de filiales. **La retribución al accionista se mantiene** (DPA +1% anual hasta 2023 y 1,74€/acción en 2023-26), gracias al amplio margen de cobertura por el cash flow (1,4x). El recorte en las estimaciones de generación de cash flow resulta en una revisión a la baja del Precio Objetivo: 20,00€/acción vs 22,0€/acción ant.. **El desarrollo del hidrógeno puede suponer una oportunidad de crecimiento a largo plazo**, pero es prematuro incorporarlo a la valoración del grupo. La rentabilidad por dividendo es atractiva y proporciona un suelo a la cotización. Mantenemos la recomendación de Compra por la alta rentabilidad por dividendo y el potencial al Precio Objetivo. Sin embargo, **somos conscientes que el apetitivo inversor por compañías reguladas y alta rentabilidad por dividendo se reduce** en entorno de mayor visibilidad sobre el crecimiento de la actividad económica y de repunte en la rentabilidad de los bonos.

### Resultado operativo 2020 por debajo del consenso.

Principales magnitudes comparadas con el consenso: EBITDA 943M€ (-5,2%) vs 955M€ est.; BNA 444M€ (+5,1%) vs 440M€ est. Fondos Generados por las Operaciones (FFO) 687M€ (-8,9%); Deuda Neta: 4.288M€ vs 3.756M€ en dic. 2019.

**El EBITDA queda por debajo de las estimaciones** (943M€ vs 955M€ est.) debido a una menor contribución de Tallgrass Energy, la filial de gasoductos en EE.UU, donde Enagás tiene una participación del 30% con una inversión de 1.452M€ (32% de su capitalización bursátil). **El BNA 2020 del grupo cumple con las guías** y las estimaciones gracias a ingresos financieros no recurrentes (diferencias de cambio y actualización de la cuenta a cobrar de GSP).

### Guías 2021: El recorte en ingresos regulados lleva a una caída en BNA. Dividendo +1,0%

Objetivos 2021: **BNA de 380M€ (-14%) y DPA de 1,70€/acción (+1,0%)**. La menor remuneración sobre la red de transporte de gas en España en el nuevo periodo regulatorio (2021-26) y la ausencia de ingresos financieros extraordinarios (30M€ en 2020) explican la caída en BNA. La mayor contribución de las filiales internacionales en 2021 no será suficiente para compensar estos factores negativos en el BNA.

### Actualización Plan Estratégico 2026: Menor generación de cash flow, mismos dividendos

La actualización del Plan Estratégico incluye un **recorte en generación de Cash Flow en el periodo**. La guía de Fondos Generados por las Operaciones 2021-26 totaliza 4.145M€, lo que compara con 4.457M€ (-7,0%) en el plan anterior de acuerdo con nuestra estimación. Motivos para el recorte: (i) Menores ingresos regulados tras la revisión a la baja de los costes operativos estándar y una menor demanda prevista de gas para el periodo; (ii) Menores dividendos de las filiales internacionales, especialmente de Tallgrass. Enagas espera recibir en media 250M€/año en dividendos de sus filiales vs 300M€ ant.; (iii) Mayores impuestos sobre los dividendo de filiales.

**La retribución al accionista se mantiene sin cambios** en 2021-26. DPA +1% anual hasta 2023 y 1,74€/acción en 2023-26. Esto es posible gracias al margen de cobertura del dividendo por el cash flow libre. Este ratio de cobertura se situaba en 1,53x antes y 1,36x ahora.

### Hidrógeno: Una oportunidad a largo plazo

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

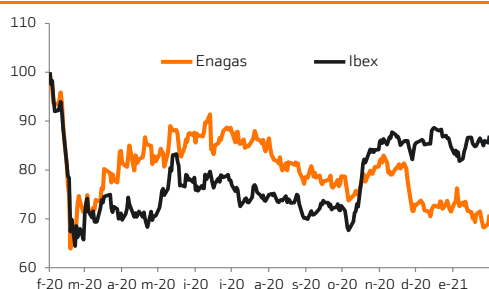
### Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 20,00 €/acción.

Los resultados operativos de 2020 han sido peor de lo previsto debido a una menor contribución de su filial Tallgrass en EE.UU. El recorte en las estimaciones de generación de cash flow 2021-26 resulta en una revisión a la baja del Precio Objetivo del grupo hasta 20,00€/acción vs 22,0€/acción anterior. La rentabilidad por dividendo se mantiene atractiva y proporciona un suelo a la cotización. **Sin embargo, el apetitivo inversor por compañías reguladas y alta rentabilidad por dividendo se reduce** en entorno de mayor visibilidad sobre el crecimiento de la actividad económica y de repunte en la rentabilidad de los bonos. El desarrollo del hidrógeno podría suponer una oportunidad de crecimiento a largo plazo, pero es prematuro incorporarlo a las estimaciones y valoración del grupo.

Pples datos y Ratios	2019	2020	2021e
BNA	423	444	379
BPA	1,77	1,69	1,45
<b>PER</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>	<b>12,2</b>
FFO	755	687	619
DPA	1,60	1,68	1,70
Pay out	90%	99%	117%
<b>Rentab. dividendo</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,6%</b>
Deuda/EBITDA	3,9 x	4,0 x	4,2 x

Doce meses	2019	2020	Vr (a/a)
EBITDA regulado	833	767	-7,9%
Aport. filiales	162	175	7,8%
<b>EBITDA Total</b>	<b>995</b>	<b>942</b>	<b>-5,3%</b>
Coste Deuda	2,0%	1,9%	-5,0%
BNA Total	423	444	5,0%
FFO	755	687	-8,9%
<b>Cash Flow Operat.</b>	<b>877</b>	<b>727</b>	<b>-17,1%</b>
Inversiones	705	859	21,9%
<b>Deuda Neta</b>	<b>3.736</b>	<b>4.267</b>	<b>14,2%</b>

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Ingresos	1.084	992	975	894	844	788	743	-6,1%
EBITDA	767	682	660	594	544	478	423	-9,4%
EBITDA + Puesta en equivalencia	942	882	905	864	829	778	743	-3,9%
<b>BNA</b>	<b>444</b>	<b>379</b>	<b>414</b>	<b>382</b>	<b>365</b>	<b>345</b>	<b>347</b>	<b>-4,0%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo No Corriente	7.786	7.647	7.001	6.772	6.538	6.330	6.121	
Activo Corriente	346	335	329	322	316	309	309	
Caja e IFT	877	877	877	877	877	877	877	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>9.009</b>	<b>8.860</b>	<b>8.207</b>	<b>7.971</b>	<b>7.731</b>	<b>7.517</b>	<b>7.307</b>	<b>-3,4%</b>
FFPP	3.007	2.948	2.918	2.851	2.761	2.651	2.542	
Pasivo no corriente	454	454	454	454	454	454	454	
Deuda financiera	5.144	5.042	4.417	4.246	4.086	3.973	3.865	
Pasivo corriente	296	308	311	313	322	332	338	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Valor Residual
+EBITDA	682	660	594	544	478	423	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-103	-98	-82	-69	-56	-48	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	579	561	512	474	422	375	
-/+ Inversiones circulante	22	10	8	16	16	7	
- Inversiones Activo Fijo	-100	-100	-100	-100	-100	-75	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>501</b>	<b>471</b>	<b>420</b>	<b>390</b>	<b>338</b>	<b>307</b>	<b>6.064</b>

WACC 4,0%  
g -1,0%

Negocio Regulado 6.747 M€  
Participadas 2.383 M€  
Deuda Neta -4.288 M€  
Valor Fondos Propios 5.224 M€  
Número de acciones 261,8  
**Valor por acción 20,0 €/acción**

**Método de valoración:**

Establecemos un precio objetivo de 20,00€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER'21e implícito  
13,8

Rent. Divid. 21e implícita  
8,5%

## 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%
3,0%	18,0	19,5	21,3	23,4	26,1	29,6	34,3	40,7	50,4
3,3%	17,1	18,4	20,0	21,9	24,3	27,3	31,3	36,6	44,4
3,5%	16,2	17,4	18,9	20,6	22,7	25,3	28,7	33,2	39,5
3,8%	15,4	16,5	17,8	19,4	21,3	23,6	26,5	30,3	35,6
4,0%	14,7	15,7	16,9	18,3	20,0	22,0	24,6	27,9	32,2
4,3%	14,0	14,9	16,0	17,3	20,6	20,6	22,9	25,7	29,4
4,5%	13,4	14,2	15,2	16,4	17,7	19,4	21,3	23,8	27,0
4,8%	12,8	13,6	14,5	15,5	16,8	18,2	20,0	22,2	24,9
5,0%	12,2	13,0	13,8	14,7	15,9	17,2	18,8	20,7	23,1

### 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](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-Tрпиella - Consumo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos

Eduardo Cabero - 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