

Sector: Utilities.

Recomendación **Neutral**

Precio Objetivo: **21,5 €**

Potencial **3,7%**

Analista: Aránzazu Bueno

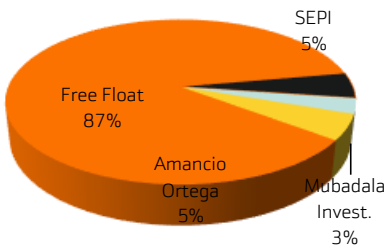
Entorno menos favorable, falta de catalizadores y limitado potencial de revalorización

Enagás

Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.939 M€
 Último: 20,70 €/acc.
 N° Acciones (M.): 262 M acc.
 Max / Min (52 sem): 21,332/17,11 €/acc.
 Comportamiento YTD: +1,32%
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado



Pples datos y Ratios

	2021	2022e	2023e
BNA	404	430	383
BPA	1,54	1,64	1,46
PER	13,4	12,6	14,1
DPA	1,70	1,72	1,74
Pay out	110%	105%	119%
Rentab. dividendo	8,2%	8,3%	8,4%
Deuda neta	4.143	3.873	3.260
Deuda/EBITDA	4,1 x	3,8 x	3,0 x

Primer Trimestre

	2021	2022	Vr (a/a)
EBITDA regulado	167	142	-15,4%
Aport. Filiales Intern.	49	44	-9,4%
EBITDA Total	216	186	-14,0%
EBIT	140	105	-25,1%
Coste Deuda	1,8%	1,7%	-5,6%
BNA Total	93	69	-25,4%
FFO	187	182	-2,7%
Cash Flow Operat.	194	226	16,6%
Inversiones	15	37	141,7%
Deuda Neta	4.277	4.143	-3,1%

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

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Los resultados del 1T 22 son débiles y defraudan expectativas (BNA -25% vs -21% est.). Menores ingresos regulados, el incremento en costes operativos y una menor contribución de sus filiales explican la caída en BNA. Sin embargo, el equipo gestor **mantiene las guías para el año: BNA ordinario -11% y +6% con plusvalías de venta de activos. La caída en resultados se irá moderando a lo largo del año a medida que se diluye el impacto negativo de ciertos costes operativos extraordinarios este año y de los ingresos no recurrentes del año pasado durante el 1T. En cuanto a la recomendación, cambiamos de Comprar a Neutral.** Motivos: (i) **Entorno menos favorable.** Los ingresos regulados no se revisan con el IPC. Por tanto el contexto actual de repunte de inflación y tipos de interés al alza no es favorable para el grupo; (ii) **Falta de catalizadores.** En los últimos meses la acción ha estado impulsada por dos catalizadores que dejarán de seguir jugando a su favor. Por un lado, no esperamos nuevas ventas de activos que puedan aflorar plusvalías relevantes. Las grandes desinversiones (Morelos, Quintero, Enagas Renovables) ya se han producido. Por otro, no vemos subidas adicionales importantes en el precio del petróleo. Estas subidas favorecen la evolución de su filial Tallgrass en EEUU; (iii) **Escaso potencial de revalorización.** Tras un buen comportamiento en los últimos meses, el potencial de revalorización al Precio Objetivo se sitúa por debajo del 4%. Por el lado positivo destaca la atractiva rentabilidad por dividendo y la oportunidad de nuevas inversiones en el medio/largo plazo por inversiones relacionadas con el transporte y almacenamiento de gas y de hidrógeno verde.

Resultados débiles en 1T 2022. BNA -25%

Los resultados defraudan las estimaciones. Principales cifras comparadas con el consenso: EBIT 105M€ (-25%) vs 118M€ est, BNA 69M€ (-25%) vs 73M€ est. Fondos Generados por las Operaciones (FFO) 182M€ (-2%); Deuda neta 4.277M€ vs 4.277M€ en dic.2021.

Factores negativos: (i) **Menores ingresos regulados:** 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) **Mayores costes operativos** relacionados con una mayor inflación y el reciente cambio en parte del equipo directivo; (iii) **Menor contribución de Tallgrass.** El año pasado su filial en EEUU registró unos ingresos extraordinarios en el 1T por contratación de infraestructuras derivados de la ola de frío.

Importante rotación de activos en 2022

2022 es un año muy activo en venta de activos: (i) 45% de la planta de regasificación GNL Quintero en Chile por más de 550M€; (ii) Participación en Enagas Renovables por 47M€ y (iii) 50% del gasoducto Morelos (México) por 70M€. Estas ventas le proporcionarán una **entrada de fondos neta de más de 600M€ con plusvalías 160M€.** Estas operaciones ya han sido acordadas y no se esperan desinversiones adicionales en el resto del año.

Guías 2022: BNA excluyendo plusvalías -11%

El equipo gestor espera un **BNA excluyendo plusvalías de 360M€ para 2022 (-10%).** La caída en resultados se irá moderando a lo largo del año a medida que se diluye el impacto negativo de los costes operativos extraordinarios este año y de los ingresos no recurrentes del año pasado. Incluyendo plusvalías, el BNA totalizaría **430M€ sin Quintero** y podrían superar los 500M€ con las plusvalías de la planta regasificadora de Chile si se cierra la operación antes de final de año. **El DPA se sitúa de 1,72€/acción (+1%)**

Ingresos regulados sin revisión con inflación.

Los ingresos regulados están fijados en base a un retorno nominal sobre una base de activos regulados que no se revisa con la inflación. Solo una parte del incremento de la subida de los costes operativos están compensados por el regulador. Por tanto, y a diferencia de otros grupos de infraestructuras, el **contexto actual de repunte de inflación y tipos de interés al alza no es favorable para ENG.**

Atractiva rentabilidad por dividendo

A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo supera el 8,0% en el periodo 2022-26. 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 5,5%.

Hidrógeno: Una oportunidad de crecimiento a medio/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. Estas inversiones podrían suponer crecimiento a medio /largo plazo para el grupo.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo: 21,5 €/acción.

Subimos ligeramente el Pr. Objetivo hasta 21,5€/acción desde 21,1€ por ventas de activos. Cambiamos recomendación de Comprar a Neutral Motivos: (i) **Entorno menos favorable** Los ingresos regulados no se revisan con el IPC. Por tanto el contexto actual de repunte de inflación y tipos de interés al alza no es favorable; (ii) **Falta de catalizadores.** Por un lado, no esperamos nuevas ventas de activos que puedan aflorar plusvalías. Las grandes desinversiones (Morelos, Quintero, Enagas Renovables) ya se han anunciado. Por otro, no vemos subidas adicionales importantes en petróleo. Estas subidas favorecen la evolución de Tallgrass; (iii) **Escaso potencial de revalorización.** Tras un buen comportamiento en los últimos meses, el potencial al Precio Objetivo se sitúa por debajo del 4%. Por el lado positivo destaca la atractiva rentabilidad por dividendo y la oportunidad de crecimiento a medio y largo plazo por inversiones relacionadas con el gas y el hidrógeno verde.

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	616	596	544	488	450	-7,9%
EBITDA + Puesta en equivalencia	944	898	832	852	814	758	750	-3,5%
BNA	444	404	430	383	360	328	343	-3,2%

Resumen Balance de Situación

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '21-'26
Activo No Corriente	7.786	7.958	7.519	6.865	6.644	6.404	6.210	
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	
Total Activo/Pasivo	9.009	9.874	9.426	8.750	8.508	8.256	8.050	-4,0%
FFPP	3.007	3.101	3.087	3.022	2.927	2.799	2.687	
Pasivo no corriente	454	491	491	491	491	491	491	
Deuda financiera	5.188	5.790	5.338	4.725	4.565	4.427	4.324	
Pasivo corriente	296	416	435	437	450	464	473	

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	616	596	544	488	450	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-89	-84	-71	-60	-54	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	527	512	473	428	396	
-/+ Inversiones circulante	28	24	34	25	21	
- Inversiones Activo Fijo	-45	-110	-110	-110	-110	
= CFL Operativo	474	456	427	374	337	6.625

WACC 4,2%

g -0,8%

Negocio Regulado 7.005 M€

Participadas Interna. 2.341 M€

Deuda Neta -4.017 M€

Valor Fondos Propios 5.621 M€

Número de acciones 261,8

Valor por acción 21,5 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 21,50€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER'22e implícito

13,1

Rent. Divid. 22e implícita

8,0%

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	-2,8%	-2,3%	-1,8%	-1,3%	-0,8%	-0,3%	0,2%	0,7%	1,2%
3,2%	19,0	20,7	22,6	25,0	28,0	31,9	37,0	44,1	54,6
3,5%	18,1	19,6	21,3	23,5	26,1	29,4	33,8	39,7	48,2
3,7%	17,2	18,5	20,1	22,1	24,4	27,3	31,1	36,0	43,0
4,0%	16,4	17,6	19,1	20,8	22,9	25,4	28,7	32,9	38,7
4,2%	15,6	16,7	18,1	19,6	21,5	23,8	26,6	30,3	35,1
4,5%	14,9	15,9	17,1	18,6	20,3	22,3	24,8	28,0	32,1
4,7%	14,2	15,2	16,3	17,6	19,1	20,9	23,2	25,9	29,5
5,0%	13,6	14,5	15,5	16,7	18,1	19,7	21,7	24,2	27,3
5,2%	13,0	13,8	14,8	15,9	17,1	18,6	20,4	22,6	25,3

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
22/02/2022	Comprar	21,1 €
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
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: 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	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.