

Sector: Utilities.

Entorno menos favorable, caída en resultados y riesgo de recorte en dividendos. El hidrógeno verde y Perú posibles sorpresas en

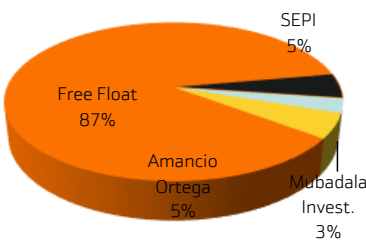
Enagás

Recomendación Neutral
Precio Objetivo: 18,4 €
Potencial 5,0%
Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.597 M€
 Precio Cierre 25.04.2023 17,56 €/acc.
 N° Acciones (M.): 262 M acc.
 Max / Min (52 sem): 22,30/14,25 €/acc.
 Comportamiento YTD: +13,4%
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado



Los resultados del 1T 23 son débiles (BNA -21%), pero esperados. El recorte en ingresos regulados, una menor contribución de las filiales internacionales y un mayor coste de la deuda explican la caída en BNA. El equipo gestor reitera las guías para el conjunto del año, que contempla llegar a un BNA de entre 310M€ y 320M€ (-16%) incluyendo 40M€ de plusvalías por venta de activos en el 2T. Tras estos resultados, **mantenemos el Precio Objetivo en 18,40 /acción y la recomendación de 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 al alza no es favorable; **(ii) Caída en resultados** consecuencia de menores ingresos regulados, menor contribución del negocio internacional y tipos más altos; **(iii) Posibilidad de recorte en dividendos incluidos en el Plan Estratégico** al empeorar el ratio de cobertura con la revisión a la baja de la generación de cash flow. Por el lado positivo destacamos la oportunidad de crecimiento a medio y largo plazo por las inversiones relacionadas con el hidrógeno verde la atractiva rentabilidad por dividendo (incluso en el caso de en posible recorte en DPA). A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo se sitúa en 9,9%. Asumiendo un DPA más sostenible en el tiempo, la rentabilidad se situaría en el entorno del 5%. En los próximos meses conoceremos hitos importantes para el grupo. Por un lado, **la decisión de la Unión Europea** respecto a las inversiones y financiación del desarrollo del hidrógeno verde. Por otro **la resolución del Ciadi** (Banco Mundial) sobre el arbitraje de las inversiones en Perú.

Resultados 1T 23 : Débiles pero esperados . BNA -21%

Resultados débiles pero esperados. Principales magnitudes: EBITDA 174M€ (-7%) vs 171M€ est, EBIT 96M€ (-9%) vs 91M€ est. BNA 55M€ (-21%) vs 57M€ est; Fondos Generados por las Operaciones 82M€ (-55%) y Deuda Neta 3.477M€ vs 3.469M€ en diciembre 2022

Factores negativos: Menores ingresos regulados (-7%): 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 (-17%)** tras la venta de GNL Quintero en la segunda parte de 2022, **(iii) Mayor coste de la deuda** (2,7% en 1T23 vs 1,7% en 1T 22).

Guías 2023 confirmadas

El equipo gestor reitera las guías para el conjunto del año, que contempla llegar a un BNA de entre 310M€ y 320M€ (-16%) incluyendo 40M€ de plusvalías por la venta de Gasoducto Morelos en 2T 23. Las inversiones netas totalizarían 250M€ con una deuda neta de 3.700M€ para finales de año. El DPA se situaría en 1,74€/acción (9,9% de rentabilidad).

¿Posible recorte en dividendos en 2023-26?

En la actualización del Plan Estratégico 2026 del pasado mes de julio, el nuevo equipo gestor revisó a la baja la estimación de generación de cash flow y la entrada de fondos prevista por GSP en Perú, pero la remuneración al accionista se mantuvo sin cambios: 1,74 €/acción en 2023-26. Esto se traduce en un **empeoramiento del ratio de cobertura de los dividendos con el cash flow libre (1,1x vs 1,6x ant)** y, por tanto, aumenta el riesgo de un posible recorte en dividendos en 2023-26 ante un eventual incumplimiento de las estimaciones.

Estimación de dividendos a partir de 2026

Ante la ausencia de inversiones relevantes y con una estructura financiera saneada, el equipo gestor decidió destinar la mayor parte del cash flow generado hasta 2026 en dividendos. En 2022-26 los dividendos claramente superan el beneficio del grupo. A partir de 2026 y asumiendo una política de dividendos más sostenible en el tiempo, el DPA del grupo se recortará a niveles que podrían situarse por debajo de 1,0€/acción. A los precios actuales y asumiendo un DPA de 0,90 €/acción, **la rentabilidad estaría en el entorno de 5,0%**

Oportunidad a medio plazo en el hidrógeno. Hitos importantes en 2023

El apoyo a la generación de energía con hidrógeno por la Comisión Europea supondría una oportunidad de crecimiento a futuro para el grupo. Las **inversiones relacionadas con el H2Med** (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 **podrían resultar en un nuevo eje de crecimiento a medio/largo plazo.** Estos proyectos todavía no están aprobados. En 2023 se debería tomar una decisión en cuanto a la idoneidad de estas inversiones y a su financiación.

Próxima resolución del arbitraje en GSP

ENG espera la resolución del arbitraje del Ciadi (Banco Mundial) contra el Estado de Perú por la paralización del Gasoducto Sur Peruano (GSP) a finales del primer semestre del año. ENG tiene un 25% de GSP y Odebrecht un 50%. En enero de 2017 el gobierno de Perú rescindió la concesión del gasoducto debido a los escándalos de corrupción en los que se vió envuelta Odebrecht. ENG confía en recuperar la mitad de la inversión (200M€). Esta decisión es importante para ENG no solo **por los 200M€ en juego en GSP** (4,3% de su capitalización bursátil) sino también por las implicaciones para **la repatriación de los dividendos de TGP** (otros 345M\$, 6,7% adicional de su capitalización).

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo: 18,40 €/acción

Tras estos resultados, mantenemos el Precio Objetivo en 18,40 /acción y reiteramos la recomendación en 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) Caída en resultados** como consecuencia de menores ingresos regulados, menor contribución del negocio internacional y tipos más altos; **(iii) Posibilidad de recorte en los dividendos del Plan Estratégico** al empeorar el ratio de cobertura con la revisión a la baja de la generación de cash flow.

Por el lado positivo destaca la **oportunidad de crecimiento a medio y largo plazo por las inversiones relacionadas con el hidrógeno verde** y la atractiva rentabilidad por dividendo (incluso en el caso de un posible recorte en DPA). A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo se sitúa en 9,9%. Asumiendo un **DPA más sostenible en el tiempo, la rentabilidad se situaría en el entorno del 5%**

Pples datos y Ratios	2021	2022	2023e
BNA	404	376	314
BPA	1,54	1,44	1,20
PER	11,4	12,2	14,6
DPA	1,70	1,72	1,74
Pay out	110%	120%	145%
Rentab. dividendo	9,7%	9,8%	9,9%
Deuda neta	4.277	3.469	3.699
Deuda/EBITDA	4,1 x	3,7 x	3,8 x
Primer Trimestre	2022	2023	Vr (a/a)
EBITDA Total	186	174	-6,6%
EBITDA regulado	142	137	-3,2%
Filiales Internacion	44	37	-17,2%
EBIT	105	96	-8,7%
BNA Total	69	55	-21,2%
FFO	182	82	-55,1%
Capital circulante	44	-77	-276,4%
Cash Flow Operat.	226	5	-98,0%
Inversiones	37	19	-46,8%
Coste Deuda	1,7%	2,7%	58,8%
Deuda Neta	4.277	3.469	-18,9%

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>

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '22-'27
Ingresos	991	970	971	916	845	793	795	-3,9%
EBITDA	678	596	597	546	480	433	455	-5,3%
EBITDA + Puesta en equivalencia	896	797	772	722	668	652	670	-3,4%
BNA	404	376	314	235	196	205	217	-10,4%

Resumen Balance de Situación

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '22-'27
Activo No Corriente	7.958	7.414	7.264	6.920	7.103	7.030	6.787	
Activo Corriente	451	589	613	597	583	565	572	
Caja e IFT	1.465	1.397	1.397	1.397	1.397	1.397	1.397	
Total Activo/Pasivo	9.874	9.399	9.273	8.914	9.082	8.992	8.756	-1,4%
FFPP	3.101	3.218	3.003	2.784	2.524	2.274	2.257	
Pasivo no corriente	491	482	482	482	482	482	482	
Deuda financiera	5.790	4.832	5.096	4.953	5.380	5.539	5.310	
Pasivo corriente	416	792	618	621	622	622	632	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Valor Residual
+EBITDA negocio regulado	597	546	480	433	455	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-81	-67	-50	-40	-47	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	516	479	430	393	408	
-/+ Inversiones circulante	-198	18	16	17	4	
- Inversiones Activo Fijo	-250	-170	-246	-532	-140	
= CFL Operativo	98	358	230	-92	272	6.420

WACC 4,6%

g 0,3%

Negocio Regulado 5.673 M€

Part Interna & otros. 2.622 M€

Deuda Neta -3.469 M€

Valor Fondos Propios 4.826 M€

Número de acciones 261,8

Valor por acción 18,4 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 18,40€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER'23e implícito
15,4
Rent. Divid. 23e implícita
9,4%

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	-0,5%	-0,3%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%
3,6%	20,4	21,5	22,7	24,1	25,6	27,4	29,4	31,6	34,3
3,9%	18,9	19,8	20,9	22,1	23,4	24,9	26,6	28,5	30,6
4,1%	17,5	18,4	19,3	20,4	21,5	22,8	24,2	25,8	27,6
4,4%	16,3	17,1	17,9	18,8	19,8	20,9	22,2	23,5	25,1
4,6%	15,3	16,0	16,7	17,5	18,4	19,3	20,4	21,6	22,9
4,9%	14,3	14,9	15,6	16,3	17,9	17,9	18,8	19,8	21,0
5,1%	13,4	14,0	14,6	15,2	15,9	16,6	17,4	18,3	19,3
5,4%	12,6	13,1	13,7	14,2	14,8	15,5	16,2	17,0	17,9
5,6%	11,9	12,4	12,8	13,3	13,9	14,5	15,1	15,8	16,6

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
21/02/2023	Neutral	18,4 €
15/11/2022	Neutral	18,1 €
26/07/2022	Neutral	19,9 €
26/04/2022	Neutral	21,5 €

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	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.