

Sector: Utilities.

Recomendación **Neutral**  
 Precio Objetivo: **19,9 €**  
 Potencial **4,8%**  
 Analista: **Aránzazu Bueno**

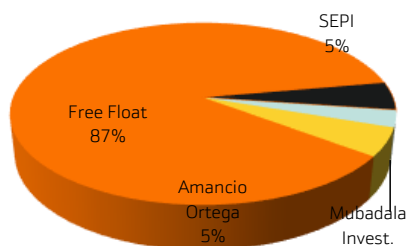
*Menor generación de cash Flow en el nuevo Plan Estratégico 2022-26*

## Enagás

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.519 M€  
 Último: 18,94 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 262 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 22,30/17,70 €/acc.  
 Comportamiento YTD: -7,11%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

### Accionariado



Pples datos y Ratios	2021	2022e	2023e
BNA	404	387	305
BPA	1,54	1,48	1,16
PER	12,3	12,8	16,3
DPA	1,70	1,72	1,74
Pay out	110%	116%	150%
Rentab. dividendo	9,0%	9,1%	9,2%
Deuda neta	0	3.626	3.660
Deuda/EBITDA	4,0 x	4,0 x	4,0 x

### Plan Estratégico

2022-26

<b>Fondos Generados por Operaciones</b>	<b>2.800</b>
Dividendos de Participadas	800
Resto de Fondos	2.800
Variación Capital Circulante	100
<b>Inversiones</b>	<b>1.300</b>
Desinversiones	700
Arbitraje GSP	200
Flujo de Caja Disponible	2.500
<b>Dividendos</b>	<b>2.300</b>
<b>Cobertura Dividendos (veces)</b>	<b>1,1</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 ha realizado una actualización de su Plan Estratégico 2022-26. La parte negativa proviene de **una revisión a la baja (-20%) en la estimación de Fondos Generados por las Operaciones** debido, en gran parte, a una menor contribución de las filiales. Los dividendos de TallGrass en EEUU se reducirán ya que el grupo priorizará las inversiones sobre los dividendos en este periodo. Por el lado positivo, destaca el crecimiento a futuro que suponen las inversiones para el despliegue del hidrógeno verde y el desarrollo de las interconexiones con Europa. **La remuneración al accionista se mantiene, pero el ratio de cobertura de los dividendos empeora.** Esto supone que aumenta el riesgo de un posible recorte en el periodo 2022-26 ante un eventual incumplimiento de las estimaciones de generación de Cash flow. La rentabilidad por dividendo a los precios actuales se sitúa en 9,1% para 2022 y 9,2% para 2023-26. A partir de 2026 esperamos un menor dividendo, para adaptarlo a *un pay-out* más sostenible. Asumiendo un *pay-out* del 80%/85% sobre el BNA ajustado, la rentabilidad por dividendo en 2027 se reduciría a 5,8%. Tras esta actualización del Plan Estratégico reducimos el Precio Objetivo hasta 19,90€/acción desde 21,50€/acción. Mantenemos la recomendación en Neutral. Motivos: (i) **Resultados decrecientes.** En el periodo 2022-26 esperamos una caída media en BNA de -12% debido al recorte en ingresos regulados, un modesto incremento en la contribución de las filiales y mayores costes financieros; (ii) **Menor ratio de cobertura de los dividendos en 2022-26.**, que se sitúa ahora en 1,1x vs 1,6 en el Plan anterior; (iii) **Falta de catalizadores.** No esperamos nuevas ventas de activos que puedan aflorar plusvalías. Las grandes desinversiones (Morelos, Quintero, Enagas Renovables) ya se han anunciado. **Nos sigue gustando la atractiva rentabilidad por dividendo** (9% ahora y 5,8% tras el recorte a partir de 2026) y **la oportunidad que supone en el medio/largo plazo las inversiones relacionadas con el transporte y almacenamiento de gas y con el desarrollo del hidrógeno verde.**

### Actualización Plan Estratégico: Revisión a la baja en generación de Cash Flow y mayores inversiones

**Menor generación de cash flow.** El nuevo Plan Estratégico incluye una menor generación de Cash Flow del plan anterior 2.800M€ ahora vs 3.500M€ en el Plan anterior. La principal diferencia proviene de un recorte en la contribución esperada de las filiales (800M€ ahora vs 1.420M€ ant), por dos motivos, En primer lugar por la venta de alguno de estos activos (Quintero en Chile o Morelos en México). En segundo lugar por menores dividendos de su filial en EEUU Tallgrass, que priorizará las inversiones. Además de una menor contribución de las filiales, los gastos financieros aumentan en el periodo afectando también a la generación de Cash Flow. Esto es debido a una mayor deuda neta y un mayor coste de la deuda.

**Mayores inversiones,** que se incrementan hasta 1.300M€ en el nuevo Plan que compara con menos de 500M€ en el anterior. Gran parte de estas inversiones irán destinadas a potenciar el despliegue del hidrógeno renovable y a las interconexiones con Europa previstas en REPower EU.

**Desinversiones ya completadas en 2022:** (i) Planta de regasificación GNL Quintero en Chile; (ii) Participación en Enagas Renovables y (iii) Gasoducto Morelos (México). Estas desinversiones permitirán una entrada de caja de 700M€.

**Menor indemnización por GSP Perú.** Esta indemnización está sujeta al laudo de un arbitraje internacional. Enagas estima ahora que recibirá 200M€ por este arbitraje en 2024 vs 400M€ en 2023 en el Plan anterior.

### Sin cambios en dividendos en 2022-26, aunque con peor ratio de cobertura

La remuneración al accionista se mantiene igual que en el Plan anterior: 1,72€/acción en 2022 y 1,74 €/acción en 2023-26. Lo que sí varía y empeora es el ratio de cobertura, al revisar a la baja la generación de cash flow y la entrada de fondos de GSP y revisar al alza las inversiones. En el Plan actual el ratio de cobertura de los dividendos con el cash flow libre se sitúa en 1,1x vs 1,6x en el Plan anterior. Esto supone que aumenta el riesgo de un posible recorte en dividendos en el periodo 2022-26 ante un eventual incumplimiento de las estimaciones de generación de cash flow. La rentabilidad por dividendo a los precios actuales se situaría en 9,1% para 2022 y 9,2% para 2023-26.

### Menores dividendos a partir de 2026

A partir de 2026 esperamos un dividendo menor. El BNA contable en 2027 estará en el entorno de los 230M€. Estimamos que el BNA ajustado por los dividendos de filiales totalizaría 350M€. Esto supone un BPA ajustado de 1,34€/acción. Asumiendo un *pay-out* de 80%/85% sobre el BNA ajustado, el DPA se situaría en 1,10€/acción. Esto supone una rentabilidad por dividendo a los precios actuales de 5,8%.

### Guías 2022: BNA entre 380M€ y 390M€

El equipo gestor espera un **BNA entre 380M€ y 390M€**. El BNA recurrente alcanzaría 360M€ (-11%). Los resultados extraordinarios incluyen plusvalías de ENG Renovables, Gaseoducto Morelos en México y GNL Quintero en Chile y una provisión (135M€) para ajustar el valor de la inversión de TallGrass en EEUU.

### Recomendación: Neutral, Precio Objetivo: 19,90 €/acción.

**La parte negativa de esta actualización del Plan Estratégico** proviene de una menor generación de Cash flow por menor contribución de las filiales internacionales. La parte positiva es el crecimiento a futuro que suponen las inversiones en hidrógeno renovable y en interconexiones. **Reducimos el Pr. Objetivo hasta 19,90€/acción desde 21,50€/acc** por menor valor de GSP Peru (menor indemnización) y de TallGrass en EEUU (menores dividendos) y mayor coste de la deuda. **Mantenemos la recomendación de Neutral** Motivos: (i) **Resultados decrecientes.** En el periodo 2022-26 esperamos una caída media en BNA de -12% debido al recorte en ingresos regulados, una modesto incremento en la contribución de los dividendos de filiales y mayores costes financieros; (ii) **Menor ratio de cobertura de los dividendos en 2022-26.**, que se sitúa ahora en 1,1x vs 1,6 en el Plan anterior; (iii) **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 que puedan favorecer la evolución de Tallgrass; **Nos sigue gustando la atractiva rentabilidad por dividendo** (5,8% est. tras el recorte a partir de 2026) y **la oportunidad que supone en el medio/largo plazo las inversiones relacionadas con el transporte y almacenamiento de gas y con el desarrollo del hidrógeno verde.**

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '21-'27
Ingresos	991	981	896	844	788	794	760	-4,3%
EBITDA	678	616	596	534	468	445	465	-6,1%
EBITDA + Puesta en equivalencia	898	796	776	729	658	652	670	-4,8%
<b>BNA</b>	<b>404</b>	<b>387</b>	<b>305</b>	<b>276</b>	<b>219</b>	<b>220</b>	<b>228</b>	<b>-9,1%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI '21-'27
Activo No Corriente	7.958	7.169	7.083	6.767	6.967	6.893	6.660	
Activo Corriente	451	442	420	410	399	387	392	
Caja e IFT	1.465	1.465	1.465	1.465	1.465	1.465	1.465	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>9.874</b>	<b>9.076</b>	<b>8.968</b>	<b>8.641</b>	<b>8.831</b>	<b>8.745</b>	<b>8.517</b>	<b>-2,4%</b>
FFPP	3.101	2.934	2.790	2.611	2.374	2.140	2.080	
Pasivo no corriente	491	491	491	491	491	491	491	
Deuda financiera	5.740	5.091	5.125	4.976	5.399	5.548	5.374	
Pasivo corriente	416	435	437	439	441	441	447	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Valor Residual
+EBITDA negocio regulado	616	596	534	468	445	465	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-88	-84	-66	-51	-46	-49	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	528	513	468	417	399	416	
-/+ Inversiones circulante	28	24	13	12	12	-1	
- Inversiones Activo Fijo	-171	-182	-170	-246	-532	-140	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>414</b>	<b>385</b>	<b>341</b>	<b>214</b>	<b>-91</b>	<b>275</b>	<b>7.582</b>

WACC 4,2%  
g 0,5%

Negocio Regulado 6.954 M€  
Participadas Interna. 1.769 M€  
Deuda Neta -3.724 M€  
Valor Fondos Propios 5.199 M€  
Número de acciones 261,8  
**Valor por acción 19,9 €/acción**

**Método de valoración:**

Establecemos un precio objetivo de 19,90€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

PER'22e implícito  
13,4

Rent. Divid. 22e implícita  
8,6%

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
3,2%	15,7	18,1	21,1	25,0	30,4	38,3	51,0	74,7	135,1
3,4%	14,5	16,6	19,2	22,5	27,0	33,4	43,2	59,9	95,3
3,7%	13,4	15,3	17,5	20,4	24,3	29,5	37,2	49,6	72,8
3,9%	12,4	14,1	16,1	18,6	21,9	26,3	32,5	42,1	58,4
4,2%	11,5	13,0	14,8	17,0	19,9	23,6	28,7	36,2	48,3
4,4%	10,7	12,0	13,6	15,6	21,3	21,3	25,6	31,7	41,0
4,7%	10,0	11,2	12,6	14,3	16,5	19,3	22,9	27,9	35,3
4,9%	9,3	10,4	11,6	13,2	15,1	17,5	20,7	24,9	30,8
5,2%	8,6	9,6	10,8	12,2	13,9	16,0	18,7	22,3	27,2

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

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
26/04/2022	Neutral	21,5 €
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](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	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.