

Sector: Utilities.

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

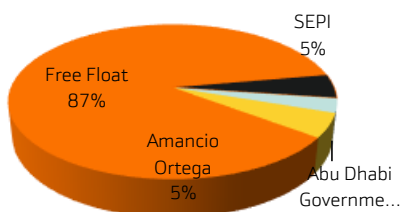
## Enagás

**Recomendación** Comprar  
**Precio Objetivo:** 21,1 €  
**Potencial** 10,6%  
**Analista:** Aránzazu Bueno

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.562 M€  
 Último: 19,12 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 262 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 20,82/17,01 €/acc.  
 Comportamiento YTD: +6,76%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

### Accionariado



**Los resultados del 9M21 (BNA -12%) son débiles pero esperados.** 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. A pesar de la caída en BNA en 2021 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.** 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 por dividendo se 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) **Buenas noticias de la venta del 45% de planta de regasificación Quintero (Chile).** La operación podría materializarse pronto con plusvalías.; (iv) El **desarrollo del hidrógeno verde** supone una oportunidad de crecimiento a medio/largo plazo para el grupo. **Subimos el Precio Objetivo hasta 21,10€/acción** desde 20,00€/acción para reflejar un mayor valor de Tallgrass y el cambio de horizonte de la valoración hasta diciembre 2022 .

### Resultados 9M: Débiles pero esperados. BNA -12% por menores ingresos regulados

Principales cifras comparadas con el consenso: Ingresos 722M€ (-13%) vs 720M€ est.; EBITDA 670M€ (-7,9%) vs 672M€ est.; BNA 307M€ (-12%) vs 310M€ est. Fondos Generados por las Operaciones (FFO) 553M€ (+3%); Deuda neta 4.127M€ vs 4.267M€ 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€ (5% 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 (+38%),** gracias al comienzo de la aportación de TAP (Trans Adriatic Pipeline. Oleoducto desde el Mar Caspio y Oriente Medio a Europa Occidental) y (ii) **Menor coste de la deuda.** 1,8% vs 2,1% en 1T20.

### Las guías del 2021 podrían ser superadas

El equipo gestor reitera sus objetivos 2021: **BNA de 380M€ (-14%) y DPA de 1,70€/acción (+1,0%).** El BNA de 380M€ podría ser superado gracias a la buena evolución de las filiales internacionales y la reducción del coste de la deuda.

### Atractiva rentabilidad por dividendo y con alta visibilidad.

A los precios actuales, la rentabilidad por dividendo supera el 8,5% en el periodo 2021-26. 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 de expectativas de 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 muestra una revalorización de +50% en el año y se sitúa en los niveles pre-pandemia. TGE es la principal filial internacional de ENG (50% de las inversiones fuera del negocio regulado en España).

### Venta de GNL Quintero (Chile) con plusvalías

La venta del 45% de la planta de regasificación GNL Quintero podría materializarse pronto y con plusvalías. El valor en libros de esta participación es 355M€. De acuerdo con noticias de prensa, el valor en venta podría situarse en 450M€ (10% de la capitalización del grupo).

### Hidrógeno: Una oportunidad de crecimiento a largo plazo

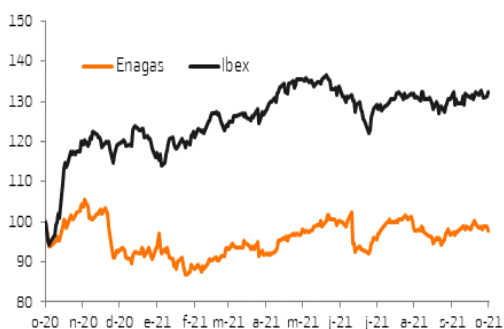
El apoyo a la generación de energía con hidrógeno por la Comisión Europea supone una oportunidad de crecimiento a medio/largo plazo. Este hidrógeno se podría transportar y almacenar en la red de ENG. Todavía estamos en un estadio muy incipiente de desarrollo.

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

Los resultados son débiles pero esperados. El recorte en ingresos regulados lleva a un menor BNA. El apetito 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 8,5% 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) Posible venta de GNL Quintero con plusvalías. **Subimos el Precio Objetivo hasta 21,10€/acción** desde 20,00€/acción para reflejar un mayor valor de Tallgrass y el cambio de horizonte de la valoración hasta diciembre 2022 .

Pples datos y Ratios	2020	2021e	2022e
BNA	444	395	374
BPA	1,69	1,51	1,43
<b>PER</b>	<b>11,3</b>	<b>12,7</b>	<b>13,4</b>
FFO	687	620	677
DPA	1,68	1,70	1,72
Pay out	99%	113%	120%
<b>Rentab. dividendo</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,0%</b>
Deuda neta	4.267	4.165	3.564
Deuda/EBITDA	4,0 x	4,1 x	3,3 x
Nueve meses	9M 20	9M 21	Vr (a/a)
Ingresos Regulados	782	704	-9,9%
EBITDA regulado	609	506	-16,9%
Aport. Filiales Intern.	118	164	38,8%
<b>EBITDA Total</b>	<b>727</b>	<b>670</b>	<b>-7,9%</b>
Coste Deuda	1,9%	1,7%	-10,5%
BNA Total	349	307	-11,9%
FFO	537	553	3,0%
<b>Cash Flow Operat.</b>	<b>687</b>	<b>699</b>	<b>1,7%</b>
Inversiones	820	53	-93,6%
<b>Deuda Neta</b>	<b>3.605</b>	<b>4.127</b>	<b>14,5%</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)

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

### Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Ingresos	1.084	989	1.005	924	874	818	768	-5,6%
EBITDA	769	674	645	624	574	508	443	-8,8%
EBITDA + Puesta en equivalencia	944	889	875	894	859	806	758	-3,6%
<b>BNA</b>	<b>444</b>	<b>395</b>	<b>374</b>	<b>401</b>	<b>384</b>	<b>358</b>	<b>337</b>	<b>-4,5%</b>

### Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI '20-'26
Activo No Corriente	7.786	7.662	7.001	6.772	6.538	6.328	6.102	
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>8.875</b>	<b>8.207</b>	<b>7.971</b>	<b>7.731</b>	<b>7.515</b>	<b>7.288</b>	<b>-3,5%</b>
FFPP	3.007	2.963	2.893	2.846	2.776	2.678	2.561	
Pasivo no corriente	454	454	454	454	454	454	454	
Deuda financiera	5.144	5.042	4.441	4.251	4.072	3.943	3.827	
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 negocio regulado	674	645	624	574	508	443	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-101	-95	-90	-77	-63	-50	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	573	550	535	497	445	393	
-/+ Inversiones circulante	22	10	8	16	16	7	
- Inversiones Activo Fijo	-100	-100	-100	-100	-100	-75	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>495</b>	<b>460</b>	<b>443</b>	<b>413</b>	<b>361</b>	<b>325</b>	<b>6.335</b>

WACC 4,1%  
g -1,0%

Negocio Regulado 6.982 M€  
Participadas Interna. 2.528 M€  
Deuda Neta -4.288 M€

Valor Fondos Propios 5.537 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'21e implícito  
**14,0**

Rent. Divid. 21e implícita  
**8,0%**

### 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%
<b>3,1%</b>	19,1	20,6	22,5	24,7	27,4	31,0	35,6	42,1	51,7
<b>3,3%</b>	18,2	19,5	21,2	23,2	25,6	28,6	32,6	38,0	45,7
<b>3,6%</b>	17,3	18,5	20,0	21,8	23,9	26,6	30,0	34,6	40,9
<b>3,8%</b>	16,5	17,6	19,0	20,5	22,5	24,8	27,8	31,7	36,9
<b>4,1%</b>	15,7	16,8	18,0	19,4	<b>21,1</b>	23,2	25,8	29,1	33,6
<b>4,3%</b>	15,0	16,0	17,1	18,4	21,8	21,8	24,1	27,0	30,7
<b>4,6%</b>	14,3	15,2	16,2	17,4	18,8	20,5	22,5	25,0	28,3
<b>4,8%</b>	13,7	14,5	15,5	16,5	17,8	19,3	21,1	23,4	26,2
<b>5,1%</b>	13,1	13,9	14,8	15,7	16,9	18,2	19,9	21,8	24,3

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
23/02/2021	Comprar	20,0 €
20/10/2020	Comprar	22,0 €
03/08/2020	Comprar	22,9 €

## 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
Susana André – Portugal, Assistant		

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.