

Sector: Utilities.

La red no requiere inversiones adicionales y la base de activos regulados se reduce. Posibilidad de recorte en los futuros retornos.

Enagás

Precio Objetivo: 25,2 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 5.475 M€
 Último: 22,95 €/acc.
 N° Acciones (M.): 239 M acc.
 Max / Min (52 sem): 25,25/20,25 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

Accionariado

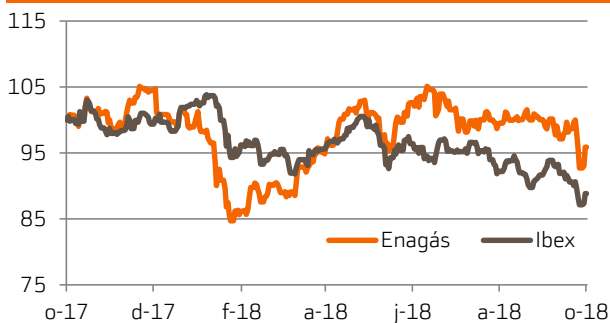


Principales cifras	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos totales	1.385	1.341	1.337	1.333
EBITDA	1.013	990	951	948
BNA	491	442	428	466
FFO	871	837	804	799
Inversiones	329	220	120	120
Deuda Neta	5.008	4.549	4.215	3.953

Principales Ratios	2017	2018e	2019e	2020e
BPA	2,06	1,85	1,79	1,95
DPA	1,46	1,53	1,60	1,68
Pay out	71%	83%	89%	86%
Deuda Neta/EBITDA	4,5 x	4,1 x	4,0 x	3,8 x
Rentabilidad dividendo	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%

Nueve meses	9M '17	9M '18	Vr (a/a)
Total Ingresos	1.022	1.013	-0,9%
Ingresos Regulados	846	819	-3,2%
Ingresos No Regulados	176	194	10,2%
Rdos Puesta en Equival. (filiales)	57	71	24,8%
EBITDA + Puesta en equivalencia	794	804	1,3%
BNA Ordinario	322	326	1,0%
BNA Total	376	326	-13,3%
Cash Flow Operativo	733	710	-3,0%
Inversiones	-253	-154	-39,2%
Cash Flow Libre	586	571	-2,5%
Deuda Neta	4.431	4.659	5,1%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

El BNA ordinario en 9M '18 (+1,1%) cumple con las guías del equipo gestor. La mayor contribución de las filiales internacionales, las mejoras en eficiencia y un menor coste de la deuda permiten compensar los menores ingresos del negocio regulado en España. Los objetivos 2018 se han reiterado: BNA (+1%) y DPA (+5%). La rentabilidad por dividendo actual es alta (6,7%). Sin embargo, la falta de visibilidad sobre el marco regulatorio frena la evolución de la acción en bolsa. El previsible recorte de los retornos regulados afectará a su capacidad de generar cash flow, por tanto, a su capacidad para remunerar al accionista en el futuro. Las rentabilidades al alza en los bonos y un crecimiento actual en BPA por debajo de la media del IBEX (+1,0% vs +11%) tampoco favorecen el comportamiento de la acción.

Resultados 9M '18: La reducción del RAB frena el crecimiento en BNA (+1,1%).

BNA ordinario +1,0%. Principales tendencias: (i) Menores ingresos del negocio regulado (-3%) por **contracción en la base de activos regulados (RAB)** ante la ausencia de inversiones en la red de transporte de gas. El incremento en demanda permite mayores ingresos por RCS (Retribución por Continuidad de Suministro), que mitigan la caída en ingresos por Retorno Financiero (RF); (ii) **Mejoras en eficiencia** que permiten una caída del 2% en costes operativos; (iii) **Mayor contribución de filiales (Saggas, TgP..)** por puesta en equivalencia: +25%. Las actividades no reguladas (filiales) siguen ganando peso en resultados: 20% vs 13% en 9M 17; (iv) **Menor coste de la deuda:** 2,7% vs 2,8% en 1S'17; (v) **Reducción de Deuda Neta** (-349M€) hasta 4.659M€. FFO/Deuda Neta en 16,8%. BNA total -13% por plusvalías extraordinarias por la integración de Quintero (Chile) en 9M'17.

ENG reitera objetivos 2018 y anuncia actualización de proyecciones 2019-23.

Objetivos 2018: (i) BNA Recurrente 443M€ (+1,0%); (ii) DPA €1,53/acción (+5,0%); **Actualización sobre GSP (Perú):** En julio inició arbitraje (Ciadi) ante el incumplimiento del gobierno de su compromiso de re-licitar la concesión. ENG espera recuperar la inversión (511M\$) en 2021. **Actualización sobre TAP (Trans Adriatic Pipeline):** ENG ha obtenido los permisos del Gobierno italiano para trabajar en la zona y esperar tener finalizado el proyecto en 2020. **Introducción Objetivos 2023.** ENG ha anunciado que con ocasión de la publicación de los resultados de 2018, el próximo febrero, realizará una actualización de proyecciones 2019-23.

Revisión Regulatoria: Posición de Enagás.

La próxima revisión regulatoria de ENG es en 2020 (efectiva en 2021). Por un lado, ENG recibe un Retorno Financiero (RF) sobre su base activos regulados (RAB) del 5,09% (rentabilidad del bono 10A + 50 p.b.). Una menor TIR en bonos y un menor RAB- por ausencia de inversiones en la red- llevarían a caídas en RF. Además, la Retribución por Continuidad de Suministro (RCS) podría verse afectada. Sin embargo, ENG piensa que los retornos serán siendo "adecuados" por 2 motivos: (i) **Estabilidad del sistema gasista.** Con el ritmo actual de crecimiento de demanda, el déficit del sistema quedaría eliminado para 2021/22, lo que reduce la presión para acometer recortes; (ii) **Necesidad de uso de la red.** El Gobierno quiere reducir el papel del carbón y las nucleares, lo que beneficia el uso del gas.

Conclusión: Neutral Precio Objetivo: 25,20 €/acción.

Resultados 9M'18 sin sorpresas y en línea para conseguir los objetivos del año. La rentabilidad por dividendo actual es atractiva (6,9%). Aunque todavía estamos lejos de la nueva revisión tarifaria y la diversificación de Enagás permite mitigar en parte el impacto de un probable recorte en los ingresos regulados, creemos que la actual incertidumbre regulatoria seguirá frenando la evolución de la acción. El recorte de los ingresos regulados afectaría a su capacidad de generación de *cashflow* en el futuro y, por tanto, a su capacidad de remuneración al accionista. Ante la falta de visibilidad sobre el esquema retributivo del grupo, preferimos no estar invertidos de momento en la acción.

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Esther G. de la Torre Pilar Aranda Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)
 Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Joao Pisco Elena Fernández-Trapiella

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 14

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

28108 Madrid

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Ingresos netos	1.385	1.341	1.337	1.333	1.277	1.246	1.251	-1,4%
EBITA	1013,2	990	951	948	909	847	851	-3,0%
EBITDA + Puesta en equivalencia	1.110	1.074	1.031	1.083	1.047	990	1.006	-1,3%
EBIT	732	734	711	766	742	690	721	-0,4%
BNA	491	442	428	466	452	414	437	-0,2%

Resumen Balance de Situación

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI '18-'23
Activo No Corriente	8.429	8.043	7.807	7.627	7.622	7.620	7.629	
Activo Corriente	503	483	462	472	486	491	496	
Caja e IFT	641	641	641	641	641	641	641	
Total Activo/Pasivo	9.573	9.167	8.910	8.740	8.749	8.752	8.766	-0,9%
FFPP	2.572	2.649	2.695	2.761	2.815	2.865	2.913	
Minoritarios	369	371	372	374	378	382	386	
Pasivo no corriente	712	712	712	712	712	712	712	
Deuda financiera	5.679	5.190	4.881	4.639	4.585	4.529	4.486	
Pasivo corriente	227	231	236	240	245	250	255	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2108e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Valor Residual
+EBITDA	990	951	948	909	847	851	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-169	-164	-164	-157	-143	-148	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	821	787	784	751	704	703	
-/+ Inversiones circulante	24	25	-5	-9	0	0	
- Inversiones Activo Fijo	-220	-120	-120	-280	-275	-260	
= CFL Operativo	626	692	660	462	429	443	10.370

WACC 5,1%
g 0,8%

Valor Presente Negocio 10.041 M€
+Valor Filiales 1.051 M€
- Deuda Neta Ajustada -4.557 M€
- Minoritarios y Provis. -516 M€
Valor Equity 6.020 M€
Nº acciones (mn) 239
Estimación DCF 25,2 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 25,2€ en función de descuento de flujo de caja libre operativo con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
4,3%	30,2	31,2	32,3	33,4	34,6	35,8	37,2	38,6	40,1
4,5%	27,9	28,8	29,8	30,8	31,8	33,0	34,1	35,4	36,7
4,7%	25,9	26,7	27,6	28,5	29,4	30,4	31,4	32,5	33,7
4,9%	24,0	24,8	25,5	26,3	27,2	28,1	29,0	30,0	31,0
5,1%	22,3	23,0	23,7	24,4	25,2	26,0	26,8	27,7	28,6
5,3%	20,8	21,4	22,0	22,7	24,1	24,1	24,8	25,6	26,4
5,5%	19,3	19,9	20,5	21,1	21,7	22,3	23,0	23,7	24,5
5,7%	18,0	18,5	19,0	19,6	20,2	20,8	21,4	22,0	22,7
5,9%	16,8	17,2	17,7	18,2	18,7	19,3	19,9	20,4	21,1

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Esther G. de la Torre Pilar Aranda Aránzazu Cortina Susana André (Mktg & Support)
Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Joao Pisco Elena Fernández-Trapiella

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 14

28108 Madrid