

Sector: Utilities.

Recomendación

Neutral

*Modesto avance en BNA en 9M'19 pero la acción recupera atractivo*

## Enagás

Precio Objetivo:

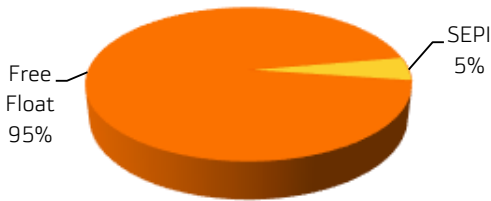
20,0 €

Analista: Aránzazu Bueno

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 4.891 M€  
 Último: 20,50 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 239 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 27,22/18,80 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ENAG MC / ENAG SM

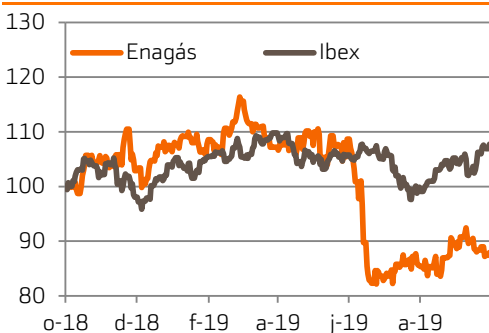
### Accionariado



Pples datos	2018	2019e	2020e
Ingresos	1.169	1.156	1.124
EBITDA	827	830	790
EBITDA + Puesta equ	944	985	980
BNA	443	424	455
FFO	665	742	688
Deuda Neta	3.630	4.293	4.088
BPA	1,85	1,78	1,91
DPA	1,53	1,60	1,68
Pay out	82%	90%	88%
Deuda/EBITDA	4,0 x	4,5 x	4,4 x
Rentab. dividendo	7,5%	7,8%	8,2%

Nueve meses	9M 18	9M 19	Vr (a/a)
Ingresos Regulados	819	825	0,8%
Costes Operativos	-189	-184	-3,0%
<b>EBITDA regulado</b>	<b>629</b>	<b>642</b>	<b>1,9%</b>
Aport. Puesta equiv.	88	126	42,3%
EBITDA + Puesta equ	717	767	7,0%
<b>BNA Total</b>	<b>325</b>	<b>333</b>	<b>2,6%</b>
FFO	568	636	11,9%
<b>Cash Flow Operat.</b>	<b>661</b>	<b>775</b>	<b>17,1%</b>
Inversiones	147	757	413,2%
<b>Dividendos</b>	<b>209</b>	<b>219</b>	<b>4,8%</b>

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

La acción de Enagás recupera atractivo. El valor de las inversiones internacionales aumenta por su positiva contribución a los resultados en 2019 y por la mejora en las perspectivas para los próximos años (mayor contratación en Tallgrass, posible ampliación de capacidad en TAP, avances en el proceso arbitral en GSP Perú,...). Además, la incertidumbre en el negocio regulado llega a su fin, con una posible mejora en la resolución final. La CNMC anuncia su decisión final antes del 31 de diciembre. Es posible que en esta resolución incluya una moderación sobre el fuerte recorte de ingresos de su propuesta inicial. En cualquier caso, la incertidumbre se elimina pronto y el escenario no puede empeorar. El dividendo de Enagás a futuro se verá afectado por el recorte regulatorio, pero la rentabilidad por dividendo se puede mantener en niveles superiores al 5,0%. Por estos motivos, subimos el Precio Objetivo hasta 20,0€/acción desde 18,4 y mejoramos recomendación a Neutral desde Vender.

### Rdos 9M 19: Modesto avance en BNA gracias a una mayor contribución de filiales

El BNA crece un 2% en el periodo. Los ingresos regulados no crecen ya que la red de transporte de gas no requiere inversiones relevantes y la base de activos regulados (RAB) se reduce. Este efecto negativo se compensa por: (i) **Mayor contribución (+42%) de filiales internacionales** (Quintero, Tallgrass, .). Las actividades no reguladas ganan peso en resultados: 30% vs 20% hace un año y (ii) **Mejoras en eficiencia** operativa. Las inversiones y la deuda suben por la adquisición de Tallgrass en EE.UU.

### Actualización Regulatoria: Decisión final antes 31 de diciembre ¿Posible mejora?

La propuesta inicial de la CNMC (5 de julio) incluye un recorte de cerca de 440M€ en ingresos regulados en 2026 frente a 2020. Esto supone un fuerte impacto en el EBITDA regulado del grupo que alcanza 830M€ en 2019.

La CNMC está analizando las alegaciones presentadas y en las próximas semanas pasará su revisión al Consejo de Estado. En ese momento Enagás tendrá acceso al documento y podrá dar su opinión al Consejo de Estado. La opinión del Consejo de Estado no es vinculante pero es tomada en consideración por la CNMC. Es posible que la decisión final de la CNMC modere el fuerte recorte en ingresos incluido en su propuesta inicial. En cualquier caso, la incertidumbre regulatoria se elimina pronto. La CNMC tiene previsto mandar su resolución final antes del 31 de diciembre.

### Negocio No Regulado: Buenas noticias en las filiales internacionales

En TAP (gaseoducto TransAdriático) la actividad comienza en 2020. El interés por esta infraestructura podría llevar a duplicar la capacidad. En GSP (Perú) el Tribunal fija el calendario del proceso. El laudo arbitral se conocerá en 2022. Enagás espera recuperar los 465M€ invertidos. Tallgrass (EE.UU.) evoluciona mejor de lo esperado en contratación. En resumen, el valor de las inversiones internacionales aumenta no sólo por los buenos resultados en 2019 sino por la mejora en las perspectivas.

### La rentabilidad por dividendo permanece en niveles atractivos

Enagás ha declarado que mantiene el compromiso DPA hasta 2023, donde llegaría a 1,74€/acción. A partir de entonces se verá forzada a reducir de manera notable el DPA tras el recorte regulatorio. Pensamos que a partir de entonces podrá distribuir a partir de entonces un DPA de 1,0€/acción, lo que implica una rentabilidad por dividendo en el entorno del 5%.

### Conclusión: Neutral Precio Objetivo: 20,00 €/acción .

El mayor valor de los activos internacionales y el fin de la incertidumbre regulatoria - con posibilidad de mejora en la decisión final de la CNMC - aumentan el atractivo de la acción. Subimos Pr. Objetivo hasta 20,0€/acción (18,4€/acción ant.) y mejoramos recomendación a Neutral desde Vender.

Cifras en millones de euros

### Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Ingresos	1.169	1.156	1.124	894	822	752	694	-8,3%
EBITDA	827	830	790	585	513	443	384	-12,0%
EBITDA + Puesta en equivalencia	920	985	980	785	733	666	611	-6,6%
BNA	443	424	455	344	325	280	249	-9,1%

### Resumen Balance de Situación

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI '18-'24
Activo No Corriente	7.916	7.604	7.451	7.361	7.148	6.974	6.807	
Activo Corriente	416	409	417	430	456	465	472	
Caja e IFT	1.195	789	789	789	789	789	789	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>9.526</b>	<b>8.802</b>	<b>8.657</b>	<b>8.579</b>	<b>8.392</b>	<b>8.228</b>	<b>8.068</b>	<b>-2,7%</b>
FFPP	2.665	2.708	2.782	2.725	2.582	2.449	2.459	
Minoritarios	369	16	16	16	16	16	16	
Pasivo no corriente	795	466	466	466	466	466	466	
Deuda financiera	5.472	5.072	4.848	4.820	4.764	4.733	4.556	
Pasivo corriente	211	296	302	308	320	320	327	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento.

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

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Valor Residual
+EBITDA	790	585	513	443	384	
-Impuestos sobre Beneficio Operativo	-139	-98	-85	-70	-57	
=NOPLAT (B° Operat. Después de Impuestos)	651	487	428	373	327	
-/+ Inversiones circulante	-2	-6	-7	-9	-1	
- Inversiones Activo Fijo	-100	-100	-100	-30	-30	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>599</b>	<b>431</b>	<b>371</b>	<b>334</b>	<b>296</b>	<b>6.322</b>

WACC 4,5%  
g 0,0%

Negocio Regulado	6.806 M€
Participadas	2.231 M€
Deuda Neta	-4.293 M€
Provisiones	-196 M€
Valor Fondos Propios	4.781 M€
Número de acciones	238,7
<b>Valor por acción</b>	<b>20,0 €/acción</b>

#### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 20,0€ 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	-0,8%	-0,6%	-0,4%	-0,2%	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%	0,8%
3,7%	21,3	22,3	23,4	24,5	25,8	27,3	28,9	30,8	32,9
3,9%	20,1	21,0	22,0	23,0	24,2	25,5	26,9	28,5	30,3
4,1%	19,0	19,8	20,7	21,6	22,7	23,8	25,1	26,5	28,1
4,3%	18,0	18,7	19,5	20,4	21,3	22,3	23,4	24,7	26,1
4,5%	17,1	17,7	18,4	19,2	<b>20,0</b>	21,0	22,0	23,1	24,3
4,7%	16,2	16,8	17,4	18,1	19,7	19,7	20,6	21,6	22,7
4,9%	15,4	15,9	16,5	17,2	17,9	18,6	19,4	20,3	21,3
5,1%	14,6	15,1	15,7	16,3	16,9	17,6	18,3	19,1	20,0
5,3%	13,9	14,4	14,9	15,4	16,0	16,6	17,3	18,0	18,8