

# Enagás 2022: muy buena evolución del fondo de maniobra en 4T.

Martes, 21 de febrero de 2023

Ángel Pérez Llamazares, CIAA - Equity Research Analyst

Resultados alineados con nuestras expectativas a nivel EBITDA, que cede algo más de un 10% afectado por menores ingresos regulados, aunque compensados por el incremento del opex remunerado, con menores beneficios de participadas.

El beneficio neto, que no recoge la plusvalía prevista por la venta de Morelos (esperada para 1T23) ni los impuestos por la repatriación del capital de la venta de GNL Quintero, se ve afectado por la evolución operativa y unas mayores amortizaciones, así como por el impairment en Tallgrass ya registrado en trimestres anteriores y los impuestos de la venta de GNL Quintero, pese al registro de las plusvalías. Difícil lectura sobre el objetivo establecido, ya que estas cifras no incluyen la plusvalía de la venta de Morelos ni los impuestos por la repatriación del capital tras la venta de GNL Quintero (el objetivo incluyendo ambas partidas era de situarse entre 380-390 mln eur) estimamos que si se incluyesen ambos efectos se podrían haber situado ligeramente por debajo de la parte baja del rango objetivo.

El flujo de caja operativo se eleva un +14,5% pese a los menores dividendos recibidos de participadas, gracias a la buena evolución del capital circulante por la elevada utilización de la infraestructura. La inversión neta registra las ventas de activos y registra un positivo de 549 mln eur, permitiendo que la deuda neta se sitúe un 19% por debajo de la registrada a final de 2021, mejorando vs a nuestras estimaciones y las de consenso.

En la conferencia pendientes de los comentarios que puedan hacer respecto a las últimas informaciones aparecidas en prensa respecto a que Francia se podría estar replanteando la construcción del hidroducto BarMar, y veremos si dan visibilidad de cara a 2023, por el momento han comentado que esperan que el opex recurrente se mantenga sin variaciones.

No descartamos que la cotización recoja positivamente la buena evolución de los flujos de caja, pese a que el beneficio neto esté por debajo del consenso (consideramos que esa cifra está registrando las plusvalías por la venta de Morelos), no obstante, la cotización actual ofrece un limitado potencial (~10%) a nuestro P.O., pero la rentabilidad por dividendo hasta 2026 es superior al 10% en estos niveles. Reiteramos la recomendación a mantener, P.O. 18,64 eur.

		<b>Mantener</b>			
(mln de euros)	2021	2022	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Ingresos	968	950	-1,8%	-1,4%	-1,1%
EBITDA	895	797	-10,9%	0,7%	-0,1%
Margen EBITDA	93,9%	83,9%	-10,0pp	1,4pp	
EBIT	584	478	-18,0%	1,1%	0,9%
Beneficio neto	404	376	-7,0%	1,8%	-7,4%
Deuda Neta*	4.277	3.469	-18,9%		
DN/EBITDA 12m (x)	5,1x	4,8x			

Consenso Bloomberg. \* Deuda neta a cierre de 2021

## Destacamos:

- **Resultados alineados con nuestras expectativas a nivel EBITDA**, que cede algo más de un 10% con las eficiencias permitiendo que el opex recurrente

aumente un 4%, minimizando el efecto de la inflación. EBITDA afectado por menores ingresos regulados por el marco regulatorio vigente, se han visto **compensados** por el **incremento del opex remunerado**, un incremento derivado de los mayores gastos de electricidad y de los derechos del CO2, así como por los gastos de personal y los menores beneficios de participadas (-7,5% vs 2021, en 1T21 registraron un extraordinario positivo y el cambio de perímetro).

- ▶ El **beneficio neto**, que no recoge la plusvalía prevista por la venta de Morelos (esperada para 1T23) ni los impuestos por la repatriación del capital de la venta de GNL Quintero, se ve afectado por la evolución operativa y unas mayores amortizaciones, así como por el *impairment* en Tallgrass ya registrado en trimestres anteriores y los impuestos de la venta de GNL Quintero, pese al **registro de las plusvalías** de la venta de GNL Quintero y la incorporación del fondo Clean H2 infra fund de Ardian en Enagás renovables. **Difícil lectura sobre el objetivo establecido**, ya que estas cifras no incluyen la plusvalía de la venta de Morelos ni los impuestos por la repatriación del capital tras la venta de GNL Quintero (el objetivo incluyendo ambas partidas era de situarse entre 380-390 mln eur) **estimamos que si se incluyesen ambos efectos se podrían haber situado ligeramente por debajo de la parte baja del rango objetivo.**
  
- ▶ El **flujo de caja operativo** se eleva un +14,5% pese a los menores dividendos recibidos de participadas (cobro del dividendo de TGP por anticipado) por la buena evolución del capital circulante por la elevada utilización de la infraestructura. La inversión neta registra las ventas de activos y registra un positivo de 549 mln eur, permitiendo que **la deuda neta se sitúe un 19% por debajo** de la registrada a final de 2021, mejorando ligeramente la ratio DN/EBITDA ajustado por participadas hasta 4,8x (vs 5,1x en dic 21). FFO/DN 17,6% (vs 16,4% en 2021) y **coste de la deuda se mantiene** en 1,76% (vs 1,6% en 1S22 y 1,71% en 2021) con más del 80% de la deuda a coste fijo.
  
- ▶ En la **conferencia** pendientes de los comentarios que puedan hacer respecto a las últimas informaciones aparecidas en prensa respecto a que Francia se podría estar replanteando la construcción del hidroduto BarMar, infraestructura clave para exportación de hidrógeno desde la Península al resto de Europa. Veremos si dan visibilidad de cara a 2023, por el momento han comentado que esperan que el opex recurrente se mantenga sin variaciones. Recordamos que 2023 se postula como año clave para el devenir de Enagás ya que se prevé que: 1) salga a la luz la regulación europea sobre hidrógeno, 2) se conozca la resolución sobre arbitraje de GSP, 3) se apruebe el plan de inversiones de Tallgrass, y 4) se publique el resultado del test sobre comercializadoras que podría permitir doblar capacidad del gaseoducto TAP. La cotización actual ofrece un limitado potencial (~10%) a nuestro P.O., pero la rentabilidad por dividendo hasta 2026 es superior al 10% en estos niveles.
  
- ▶ **Reiteramos la recomendación a mantener, P.O. 18,64 eur.**

## DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenery.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 61% Sobreponderar, 35% Mantener y 4% Infraponderar