

Conclusiones Enagás 2020: capacidad para absorber planes de transición energética.

Martes, 23 de febrero de 2021


Ángel Pérez Llamazares, CIIA – Equity research analyst

De cara a 2021 comienza el nuevo periodo regulatorio con marco estable hasta 2026 ofreciendo alta visibilidad de flujos de caja. La compañía, pese a la reducción de costes prevista, estima generar un beneficio neto de 380 mln eur (vs 403 mln eur R4e y 409 mln eur consenso FactSet), así como reducir sus niveles de apalancamiento. La compañía ha reducido -20% su estimación de dividendos obtenidos de participadas para el periodo 2021-2026 (antes se esperaba un pago medio anual de 300 mln eur, ahora de 250 mln eur). Estos menores dividendos esperados no cambian la política de dividendos del grupo, ya que la caja que se espera generar en el negocio de transporte de gas en España cubre el 96% de los dividendos previstos.

Tallgrass, afectado por la guerra de precios y los efectos del covid que desplomaron la demanda y el precio de las commodities (EBITDA -14% vs presupuesto), seguirá siendo una plataforma de crecimiento en los próximos años (en tres ámbitos, 1) regulado, ya que existen importantes cuellos de botella que podrían aprovechar, 2) no regulado, la reactivación de la actividad de exploración y producción impulsará los negocios de agua, gathering y procesamiento de gas, y 3) M&A, ya que existe una alta concentración de activos penalizados por las restricciones regulatorias de la nueva administración). De cara a 2021 los accionistas han aprobado un dividendo con cargo a 2020 de 91 mln usd (de los que a Enagás le corresponde el 30). En cuanto al periodo 2021-2026, estiman un dividendo medio anual procedente de Tallgrass de 95 mln eur (vs 140 mln eur R4e) buscando fortalecer la estructura de balance, con un crecimiento esperado del EBITDA TACC de +6% hasta 2026.

De cara al largo plazo, Enagás busca impulsar proyectos de gases renovables en España. Se encuentra inmersa en 30 proyectos de hidrógeno y 16 de biometano, así como en transporte marítimo, ferroviario, terrestre con GNL, con diferentes socios y en distintas geografías. En el periodo 2025-2040, fecha a la que han adelantado su neutralidad en carbono (antes 2050), las necesidades de infraestructuras de hidrógeno para su transporte podrían llevar a Enagás a invertir entre 4.200 y 6.300 mln eur en el periodo, lo cual podría suponer un incremento de la base de activos regulados de Enagás de cara al futuro, aunque todavía no se ha definido el marco regulatorio europeo. En este sentido se han mostrado positivos en que a partir de 2030 se puedan tener que llevar a cabo inversiones en la red de transporte de gas convencional.

Aunque se ha llevado a cabo una importante reducción de las previsiones de dividendos procedentes de participadas frente a nuestras estimaciones, que nos llevará a revisar nuestro precio objetivo (antes 24,18 eur) consideramos que los niveles de cotización actual suponen un excelente punto de entrada en el valor de cara al largo plazo (donde podría haber mejoras por encima de estimaciones) por lo que reiteramos nuestra recomendación de sobreponderar.

		Sobreponderar			
(mln de euros)	2019	2020	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Ingresos	1.151	1.084	-5,8%	0,4%	-1,8%
EBITDA	995	943	-5,2%	0,3%	0,7%
Margen EBITDA	86,4%	87,0%	0,6pp	-0,3pp	
EBIT	644	615	-4,5%	-0,2%	-3,4%
Beneficio neto	423	444	5,1%	0,6%	0,2%
Deuda Neta*	3.755	4.288	14,2%		
DN/EBITDA 12m (x)	3,9x	4,8x			

Consenso Factset. * Deuda neta a cierre de 2019.

Conferencia de resultados

Destacamos:

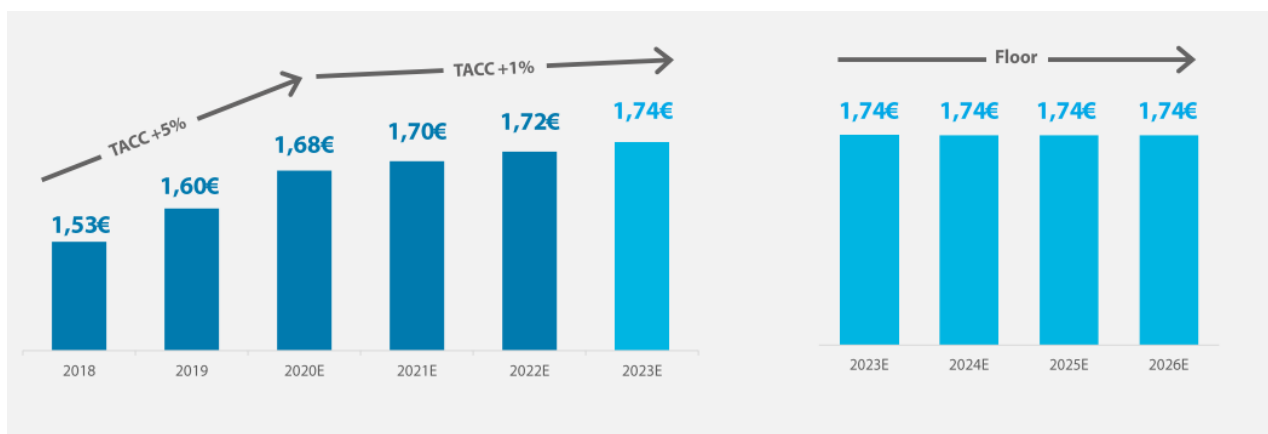
- ▶ Los resultados 2020 de Enagás han cumplido con la guía de beneficio neto pese a la menor aportación de RCS por el impacto del covid (pese a ello demanda 2020 por encima de las expectativas, siendo el segundo año con mayor demanda de toda la serie histórica gracias al papel del gas natural en el proceso de descarbonización, clave en los próximos 15 años) y la menor base de activos regulados, así como el mayor PPA asociado a la adquisición de *Tallgrass*, que han sido compensados por el control de gastos, las menores amortizaciones por efecto extraordinario en 2019 y el mejor resultado financiero por efectos extraordinarios positivos de tipo de cambio y de GSP. La inversión en *Tallgrass* y el menor flujo de caja operativo han llevado a un incremento del apalancamiento a niveles de 4,8x DN/EBITDA pero sigue contando con una sólida posición de tesorería, 2.473 mln eur, que le permite mantener su rating en niveles de BBB+. Deuda neta con más del 80% a tipo fijo y una vida media de 5 años (sin vencimientos significativos hasta 2022) con un coste asociado que se reduce hasta 1,9% (vs 2,1% en 2019).
- ▶ De cara a 2021 comienza el nuevo periodo regulatorio con marco estable hasta 2026 ofreciendo alta visibilidad de flujos de caja. La compañía, pese a la reducción de costes prevista, estima generar un beneficio neto de 380 mln eur (vs 403 mln eur R4e y 409 mln eur consenso FactSet), así como reducir sus niveles de apalancamiento. La compañía ha reducido -20% su estimación de dividendos obtenidos de participadas para el periodo (antes se esperaba un pago medio anual de 300 mln eur, ahora de 250 mln eur). Estos menores dividendos esperados no cambian la política de dividendos del grupo, ya que la caja que se espera generar en el negocio de transporte de gas en España cubre el 96% de los dividendos previstos. No descartan rotación de activos internacionales.
- ▶ TAP. El proyecto se puso en marcha en noviembre, tras una inversión de Enagás de 218 mln eur en 4,5 años. Se espera que genere una contribución a resultados del grupo de 50 mln eur anuales, esperando que su contribución media de *cash flow* sea de 44 mln eur anuales, lo que supone una TIR>11%. En los resultados 2020 ha aportado 14,6 mln eur.
- ▶ TALLGRASS: resultados afectados por la guerra de precios y los efectos del covid que desplomaron la demanda y el precio de las *commodities* (EBITDA - 14% vs presupuesto). No obstante, han mostrado una gran resiliencia gracias a sus contratos *take or pay*. El equipo directivo ha mostrado gran optimismo de cara a las renovaciones de los contratos previstas para 2024, apoyado en la alta demanda de gas prevista y su carácter estratégico para el país. Siguen viendo *Tallgrass* como una plataforma de crecimiento en tres ámbitos, 1) regulado, ya que existen importantes cuellos de botella que podrían aprovechar, aunque podría haber retrasos por la situación política, 2) no regulado, la reactivación de la actividad de exploración y producción impulsará los negocios de agua,

Conferencia de resultados

gathering y procesamiento de gas, y 3) M&A, ya que existe una alta concentración de activos penalizados por las restricciones regulatorias de la nueva administración. De cara a 2021 esperan que el activo genere un EBITDA entre 685 y 735 mln usd (vs 733 mln usd en 2020), con un flujo de caja operativo esperado entre 450 y 495 mln usd, que lleve a una reducción del apalancamiento a niveles entre 4,5x y 4,9x (vs 5,1x en 2020). Los accionistas han aprobado un dividendo con cargo a 2020 de 91 mln usd (de los que a Enagás le corresponde el 30%, no descartan elevarlo a final de año en caso de mejoras por encima de expectativas). De cara al periodo 2021-2026 la compañía estima un dividendo medio anual procedente de *Tallgrass* de 95 mln eur (vs 140 mln eur R4e) gracias a un crecimiento esperado del EBITDA TACC de +6% hasta 2026.

- ▶ GSP: el proceso de arbitraje está siguiendo el calendario previsto y no se prevé resolución hasta final de 2022. Recordamos que la compañía estima recuperar cerca de 450 mln eur.
- ▶ De cara al largo plazo, Enagás busca impulsar proyectos de gases renovables en España. Se encuentra inmersa en 30 proyectos de hidrógeno y 16 de biometano, así como en transporte marítimo, ferroviario, terrestre con GNL, con diferentes socios y en distintas geografías, donde consideran que se podrían invertir en el entorno de los 5.000 mln eur en su totalidad. En el periodo 2025-2040, fecha a la que han adelantado su neutralidad en carbono (antes 2050), las necesidades de infraestructuras de hidrógeno para su transporte podrían llevar a invertir entre 4.200 y 6.300 mln eur en el periodo, lo cual podría suponer un incremento de la base de activos regulados de Enagás de cara al futuro, aunque todavía no se ha definido el marco regulatorio europeo. En este sentido se han mostrado positivos en que a partir de 2030 se puedan tener que llevar a cabo inversiones en la red de transporte de gas convencional.

DIVIDENDOS PREVISTOS EN EL PERIODO 2021-2026e



Compromiso ESG

Ambiental



- Miembro de la **AList 2020 de CDP** Cambio Climático
- Fijación de objetivos de reducción de emisiones alineados con los **escenarios 1.5°C: -67% en 2030** vs. 2014 y **neutralidad en carbono en 2040**
- Reducción de la **huella de carbono -31%** en 2020 vs 2018.
- 31 proyectos de **hidrógeno** y 16 proyectos de **biometano** en desarrollo.
- **Adhesión al Pacto de Biodiversidad y al Business for Nature call to action**
- **Plan de biodiversidad** y fijación del objetivo de **no pérdida neta de biodiversidad**

Social



- Certificación del Protocolo de **Actuación frente a la COVID-19** de AENOR.
- Firma del tercer **Convenio Colectivo (2020-2022)**
- Certificación **Top Employer** por undécimo año consecutivo
- Posicionamiento entre las 100 **Mejores Empresas para trabajar** de Actualidad Económica
- Tercera empresa mundial en el **Gender Equality Index** de Bloomberg
- Renovación del certificado en **conciliación e fr** con el nivel de **Excelencia A**

Gobierno



- Definición de la **política retributiva 2022 - 2024**
- Revisión del **proceso de evaluación** del Consejo de Administración
- Formación sobre el **Código Ético** del Grupo Enagás
- Actualización del **Código Ético de proveedores**
- Implantación de los **modelos de Cumplimiento y de Prevención de la Corrupción**
- Certificación de la Junta General de Accionistas de Enagás como **evento sostenible**

Conferencia de resultados

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 es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado); asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., asesoramiento a accionista significativo en Mediaset España y cobertura de Análisis en Clínica Baviera y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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 Analisis
Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 53% Sobreponderar, 37% Mantener y 10% Infraponderar.