

SECTOR: **UTILITIES**RECOMENDACIÓN: **NEUTRAL**PRECIO OBJETIVO: **17,5€**ESTA COMPAÑÍA **NO SE ENCUENTRA EN NUESTRAS CARTERAS MODELO** [enlace](#)

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y recientes publicados por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre **Gas Natural**.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada en base a la información más reciente y públicamente disponible incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*, así como la última nota completa sobre la compañía. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto contiene los datos que deben ser tenidos en cuenta ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, el precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

COMENTARIOS

03/11/2016**GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 17,38€): Resultado 9M'16 débil.-**

Presentó ayer sus cuentas de 9M'16 (principales cifras comparadas con el consenso de Reuters): Ingresos 16.746M€ (-14,6%), EBITDA 3.640M€ (-6,8%) vs 3.672M€ estimado, EBIT 2.112M€ (-12,4%), BNA 930M€ (-15,0%) vs 949M€ estimado. Las inversiones ascienden a 1.391M€ (+40%). La DFN se sitúa en 16.144 vs 15.648M€ a cierre de 2015, lo que supone 3,2x EBITDA. Por negocios, el EBITDA de Distribución de Gas se contrae lastrado por Latam (-6,8%) aunque España también cae (-1,8%), Distribución de Electricidad mejora tanto por España (+1,3%) como por Latam (+1,6%), Gas continúa con fuertes caídas por las actividades de Aprovisionamiento y Comercialización (-33%) mientras que Infraestructuras mejora (+2,3%) y Electricidad se mantiene estable en España (+0%) mientras GPG retrocede (-4,5%).

OPINIÓN: Las cuentas no llegan a cumplir las expectativas ni a nivel operativo ni a nivel de BNA. Además, muestran cierto deterioro en relación a las cifras 6M'16. El resultado sigue lastrado por la mala evolución del negocio liberalizado de gas así como por la devaluación de las divisas de Latam (impacto de -117M€ a nivel de EBITDA) que, en esta ocasión, no se ha visto compensado con las mejoras en Electricidad y Distribución de España. En cuanto al *conference call* de resultados, destacamos lo siguiente: (i) la compañía reafirmó sus objetivos para el conjunto del año (EBITDA de 5.000M€ y BNA entre 1.300 y 1.400M€) pero la calidad del BNA sería cuestionable ya que incorporaría varios extraordinarios. En concreto, suma 76M€ de plusvalías, 45M€ por recuperación de tarifas en Argentina y unos 60M€ por recuperación del bono social. (ii) Respecto al negocio de comercialización de gas parece que los márgenes se están estabilizando y además, la compañía realizó un esfuerzo de comunicación y acotó el riesgo del negocio en relación al contrato con Chenière (160M€ si no consiguen vender los 2bcm que quedan). (iii) No hubo novedades en relación a Electrocaribe. Están en conversaciones con el gobierno para tratar de mejorar la regulación en el país y frenar el problema del

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio
Ramón Forcada Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Jesús Amador

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

Avenida de Bruselas, 12
28108 Madrid

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

fraude. La deuda asciende a 1.300M€ pero se ha ido provisionando ejercicio a ejercicio en un 83%. En conjunto, los resultados 9M'16 nos parecen débiles y seguramente los del conjunto del año también lo sean. No obstante, podrían estar marcando un punto de inflexión. Esta posibilidad, unida a una rentabilidad por dividendo elevada (5,7%), nos lleva a mantener la recomendación de Neutral.

06/10/2016

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 17,95€): Reclama 1.103M€ a Colombia.-

GN mantiene negociaciones con el Gobierno colombiano para llegar a un acuerdo en relación a unos 1.100M€ en facturas pendientes de pago de su filial Electricaribe (ECA). Si no se encontrase una solución antes de enero, GN terminaría poniendo una demanda de arbitraje ante el Ciadi, tribunal de arbitrajes dependiente del Banco Mundial.

OPINIÓN: El negocio de distribución de electricidad en Colombia generó un EBITDA'15 de 258M€ con un crecimiento de +6,6% (vs 5.260M€ y +8,5% del conjunto de GN). Sin embargo, apenas registra beneficios por el impacto de las deudas de los organismos oficiales, de la morosidad de los clientes particulares y de los enganches ilegales. ECA ha ido provisionando a lo largo de los últimos años dos tercios de los 1.100M€, por lo que cualquier acuerdo por encima de dicha cantidad supondría un beneficio. En el último Plan Estratégico de la compañía, Colombia se considera como un mercado estratégico por lo que entendemos que es importante que las negociaciones lleguen a buen puerto. En este sentido, el nuevo Presidente de la gasista, Isidro Fainé, ya tiene experiencia en este tipo de litigios dado que jugó un papel relevante en el problema de Repsol en Argentina, que también acabó en el Ciadi.

14/09/2016

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 18,17€)/ REPSOL (Vender; Pr. Obj.: 12,05€; Cierre: 12,11€): GIP cobrará el próximo dividendo.-

El fondo GIP cobrará el próximo dividendo, 0,33€/acción, lo que se traduce en 66M€ para el nuevo accionista de Gas Natural.

OPINIÓN: GIP ha acordado el cobro del dividendo por pocos días, de lo que se deduce que, de los 3.803M€ pagados por el 20% de GN habría que restar los 66M€ que va a recibir el 27 de septiembre (como si hubiese pagado 18,67€/acción en lugar de 19€/acción). Es curioso que GIP vaya a resultar beneficiado de la medida acordada el pasado marzo, cuando se decidió adelantar el pago del dividendo a cuenta de diciembre a septiembre.

13/09/2016

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 18,51€)/ REPSOL (Vender; Pr. Obj.: 12,05€; Cierre 12,41€): Venta de un 20% de Gas Natural a GIP.-

Repsol y La Caixa venden al fondo americano Global Infrastructure Partners (GIP) un 20% de Gas Natural por 3.802M€ ó 19€/acc. (Prima respecto al cierre de ayer de +2,64% y de +2,7% respecto al 31 de agosto antes de que se conociese la operación). Supone valorar el 100% de Gas Natural en 19.010M€. De ese 20%, un 10% procederá de Repsol (reduce su participación al 20%) y otro 10% de Critería (reduce su participación al 24,34%). Critería obtendrá una plusvalía consolidada de 218M€ y Repsol 246M€. Además, han llegado a un "acuerdo" de Gobierno corporativo con GIP, que sustituye al pacto parasocial de control de Gas Natural que tenían entre ambos socios españoles. El acuerdo contempla que La Caixa tendrá la presidencia no ejecutiva de Gas Natural (Isidro Fainé) más 3 consejeros. Repsol y GIP tendrán cada uno 3 consejeros y una

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio
Ramón Forcada Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Jesús Amador

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

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

Avenida de Bruselas, 12

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28108 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

vicepresidencia respectivamente. Repsol, La Caixa y GIP participarán en el acuerdo mientras cada uno de ellos mantenga una participación al menos 10 puntos inferior a la actual; es decir, mientras no bajen del 10%, 14% y 10% del capital de Gas Natural Fenosa, respectivamente.

OPINIÓN: Se confirma la operación filtrada el pasado 1 de septiembre. El precio rumoreado rondaba entre 19 y 20 €/acción y, al final, se ha cerrado en la parte baja, como esperábamos. Con esta venta Repsol reducirá su apalancamiento (Deuda Neta 12.744M€; DN/PN 44,3%) y, más importante, el riesgo de una revisión a la baja del rating (S&P: BBB- perspectiva Negativa). Los bonos de la petrolera lo deberían hacer bien, así como su cotización. En cuanto a Gas Natural, lo ajustado de la prima podría pesar sobre el valor si bien la operación fija una orientación para su cotización. Por otro lado, no pensamos que la nueva estructura accionarial suponga un cambio en la estrategia de la compañía.

12/09/2016

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 18,955€)/ REPSOL (Vender; Pr. Obj.: 12,05€; Cierre 12,59€): La venta del 20% de Gas Natural podría cerrarse esta semana.-

Esta semana Repsol (30,0% de Gas Natural) y Critería Caixa (34,4% de Gas Natural) podrían cerrar la venta de un 20% de Gas Natural (10% Rep y 10% Critería Caixa) a Global Infrastructure Partners (GIP) por un precio que rondaría los 4.000M€ o 19,99 €/acc., prima del +5,4% respecto al cierre del viernes. Las plusvalías de Repsol rondarán los 400M€. A su vez, Repsol y Critería cederán 3 consejeros a GIP.

OPINIÓN: Pocas novedades respecto a esta transacción ya que tanto el porcentaje como el precio ya se habían filtrado días atrás. Faltaba saber la fecha de materialización. Respecto a Repsol, esta noticia apenas tendrá impacto, ya que se conoce desde el pasado 1 de septiembre. A su vez, tendrá más impacto la caída del Brent del viernes (-3,96%) así como la apertura de hoy lunes donde viene recortando otro -1,63%. Respecto a Gas Natural, será positivo ya que i) da soporte a la cotización y; ii) rompe el acuerdo parasocial firmado entre Repsol y Critería en el año 2000 y deja abierta la puerta a un potencial movimiento corporativo sobre el valor a largo plazo. Los dos accionistas tradicionales de control de Gas Natural pasarán de poseer el 44,4% (vs 64,4% actual).

08/09/2016

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 19,16€)/REPSOL (VENDER; Pr. Obj.: 12,05€; Cierre: 12,61): Fecha potencial para la venta de un 20% de Gas Natural.-

La venta de un 20% de Gas Natural procedente de Repsol (30% Gas) y Critería Caixa (34,3%) a Global Infrastructure Partners (GIP) se rumorea que podría realizar a partir del próximo 27 de septiembre, una vez se i) materialice el pago del dividendo de Gas Natural y ii) se clarifique el número de consejeros que tendrá GIP en Gas. De esta forma se rompería el acuerdo parasocial firmado entre Repsol y La Caixa en el año 2000.

OPINIÓN: Poco a poco se van conociendo más detalles de la transacción pero pensamos que esta noticia apenas tendrá impacto en la medida que esto son ya flecos de la potencial venta que se conoció el pasado 1 de septiembre.

01/09/2016

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 19,02€): Despierta el interés de varios compradores.-

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio
Ramón Forcada Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Jesús Amador

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

Avenida de Bruselas, 12
28108 Madrid

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

Repsol y Critería Caixa confirmaron ayer que están manteniendo contactos con algunos inversores para la venta de un paquete de acciones representativas del 20% de Gas Natural (10% por parte de cada uno).

OPINIÓN: El anuncio de venta debería haber castigado al valor que, sin embargo, se revalorizó cerca de +4,5%. Entendemos que dicha subida se explica porque hay varios fondos interesados en el paquete (GIP y también KKR según fuentes del mercado), y porque se elimina la incertidumbre que había al respecto ya que se viene hablando de una posible venta por parte de Repsol desde hace más de un año. Además, se estaría buscando un comprador para todo el paquete de acciones por lo que se evita un goteo de ventas. De una forma más remota, podría explicarse también por el hecho de que la operación implica que la acción concertada de Repsol y Critería Caixa queda con un porcentaje de participación del 44%, por debajo del 50%, de forma que la compañía podría ser objeto de una OPA en un futuro. A menos que se produzca un proceso de pujas entre los compradores creemos que la de ayer sería una subida pasajera de cara a la operación que, por tanto, se produciría con una prima muy ajustada. En este sentido, se rumorea que KKR habría ofrecido 3.800M€ por el paquete del 20% lo que se traduce en 19€/acción, en línea con el cierre de ayer.

24/08/2016

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 18,4€): Nueva inversión en Australia. -

Ayer anunció una inversión de 120M€ en Australia, donde construirá un parque eólico que explotará durante 20 años. La potencia instalada ascenderá a 91 megavatios y las instalaciones estarán operativas a partir del segundo semestre de 2018. El proyecto se llevará a cabo a través de Global Power Generation, filial en la que tiene una participación del 75% (el 25% restante está en manos del fondo soberano Kuwait Investment Authority).

OPINIÓN: No estimamos gran impacto de esta noticia en el valor. El importe es reducido y confirma lo que ya anunció la Compañía en su Plan Estratégico: su intención de expandir su presencia en Asia. Además, de aumentar el peso de las energías renovables en su cartera.

27/07/2016

GAS NATURAL (Neutral; Pr. Obj.: 17,5€; Cierre: 18,35€): El resultado cumple con las expectativas. -

Ha presentado sus cuentas de 1S'16 (principales cifras comparadas con el consenso de Reuters): Ingresos 11.409M€ (-15,0%), EBITDA 2.457M€ (-6,2%) vs 2.448M€ estimado, EBIT 1.447M€ (-10,8%), BNA 645M€ (-14,1%) vs 644M€ estimado. Las inversiones caen -7,5% hasta 655M€. La DFN se sitúa en 15.832 vs 15.648M€ a cierre de 2015, lo que supone 3,1x EBITDA. Por negocios, el EBITDA de Distribución de Gas se contrae lastrado por Latam (-8,5%) aunque España también cae (-2,8%), Distribución de Electricidad mejora gracias a España (+5%), Gas continúa con fuertes caídas por las actividades de Aprovisionamiento y Comercialización (-39%) y Electricidad mejora gracias a España (+5%) ya que GPG retrocede (-7%).

OPINIÓN: Las cuentas cumplen con las expectativas y mejoran la tendencia del 1T por lo que las valoramos positivamente. El resultado sigue lastrado por la mala evolución del negocio liberalizado de gas así como por la devaluación de las divisas de Latam (impacto de -114M€ a nivel de EBITDA) pero se ha visto compensado con las mejoras en Electricidad y Distribución de España. A las 10h tendrá lugar un *conference call* donde explicarán el resultado. Link a los [resultados de la compañía](#).

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Eva del Barrio
Ramón Forcada Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)
Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Jesús Amador

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

Avenida de Bruselas, 12
28108 Madrid

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

Sector: Utilities.

El dividendo como consuelo ante un 2016 difícil

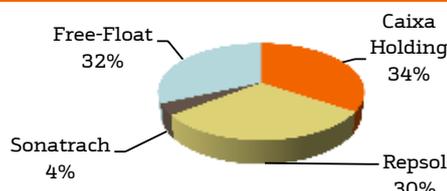
Gas Natural

Precio Objetivo: 17,5 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 17.022 M€
Último: 17,01 €/acc.
Nº Acciones (M.): 1.001 M acc.
Min / Max (52 sem): 15,065/22,895 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: GAS SM

Accionariado



Ppales cifras*	2014	2015	2016e	2017e
Ingresos	24.742	26.015	23.399	23.870
EBITDA	4.853	5.264	4.899	5.136
BNA	1.462	1.502	1.359	1.539
% a/a	5,9%	2,7%	-9,5%	13,2%
DN/EBITDA	3,4 x	2,9 x	3,3 x	3,3 x
ROE	8,1%	8,1%	7,2%	8,0%
BPA (€/acc)	1,46	1,50	1,36	1,54
DPA (€/acc)	0,91	1,00	1,00	1,08
Rentab. dividendo*	4,4%	5,3%	5,9%	6,3%

*Con CGE desde dic'14.

**2014, '15 con cotización de cierre. 2016 y '17 con último cierre.

Desglose EBITDA1T'16	M€	%	Var a/a
Distribución gas	388	32%	-7%
Distribución elect.	319	26%	1%
Electricidad	205	17%	-4%
Gas (infraest., comercializ.)	226	19%	-30%
Global Power Generation	62	5%	-15%
Otros	16	1%	n.a.
Total	1.216		-10%

Evolución bolsa	2013	2014	2015	2016
Endesa	38%	-29%	12%	-3%
Iberdrola	10%	21%	17%	-8%
ENGIE	10%	14%	-16%	-18%
Enel	1%	16%	5%	1%
E.ON	-5%	6%	-37%	-7%
Snam SpA	16%	1%	18%	6%
Gas Natural	38%	11%	-10%	-10%
Ibex	21%	4%	-7%	-9%

PER	2013	2014	2015	Media h	2016e
Endesa	13,1 x	18,4 x	18,0 x	16,5 x	15,4 x
Iberdrola	11,4 x	15,7 x	17,1 x	14,7 x	15,1 x
ENGIE	42,2 x	19,8 x	41,1 x	34,4 x	12,7 x
Enel	n.a.	12,4 x	58,8 x	35,6 x	12,9 x
E.ON	12,3 x	n.a.	n.a.	12,3 x	10,7 x
Snam SpA	n.a.	12,4 x	14,2 x	13,3 x	16,7 x
Promedio	19,7 x	15,7 x	29,8 x	21,1 x	13,9 x
Gas Natural	13,0 x	14,2 x	12,9 x	13,4 x	12,5 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Belén San José

Ramón Carrasco

Pilar Aranda Ana Achau

Rafael Alonso Esther G. de la Torre

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Volvemos a rebajar nuestro Precio Objetivo sobre Gas Natural tras los débiles resultados del 1T y la decepción del Plan Estratégico. Hemos revisado a la baja nuestras estimaciones, lo que nos conduce a un Precio Objetivo de 17,5€ vs 18,4€/acción anterior, precio que apenas ofrece potencial (+3%). No obstante, mantenemos la recomendación en Neutral por el atractivo del dividendo y porque ya no tememos una posible desinversión por parte de Repsol.

El pasado 11 de mayo presentó sus cuentas del 1T'16 así como el nuevo Plan Estratégico con objetivos a 2018 y "aspiraciones" a 2020. Las cifras del 1T'16 no lograron cumplir las expectativas: EBITDA 1.216M€ (-9,9%) vs 1.238M€ estimado por el consenso de Reuters, BNA 329M€ (-18,6%) vs 339M€ estimado. Además, el Plan Estratégico fue decepcionante ya que la dirección transmitió una sensación de resignación y las guías fueron inferiores a lo previsto, especialmente a nivel de BNA: BNA'18 1.600M€ vs 1.741M€ de nuestras estimaciones y BNA'20 1.800M€ vs 1.838M€ previsto. Eso, a pesar de un esfuerzo inversor superior: 8.000M€ en 2016-2018 vs 5.000M€ en 2013-2015.

Tras los resultados y el PE estimamos una caída del BNA en 2016 de -10% vs -0,2% anterior. En 2017 comenzaría a recuperarse potenciado por un plan de optimización de costes de 220M€ a 2018. En relación al PE, creemos que las hipótesis contempladas son conservadoras por lo que prácticamente damos por seguro que sus guías se cumplirán. Dicho esto, el escenario macro y energético continuará penalizando sus cuentas en el corto plazo.

De cara al futuro, Gas Natural (GNF) va a seguir centrada en el crecimiento de los mercados emergentes. Además, empujará los negocios de renovables y gas. El foco estará en Redes (sobre todo de gas pero también de electricidad) y Generación (renovable principalmente y ciclos combinados), que absorberán 7.200M€ y 4.500M€ de inversiones, respectivamente, de los 14.000M€ de capex neto planeados para el periodo 2016-2020. El resto se destinará al negocio de Gas con la inversión en nueva flota y proyectos *midstream* así como en el área de Servicios.

En cierto modo esta estrategia supone un giro para la compañía que hasta hace poco estaba volcándose en el negocio de GNL, que queda relegado a un segundo plano. Ahora la dirección recalca su bajo peso en relación al EBITDA total (actualmente 12% vs 17% en 2013) cuando hace dos años destacaba su gran potencial. También plantea dudas el hecho de que GNF se vaya a volcar en las renovables, materia en la que no es líder (su cuota en España ronda el 4,5%), expansión que realizaría orgánicamente dado que GNF no contempla grandes adquisiciones.

Asimismo, la exposición a Latam seguirá pesando en sus cuentas (por la depreciación de las divisas al menos un trimestre más). No obstante, el peso de los negocios regulados (Redes y Renovables suponen el 71% del EBITDA) y el perfil diversificado de la compañía (44% gas y 52% electricidad, 52% nacional y 46% Latam) deberían ayudar a mitigar estos riesgos. Además, los múltiplos a los que cotiza GNF son inferiores a los de sus comparables. Por otro lado, GNF ha cambiado su política de dividendos, lo que incorporamos en nuestro modelo DDM. En marzo anunció el esperado aumento del dividendo. El DPA'15 sube de 0,9328€/acción fijados previamente a 1€/acción (+10%). Presentó las pautas para el periodo 2016-2018: establece un *payout* del 70% (vs 62% de los últimos años) con un DPA mínimo de 1€ y abre la posibilidad de adoptar la fórmula de *scrip dividend*. Estimamos que el DPA'16 repetirá en 1€/acción lo que implica una rentabilidad por dividendo de 5,9%, bastante atractiva teniendo en cuenta el entorno de bajos tipos de interés. Con esto, parece que la compañía quisiera compensar a unos accionistas que están "sufriendo" el complicado entorno que atraviesa. Con el aumento del dividendo y de las inversiones, nuestras proyecciones de deuda son superiores a las de la compañía pero sin llegar a niveles elevados (ratio DFN/EBITDA '20e 3,3x).

Cifras en millones de euros

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC '16-'19
Ingresos netos	24.742	26.015	23.399	23.870	24.842	25.905	27.122	3,8%
EBITDA	4.853	5.264	4.899	5.136	5.469	5.694	5.971	5,1%
EBIT	3.190	3.261	2.930	3.234	3.506	3.666	3.867	7,2%
BAI	1.915	2.363	2.167	2.436	2.600	2.737	2.798	6,6%
Resultado Neto del Grupo	1.462	1.502	1.359	1.539	1.662	1.765	1.811	7,4%
Tasa de variación interanual	-13%	3%	-10%	13%	8%	6%	3%	

CGE se incorpora desde dic'14

Resumen Balance de Situación

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Activo No Corriente	39.507	38.405	39.674	40.939	42.271	43.865	45.351
Activo Corriente	6.778	6.017	6.113	5.995	6.119	6.267	6.446
Caja e IFT	4.043	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755
PN	18.020	18.518	18.877	19.338	19.837	20.366	20.909
Pasivo no corriente	6.145	5.828	5.886	5.945	6.064	6.185	6.309
Deuda financiera	20.544	18.248	19.042	19.707	20.407	21.316	22.111
Pasivo corriente	4.641	4.008	4.163	4.123	4.262	4.444	4.648
Total Activo/Pasivo	49.350	46.602	47.968	49.114	50.570	52.312	53.977

CGE se incorpora desde dic'14

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	VR
+BNA	1.359	1.539	1.662	1.765	1.811	
+Amortizaciones	1.711	1.773	1.835	1.899	1.976	
+Gastos Financieros *(1-t)	580	598	679	697	801	
- Inversiones en activos fijos	-2.600	-2.650	-2.750	-3.000	-3.000	
- Inversiones en circulante	58	79	15	34	25	
= CFL Operativo	1.108	1.340	1.440	1.394	1.613	39.415

WACC 5,6%
g 1,25%

EV 35.732
- Deuda Neta -15.493
- Minoritarios -4.151
EqV 16.088
Nº acciones 1.001
Estimación DFC 16,1

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 17,5€ en función de dos métodos de valoración con igual ponderación: descuento del dividendo y descuento de flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Crecimiento 2020-25
Dividendo por acción	1,00	1,08	1,16	1,23	1,27	3%
% a/a		7,7%	8,0%	6,2%	2,6%	Crecimiento 2025-30 2%
Ke	6,8%					
Estimación Ddiv	18,9					

Precio Objetivo

	Valoración	Ponderación
Valoración DFC	16,1	50%
Valoración DDiv	18,9	50%
Precio objetivo	17,5	PER'16 implícito 12,9 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe) Belén San José Pilar Aranda Ana Achau <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre <http://www.bankinter.com/>
 Avda de Bruselas, 12
 Por favor, consulte importantes advertencias legales en: 28108 Alcobendas

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

Sector: Utilities.

Incertidumbre hasta el nuevo Plan Estratégico

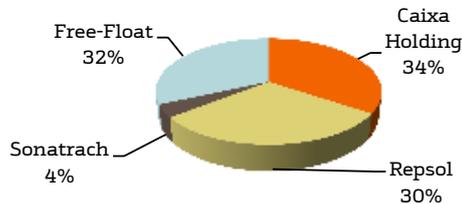
Gas Natural

Precio Objetivo: 18,4 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 16.582 M€
Último: 16,57 €/acc.
Nº Acciones (M.): 1.001 M acc.
Min / Max (52 sem): 16,31/22,895 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: GAS SM

Accionariado



Ppales cifras*	2014	2015	2016e	2017e
Ingresos	24.742	26.015	26.094	26.921
EBITDA	4.853	5.264	5.237	5.304
BNA	1.462	1.502	1.499	1.610
% a/a	5,9%	2,7%	-0,2%	7,4%
DN/EBITDA	3,4 x	2,9 x	2,9 x	2,8 x
ROE	8,1%	8,1%	7,9%	8,2%
BPA (€/acc)	1,46	1,50	1,50	1,61
DPA (€/acc)	0,91	0,93	0,93	1,00
Rentab. dividendo**	4,4%	5,0%	5,6%	6,0%

*Con CGE desde dic'14.

**2014, '15 con cotización de cierre. 2016 y '17 con último cierre.

Desglose EBITDA'15	M€	%	Var a/a
Distribución gas	1.575	30%	2%
Distribución elect.	1.023	19%	5%
Gas	1.081	21%	-5%
Electricidad España	741	14%	-9%
Global Power Generation	261	5%	18%
CGE	499	9%	n.a.
Otros	84	2%	n.a.
Total	5.264		8%

Evolución bolsa	2013	2014	2015	2016
Endesa	38%	-29%	12%	-7%
Iberdrola	10%	21%	17%	-3%
ENGIE	10%	14%	-16%	-14%
Enel	1%	16%	5%	-7%
E.ON	-5%	6%	-37%	4%
Snam SpA	16%	1%	18%	5%
Gas Natural	38%	11%	-10%	-11%
Ibex	21%	4%	-7%	-13%

PER	2013	2014	2015e	Media h	2016e
Endesa	13,1 x	18,4 x	15,9 x	15,8 x	14,9 x
Iberdrola	11,4 x	15,7 x	16,8 x	14,6 x	15,7 x
ENGIE	42,2 x	19,8 x	12,8 x	24,9 x	11,6 x
Enel	n.a.	12,4 x	11,6 x	12,0 x	11,9 x
E.ON	12,3 x	n.a.	11,6 x	11,9 x	12,2 x
Snam SpA	n.a.	12,4 x	15,1 x	13,8 x	16,3 x
Promedio	19,7 x	15,7 x	14,0 x	15,5 x	13,7 x
Gas Natural	13,0 x	14,2 x	11,0 x	12,7 x	11,1 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Belén San José Pilar Aranda Ana Achau
Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Hemos ajustado a la baja nuestras estimaciones para los próximos años, fijando un nuevo Precio Objetivo en 18,4€ desde 22,7€ anterior. Este precio ofrece un potencial de revalorización de +12% desde su cotización actual por lo que mantenemos la recomendación en Neutral. Dicho esto, el valor podría verse presionado a la baja por la incertidumbre que ha transmitido la Dirección al retrasar la presentación del Plan Estratégico y también por la delicada situación que atraviesa Repsol, que podría terminar vendiendo su participación en la compañía.

Resultados 2015:

El miércoles presentó sus cuentas de 2015 (principales cifras comparadas con el consenso de Reuters): Ingresos 26.015M€ (+5,3%), EBITDA 5.264M€ (+8,7%) vs 5.329M€ estimado por el consenso de Reuters y 5.279M€ de nuestras estimaciones (sería 5.376M€, +10%, sin ajustar por la discontinuidad del negocio de GLP en Chile), EBIT 3.261M€ (+2,4%), BNA 1.502M€ (+2,7%) vs 1.482M€ estimado por el consenso de Reuters y 1.523M€ de nuestras estimaciones.

El aumento del EBITDA se explica por la incorporación de CGE que aporta 499M€ vs 28M€ del año pasado compensando de sobra el impacto regulatorio del gas en España (-59M€) y la desinversión de GNFTelecomunicaciones (en 2014 aportó 32M€). Además, la evolución de las monedas le ha favorecido en +41M€. Después, el aumento de las amortizaciones (+8,3%), un menor resultado negativo de las entidades por el método de participación (-4M€ vs -474M€) y la subida de la tasa efectiva del IS (de 13,4% a 24,2%) llevan al BNA a subir +2,7%.

Las inversiones caen -52% hasta 2.082M€ (por los extraordinarios en 2014 de la compra de CGE y dos metaneros).

La DFN disminuye -7,6% a 15.648M€, 3,0x EBITDA.

Opinión:

El resultado de 2015 ha sido bueno, teniendo en cuenta la volatilidad de las materias primas, porque ha cumplido con las guías del Plan Estratégico 2013/2015. No obstante, no se han llegado a cubrir nuestras expectativas. Así, teniendo en cuenta un peor punto de partida y que hemos revisado a peor las cifras de 2016 en adelante, llegamos al nuevo precio objetivo. Pensamos que el negocio de GNL seguirá cayendo este año (no tan intensamente) y que las divisas Latam continuarán depreciándose. Esto deslucirá la evolución de los negocios regulados ya que dicha depreciación no llegaría a compensarse con una hipotética apreciación del dólar vs euro. Además, CGE ya no es incremental dado que ha estado aportando a los resultados todo el año 2015.

En cuanto al dividendo, cabía la posibilidad de que lo aumentara dado que el esfuerzo inversor se va a reducir (a unos 2.000M€) pero los comentarios en el *conference call* sólo apuntan al mantenimiento del mismo (*payout* del 62%).

Por otro lado, creemos que el retraso en la presentación del nuevo Plan Estratégico deja patente la poca visibilidad de algunos de los negocios (comercialización gas, principalmente), y esta incertidumbre puede ser un lastre (la fecha orientativa para el próximo PE es el 31 de mayo). En este sentido, la dirección no descarta que 2016 sea un peor año que 2015 en término de BNA.

Asimismo, los rumores sobre una posible venta del paquete que ostenta Repsol (30% en una acción concertada con Caixa Holding) están ganando fuerza una vez que la petrolera ha visto deteriorada la perspectiva de su *rating* crediticio.

En definitiva, una hipotética presión de papel y la incertidumbre que ha transmitido la Dirección pesarán sobre el título. No obstante, mantenemos la recomendación en Neutral por el potencial que refleja nuestro precio objetivo y porque la compañía ofrece una rentabilidad por dividendo muy atractiva, superior al 5%.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC '16-'19
Ingresos netos	24.742	26.015	26.094	26.921	28.014	28.838	29.514	3,1%
EBITDA	4.853	5.264	5.237	5.304	5.441	5.482	5.572	1,6%
EBIT	3.190	3.261	3.234	3.377	3.564	3.641	3.705	3,5%
BAI	1.915	2.363	2.366	2.530	2.705	2.775	2.835	4,6%
Resultado Neto del Grupo	1.462	1.502	1.499	1.610	1.741	1.793	1.838	5,2%
Tasa de variación interanual	-13%	3%	0%	7%	8%	3%	3%	

CGE se incorpora desde dic'14

*: TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Resumen Balance de Situación

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Activo No Corriente	39.507	38.405	38.786	39.107	39.699	40.254	41.192
Activo Corriente	6.778	6.972	6.735	6.953	7.239	7.457	7.631
Caja e IFT	4.043	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755
PN	18.020	18.518	19.087	19.699	20.361	21.042	21.741
Pasivo no corriente	6.145	5.828	5.886	5.934	6.024	6.109	6.251
Deuda financiera	20.544	18.248	17.878	17.561	17.443	17.249	17.371
Pasivo corriente	5.619	5.538	5.425	5.620	5.865	6.066	6.216
Total Activo/Pasivo	50.328	48.132	48.276	48.815	49.693	50.465	51.579

CGE se incorpora desde dic'14

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	VR
+BNA	1.499	1.610	1.741	1.793	1.838	
+Amortizaciones	1.745	1.798	1.813	1.841	1.867	
+Gastos Financieros *(1-t)	655	635	644	650	652	
- Inversiones en activos fijos	-2.000	-2.000	-2.200	-2.200	-2.500	
- Inversiones en circulante	124	-23	-40	-17	-24	
= CFL Operativo	2.023	2.019	1.957	2.066	1.833	41.456

WACC 6,0%

g 1,25%

EV 39.264

- Deuda Neta -15.493

- Minoritarios -4.151

EqV 19.620

Nº acciones 1.001

Estimación DFC 19,6

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 18,4€ en función de dos métodos de valoración con igual ponderación: descuento del dividendo y descuento de flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento 2021-23
Dividendo por acción	0,93	1,00	1,08	1,11	1,14	1,18	4%
% a/a		7,4%	8,1%	3,0%	2,5%	4,0%	Crecimiento 2024-26 3%
Ke		7,3%					Crecimiento 2027-30 2%
Estimación Ddiv	17,2						

Precio Objetivo

	Valoración	Ponderación
Valoración DFC	19,6	50%
Valoración DDiv	17,2	50%
Precio objetivo	18,4	PER'15 implícito 12,3 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe) Belén San José Pilar Aranda Ana Achau <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre <http://www.bankinter.com/>
 Avda de Bruselas, 12
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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