

Sector: Utilities.

*Positivas guías para 2019 y mejoras adicionales en retribución al accionista.*

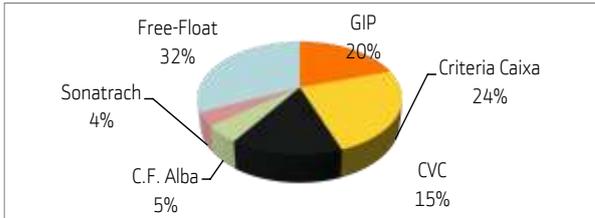
## Naturgy

Precio Objetivo: 25,6 €  
Recomendación: Comprar

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 24.247 M€  
Último: 24,23 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 1.001 M acc.  
Min / Max (52 sem): 17,51/24,47 €/acc.  
Cód. Reuters / Bloomberg: NTGY SM

### Accionariado



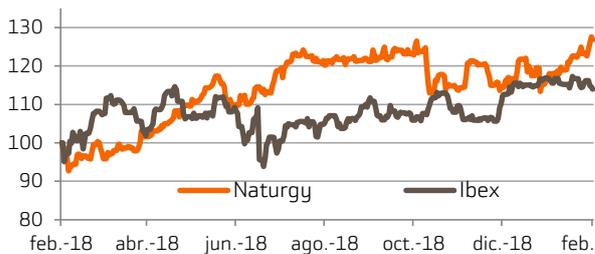
Ppales cifras	2017	2018	2019e	2020e
Ingresos	23.207	24.428	25.350	26.021
EBITDA	3.915	4.019	4.567	4.706
BNA	1.360	-4.070	1.379	1.453
FFO	2.768	2.881	3.405	3.484
Deuda Neta	16.387	15.337	15.927	16.186

Ppales ratios	2017	2018	2019e	2020e
DN/EBITDA	4,2 x	3,8 x	3,5 x	3,4 x
BPA (€/acc)	1,36	-4,07	1,38	1,45
PER	17,8	-6,0	17,6	16,7
DPA (€/acc)	1,00	1,30	1,37	1,43
Rentab. Dividendo	4,1%	5,4%	5,6%	5,9%
Pay Out (%)	74%	n.s.	99%	99%

Desglose EBITDA Reportado	M€	%
Gas y Electricidad	1.360	30%
Infraestructuras EMEA	1.802	39%
Infraestruc. Latinoamérica Sur	791	17%
Infraestruc. Latinoamérica Norte	232	5%
Otros	-166	-4%

Doce Meses	12M 17	12M 18	%
EBITDA Recurrente	3.948	4.413	11,8%
Gas y Electricidad	955	1.453	52,1%
Infraestructuras EMEA	1.810	1.849	2,2%
Infraestructuras Latinoaméri	1.161	1.121	-3,4%
BNA Recurrente	793	1.245	57,0%
FFO	2.768	2.881	4,1%
Deuda Neta	16.387	15.337	-6,4%

### Gas Natural vs Ibex



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Buenos resultados en 2018: Crecimiento operativo, menor coste financiero y reducción de deuda por desinversiones. La división de Gas y Electricidad muestra una significativa recuperación y los negocios regulados de infraestructuras proporcionan estabilidad, permitiendo un avance del 12% en EBITDA recurrente a pesar del impacto desfavorable en tipo de cambio. Las guías para 2019 mantienen el tono positivo: +8% en EBITDA recurrente y +13% en BNA. Además, la remuneración al accionista sigue al alza: +5% en DPA (5,6% de rentabilidad por dividendo) y compras adicionales de autocartera. Tras estos resultados mantenemos la recomendación de Comprar y subimos ligeramente el Precio Objetivo hasta 25,60 €/acción para reflejar una mejora en estimaciones.

### Resultados 12M'18: Recuperación operativa y reducción de deuda

EBITDA Recurrente +12% impulsado por: (i) **Recuperación en la división de Gas y Electricidad**. En gas, los motores han sido: mayores precios de comercialización, mejoras del nuevo acuerdo de suministro de gas con Sonatrach y la entrada en operación de nuevos barcos metaneros. En electricidad, la mejora proviene de la normalización del recurso hidráulico en España y la nueva capacidad en Brasil y en España; (ii) Estabilidad proporcionada por la división de **Infraestructuras**; (iii) Ahorros de costes y **mejoras en eficiencia**. Estos factores han permitido ofrecer una buena evolución del EBITDA recurrente a pesar del **impacto desfavorable** (218M€) de la **fortaleza del euro** sobre sus operaciones en el exterior (depreciación del real brasileño, el peso argentino, el peso mexicano y el dólar).

El **coste de la deuda sigue optimizándose** (3,1% vs 3,4% en 2017). Las mejoras operativas y financieras impulsan el BNA recurrente hasta +57%. El **cash flow** generado y la venta del negocio en Italia y del 20% de la distribución en España permite la **reducción en deuda** (-1.100 M€ hasta 15.337M€)

**Elementos negativos no recurrentes** (4.067M€ en BNA) se refieren al ajuste del valor en libros del negocio de generación convencional en España (nucleares, carbón y gas), costes de reestructuración y litigios.

### Positivas guías para 2019: EBITDA Recurrente +8% , BNA +13%

El equipo gestor espera un crecimiento del 8% en EBITDA recurrente hasta 4.750M€ (4.600M€ reportado y 150M€ de costes de reestructuración). El crecimiento será más equilibrado entre las líneas del negocio (en 2018 el 80% del crecimiento vino de Gas y Electricidad). Motores: nueva capacidad en renovables (900MW), mejoras en el margen en comercialización de electricidad, subida de tarifas en redes y continuas mejoras en eficiencia. En BNA recurrente el crecimiento se acelera hasta +13% totalizando 1.400M€.

### Mejoras en remuneración al accionista

El compromiso de dividendo por acción sube +5% hasta 1,37€/acción. La compra de autocartera podría alcanzar los 400M€ en 2019.

### Recomendación Comprar con Precio Objetivo 25,60 €/acción

Buenos resultados en 2018, con crecimiento operativo, menor coste financiero y reducción de deuda. Las guías 2019 mantienen un tono positivo: +8% EBITDA y +13% en BNA. Además, el compromiso de retribución al accionista queda reafirmado con un crecimiento del 5% en DPA y compras adicionales de autocartera. La principal incertidumbre a que se enfrenta el grupo es la revisión de la regulación en los negocios de distribución de electricidad y gas en España (37% del EBITDA). Sin embargo, la diversificación de negocios permitirá mitigar este impacto en sus resultados.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Esther G. de la Torre Pilar Aranda Ana de Castro Susana André (Mktg & Support)

Rafael Alonso Aránzazu Cortina Joao Pisco Juan Tuesta Elena Fernández- Trapiella

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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

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

Avda de Bruselas, 14

28108 Alcobendas

Cifras en millones de euros

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TACC '18-'23
Ingresos netos	23.207	24.428	25.350	26.021	26.514	27.077	27.659	2,5%
EBITDA	3.915	4.019	4.567	4.706	4.789	4.913	5.070	4,8%
<b>BNA</b>	<b>1.360</b>	<b>-4.070</b>	<b>1.379</b>	<b>1.453</b>	<b>1.484</b>	<b>1.509</b>	<b>1.575</b>	<b>n.s</b>

## Resumen Balance de Situación

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	
Activo No Corriente	36.239	32.301	32.710	32.856	32.996	32.928	32.914	
Activo Corriente	7.396	6.186	6.388	6.555	6.728	6.931	7.079	
Caja e IFT	3.305	1.764	1.764	1.764	1.764	1.764	1.764	
PN	18.305	14.595	14.422	14.248	14.023	13.756	13.538	
Pasivo no corriente	4.240	4.011	4.059	4.199	4.199	4.349	4.489	
Deuda financiera	18.459	15.431	16.021	16.280	16.754	16.937	17.082	
Pasivo corriente	3.920	4.067	4.228	4.317	4.380	4.450	4.516	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>44.924</b>	<b>38.104</b>	<b>38.730</b>	<b>39.044</b>	<b>39.357</b>	<b>39.492</b>	<b>39.625</b>	<b>0,8%</b>

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

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
+EBITDA	4.706	4.706	4.789	4.913	5.070	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-699	-731	-757	-786	-829	
= NOPLAT (Beneficio Operativo Despues Impues.)	4.007	3.975	4.032	4.127	4.241	
- Inversiones en activos fijos	-2.000	-1.750	-1.750	-1.550	-1.600	
- Inversiones en circulante	-56	-79	-110	-133	-82	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>1.951</b>	<b>2.147</b>	<b>2.172</b>	<b>2.444</b>	<b>2.559</b>	<b>57.213</b>

WACC 6,1%  
g 1,80%

EV 48.949  
- Deuda Neta -15.182  
- Provisiones -1.125  
- Minoritarios -7.018  
EqV 25.624  
Nº acciones 1.001  
**Estimación DFC 25,6**

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 25,60€ en función del descuento del flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

## Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%
<b>6,9%</b>	17,5	17,9	18,4	18,9	19,4	19,9	20,5	21,1	21,6
<b>6,7%</b>	18,7	19,2	19,7	20,2	20,8	21,3	21,9	22,6	23,2
<b>6,5%</b>	20,0	20,5	21,1	21,6	22,2	22,9	23,5	24,2	24,9
<b>6,3%</b>	21,3	21,9	22,5	23,2	23,8	24,5	25,3	26,0	26,8
<b>6,1%</b>	22,8	23,5	24,2	24,9	<b>25,6</b>	26,4	27,2	28,0	28,9
<b>5,9%</b>	24,5	25,2	25,9	26,7	27,5	28,4	29,3	30,2	31,2
<b>5,7%</b>	26,3	27,1	27,9	28,7	29,7	30,6	31,6	32,7	33,8
<b>5,5%</b>	28,2	29,1	30,0	31,0	32,0	33,1	34,2	35,4	36,7
<b>5,3%</b>	30,4	31,4	32,4	33,5	34,6	35,8	37,1	38,5	39,9

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: **Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)**  
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Pilar Aranda Ana de Castro Susana André (Mktg & Support)  
Rafael Alonso Aránzazu Cortina Joao Pisco Juan Tuesta Elena Fernández- Trapiella

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

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

Avda de Bruselas, 14  
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>