

Sector: Utilities.

Optimismo de cara al 2S'17: un entorno más favorable y la posibilidad de actividad corporativa

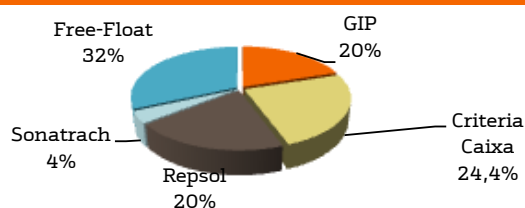
Gas Natural

Precio Objetivo: 22,5 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 20.084 M€
Último: 20,07 €/acc.
Nº Acciones (M.): 1.001 M acc.
Min / Max (52 sem): 15,940/22,495 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: GAS SM

Accionariado



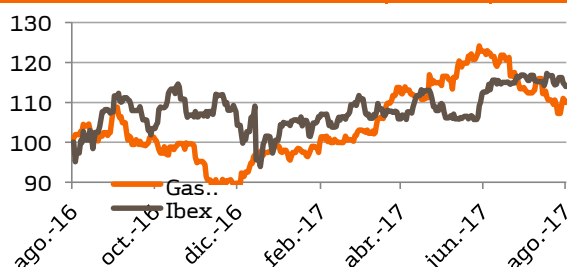
Ppales cifras	2015	2016	2017e	2018e
Ingresos	26.015	23.184	22.532	23.511
EBITDA	5.264	4.970	4.697	4.970
BNA	1.502	1.347	1.339	1.552
FFO	3.500	3.375	3.416	3.562
Deuda Neta	15.648	15.423	14.832	15.003

Ppales ratios	2015	2016	2017e	2018e
DN/EBITDA	3,0 x	3,1 x	3,2 x	3,0 x
BPA (€/acc)	1,50	1,35	1,34	1,55
PER	13,4	14,9	15,0	12,9
DPA (€/acc)	0,93	1,00	1,00	1,09
Rentab. Dividendo	4,6%	5,0%	5,0%	5,4%
Pay Out (%)	62%	74%	75%	70%

Desglose EBITDA	M€	%	Var a/a
Redes Distribución Gas	1.730	35%	-1%
Redes Distribución Elect.	1.334	27%	-1%
Electricidad (gener., comercial.)	972	20%	-3%
Gas (infraest., comercializ.)	845	17%	-22%
Otros	89	2%	6%

Primer Semestre	1H 16	1H 17	Var a/a
Ingresos	11.409	12.283	8%
EBITDA	2.457	2.176	-11%
EBITDA (homogéneo)	2.331	2.176	-7%
Redes Gas & Electricidad	1.498	1.442	-4%
Gen.. y Comerc. Elect. Españ	376	190	-49%
GPG (Generación Internac.)	124	148	19%
Gas	423	425	0%
BNA	645	550	-15%

Gas Natural vs Ibex



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

La división de electricidad continúa lastrando los resultados del grupo: BNA -15% en 1S'17 (-9% en 1T'17). Sin embargo, el entorno operativo se vuelve más favorable de cara a la segunda mitad del año gracias a la entrada en funcionamiento de las nuevas inversiones en redes y renovables, a la normalización del recurso hidráulico y a la previsible mejora en los márgenes de comercialización en electricidad y gas. Además, la acción se podría ver favorecida por la posibilidad de actividad corporativa (venta de parte del negocio de redes en España o de los activos en Italia). La rentabilidad por dividendo es atractiva (5,0%). Mantenemos recomendación de Comprar.

Resultados 1S17: El negocio de electricidad en España sigue lastrando los resultados, a pesar del buen comportamiento en redes y en GPG.

Evolución por negocios: Redes (EBITDA -4%). EBITDA subyacente +6,1%. Electricaribe fue intervenida por el gobierno colombiano en Novi. 2016 y los resultados de este año incluyen costes por reestructuración; **Gas: (EBITDA +0%).** El incremento en volúmenes (+11%) compensa un menor margen de comercialización; **Generación Internacional (GPG) (EBITDA +19%).** Impulsada por el crecimiento en México; **Electricidad España: (EBITDA -49%).** Afectada por la reducción del 77% en producción hidráulica (sequía) y menores márgenes en comercialización. Gas Natural no ha podido trasladar a clientes el incremento en coste (escalada en el precio del pool) ya que los contratos estaban cerrados con anterioridad a un precio *forward* menor.

Perspectivas: Entorno más favorable de cara a 2S'17. Gas Natural mantiene las guías del año, aunque reconoce que son exigentes.

Guías 2017: 4.700M€ en EBITDA, 1.300-1.400M€ de BNA. Factores de mejora: (i) Crecimiento en redes gracias a nuevas inversiones -Chile y México- e incremento de tarifas -Argentina-; (ii) Crecimiento en generación internacional (GPG) por nuevas plantas fotovoltaicas en Brasil, (iii) Crecimiento en gas vía volúmenes en GNL (Gas Natural Licuado) con dos nuevos barcos; (iv) Recuperación en electricidad España. El margen de comercialización se beneficiará de menores costes de compras en el *pool*. La normalización del recurso hidráulico favorecerá a generación; (v) Mejoras en eficiencia operativa (nuevo plan de reducción de costes); (vi) Optimización del coste de la deuda (3,7% en 2017 vs 4,3 % en 2016). Los objetivos son exigentes, ya que suponen pasar de una caída del 15% en BNA en 1S'17 a unos resultados más o menos planos para final de año.

Recomendación: Comprar. Entorno operativo más favorable y alegrías en el frente corporativo. Precio Objetivo 22,5€/acción

La primera mitad del año ha sido débil para GAS (BNA -15%). Sin embargo, el entorno se torna más favorable para los próximos meses. **Mantenemos la recomendación de Comprar basada en:** (i) Estabilidad proporcionada por los negocios de redes (>60% del EBITDA), (ii) Crecimiento en renovables (>900MW adjudicados en las 2 subastas en España este año); (iii) Crecimiento en generación internacional sobre la base de contratos con acuerdo de venta de energía (PPA), (iv) Esperada gradual estabilización/mejora en los márgenes de comercialización de gas y electricidad y (vi) Mejoras en eficiencia operativa (nuevo plan de ahorro de costes de 275M€ en 2018-20). Además en la segunda parte del año podríamos ver alguna operación corporativa que podría aflorar valor en el grupo. Gas Natural se está planteando vender parte de su unidad de redes en España y el negocio en Italia. Las altos múltiplos alcanzados en las recientes transacciones de Naturgas y Redexis podrían traer alegrías en este frente.

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Esther G. de la Torre Belén San José Ana de Castro Susana André (Mktg & Support)
Rafael Alonso Eva del Barrio Ramón Carrasco Joao Pisco Jesús Amador Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108 Alcobendas

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

Cifras en millones de euros

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TACC '16-'21
Ingresos netos	26.015	23.184	22.532	23.511	24.357	25.041	25.217	1,7%
EBITDA	5.264	4.970	4.697	4.970	5.156	5.304	5.183	0,8%
BAI	2.363	2.083	2.245	2.550	2.706	2.792	2.639	4,8%
Resultado Neto del Grupo	1.502	1.347	1.339	1.552	1.649	1.693	1.570	3,1%

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo No Corriente	38.405	38.901	39.072	39.771	40.536	41.263	41.454
Activo Corriente	6.972	5.757	5.727	5.999	6.239	6.465	6.633
Caja e IFT	2.755	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456
PN	18.518	19.005	19.474	20.078	20.713	21.360	21.895
Pasivo no corriente	5.828	5.930	6.000	6.040	6.080	6.120	6.160
Deuda financiera	18.248	17.602	17.288	17.459	17.645	17.792	17.512
Pasivo corriente	4.008	4.072	3.989	4.144	4.288	4.406	4.976
Total Activo/Pasivo	46.602	46.609	46.750	47.721	48.726	49.678	50.543

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
+EBITDA	4.697	4.970	5.156	5.304	5.183	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-733	-807	-845	-873	-834	
= NOPLAT (Beneficio Operativo Despues Impues.)	3.963	4.163	4.311	4.431	4.350	
- Inversiones en activos fijos	-2.400	-2.400	-2.500	-2.500	-2.000	
- Inversiones en circulante	-53	-117	-95	-108	-104	
= CFL Operativo	5.473	5.808	6.026	6.254	6.596	51.123

WACC 5,6%
g 0,85%

EV 44.990
- Minoritarios -5.083
- Deuda Neta Ajust. -15.284
- Provisiones -1.433
EqV 23.190
Nº acciones 1.001
Estimación DFC 23,2

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 22,50€ en función de dos métodos de valoración : descuento del flujo de caja libre y descuento del dividendo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Valoración Descuento Dividendo (Valor para el Accionista)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento 2021-26
Dividendo por acción	1,00	1,09	1,15	1,18	1,18	1,9%
% a/a		8,5%	6,3%	2,6%	-0,6%	Crecimiento 2026-31 2,2%
Ke	7,1%					
Estimación Ddiv	18,9					

Precio Objetivo

	Valoración	Ponderación
Valoración DFC	23,2	85%
Valoración DDiv	18,9	15%
Precio objetivo	22,5	PER'17 implícito 16,8 x

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 Belén San José Ana de Castro Susana André (Mktg & Support)
Rafael Alonso Eva del Barrio Ramón Carrasco Joao Pisco Jesús Amador Ana Achau (Asesoramiento)

<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>