Sector: Utilities.

Tipo de cambio y *commodities* empiezan a moverse a su favor

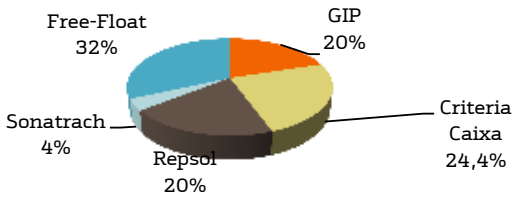
Gas Natural

Precio Objetivo: 19,3 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €):	18.043 M€
Último:	18,03 €/acc.
Nº Acciones (M.):	1.001 M acc.
Min / Max (52 sem):	14,485/19,715 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	GAS SM

Accionariado



Ppales cifras	2015	2016	2017e	2018e
Ingresos	26.015	23.184	22.698	23.719
EBITDA	5.264	4.970	4.736	5.019
BNA	1.502	1.347	1.367	1.583
FFO	3.500	3.375	3.430	3.581
Deuda Neta	15.648	15.423	14.818	14.991

Ppales ratios	2015	2016	2017e	2018e
DN/EBITDA	3,0 x	3,1 x	3,1 x	3,0 x
EV/EBITDA	7,1	7,5	7,7	7,3
BPA (€/acc)	1,50	1,35	1,37	1,58
DPA (€/acc)	0,93	1,00	1,00	1,11
Rentab. Dividendo	5,2%	5,5%	5,5%	6,1%
Pay Out (%)	62%	74%	73%	70%

Desglose EBITDA	M€	%	Var a/a
Redes Distribución Gas	1.730	35%	-1%
Redes Distribución Elect.	1.334	27%	-1%
Electricidad	972	20%	-3%
Gas (infraest., comercializ.)	845	17%	-22%
Otros	89	2%	6%
Total	4.970	100%	-6%

Evolución bolsa	2014	2015	2016	2017
Endesa	-29%	12%	9%	-3%
Iberdrola	21%	17%	-5%	-4%
ENGIE	14%	-16%	-26%	-8%
Enel	16%	5%	7%	-5%
E.ON	6%	-37%	-15%	4%
Snam SpA	1%	18%	-2%	-5%
Gas Natural	11%	-10%	-5%	1%
Ibex	4%	-6%	-3%	-1%

PER	2014	2015	2016	Media h.	2017e
Endesa	18,4 x	18,0 x	15,4 x	17,2 x	15,4 x
Iberdrola	15,3 x	17,2 x	14,4 x	15,6 x	13,9 x
ENGIE	19,4 x	n.a.	11,2 x	15,3 x	11,9 x
Enel	n.a.	16,9 x	13,6 x	12,4 x	11,3 x
E.ON	n.a.	n.a.	16,4 x	16,4 x	13,2 x
Snam SpA	11,7 x	13,8 x	16,1 x	13,9 x	14,1 x
Promedio	16,2 x	16,5 x	14,5 x	15,1 x	13,3 x
Gas Natural	14,3 x	12,8 x	13,9 x	13,7 x	13,3 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Resultados 2016 en línea con el consenso de mercado y con las guías proporcionadas por la compañía. El 4T'16 muestra mejora vs 9M16 y para 2017 el grupo anticipa un BNA similar a 2016. Vemos claras mejoras en la situación del grupo: freno en depreciación de monedas latinoamericanas, subida en precio de *commodities*, menor coste deuda y mejoras en eficiencia operativa. Todavía existen factores que podrían suponer un freno en esta tendencia positiva (margen del negocio eléctrico/Electricaribe). Sin embargo, el atractivo dividendo (5,4% rentabilidad y soportado por negocios regulados con bajo apalancamiento), junto con las recientes mejoras nos hacen tener un sesgo más optimista. Cambiamos recomendación a Comprar.

Principales magnitudes 2016 comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 23.700€ (-9%) vs 23.363M€ estimado, EBITDA 4.970M€ (-5,6%) vs 5.003M€ estimado, EBIT 2.875M€ (-12%) vs 2.964M€ estimado, BNA 1.362M€ (-9,0%) vs 1.337M€ estimado.

Evolución por negocios: Redes (EBITDA -0,5%). División afectada por depreciación de monedas latinoamericanas, con buenos datos de actividad en la región (+4,9%% en gas/+3,0% en electricidad). **Gas**: **(EBITDA -25%)**, impactado por reducción márgenes de comercialización: 1,7€ EBITDA/WGh (-32% vs 2015). **Electricidad: (EBITDA +0,5%)**. La reducción de coste de electricidad ha compensado la caída en el precio forward de venta. **Situación Financiera.** Deuda neta totaliza €15.423M€ (3,1x EBITDA). El coste financiero se ha reducido hasta 4,3% (4,5% en 2015). **Remuneración accionistas:** Mínimo de 1,0€/acción (*pay-out* 74%). **Resultados vs Guías 2016**: El EBITDA queda un poco por debajo de la guía (€5.000M€) y el BNA está en línea (1.300-1.400M€) por ahorros en costes financieros **Mejora en 4T'16 vs 9M'16**. La caída en EBITDA se ralentiza desde -6,8% a 9M'16 a -5,4% en 12M'16 gracias a la moderación de la depreciación de las monedas latinoamercianas vs Euro y mejor comportamiento de *commodities*.

Principales Mensajes De la Conferencia de Resultados: Electricaribe (Colombia). Desconsolidación en 2017 por problemas de morosidad y fraude: 256M€ de menos EBITDA y 536M€ de menor deuda en el grupo. Valor en libros en 475M€. **Guías para 2017**: 4.700M€ en EBITDA, 1.300-1.400M€ de BNA con inversiones de €2.400M€ y coste de deuda en 3,7%. Para **2018 el objetivo se mantiene** en 1.600M€ de BNA gracias a la contribución de las nuevas inversiones, los ahorros financieros y mejoras en eficiencia.

OPINIÓN: Vemos mejoras en Gas Natural: (i) Tras cinco trimestres en los que la **depreciación de las monedas** latinoamericanas ha perjudicado sus cuentas, el impacto en **4T ha sido** ligeramente positivo; (ii) El **repunte en el precio de las *commodities*** permitirá mejores márgenes de comercialización de gas; (iii) La **reducción del coste de la deuda** llevará a ahorros adicionales en gastos financieros y (iv) Mejoras en **eficiencia operativa** (220M€ de objetivo de ahorro en costes para 2018). Todavía quedan **factores que podrían** frenar el comportamiento de la acción: (i) **Menores márgenes en el negocio de electricidad** motivada por el incremento en costes para la generación, mientras que el precio *forward* de venta se mantiene estable; (ii) **Incertidumbre sobre resolución final en Electricaribe;** y (iii) Proceso de **subida gradual en los tipos a largo plazo**. En términos de valoración, subimos el Precio Objetivo hasta 19,3€/acción para reflejar el descuento de flujos para Diciembre 2017. Aunque somos conscientes de que el mercado busca ahora acciones más ligadas al ciclo económico, cambiamos la recomendación a Comprar para reflejar las mejoras que hemos percibido en las últimas semanas. El dividendo no lo vemos en riesgo, ya que el 75% del EBITDA proviene de negocios regulados y el endeudamiento del grupo es bajo, y la **rentabilidad por dividendo es atractiva (5,4%)**.

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

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	22.698	23.719	24.580	25.430	25.713	2,1%
EBITDA	5.264	4.970	4.736	5.019	5.209	5.396	5.448	1,9%
EBIT	3.261	3.006	2.973	3.278	3.434	3.583	3.600	3,7%
BAI	2.363	2.083	2.282	2.581	2.730	2.874	2.891	6,8%
Resultado Neto del Grupo	1.502	1.347	1.367	1.583	1.675	1.761	1.767	5,6%

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	41.554
Activo Corriente	6.972	5.757	5.769	6.052	6.296	6.565	6.758
Caja e IFT	2.755	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456
PN	18.518	19.005	19.502	20.108	20.743	21.403	22.068
Pasivo no corriente	5.828	5.930	6.000	6.040	6.080	6.120	6.160
Deuda financiera	18.248	17.602	17.274	17.447	17.634	17.784	17.513
Pasivo corriente	4.008	4.072	4.017	4.179	4.326	4.471	5.027
Total Activo/Pasivo	46.602	46.609	46.792	47.774	48.783	49.779	50.768

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
+EBITDA	4.736	5.019	5.209	5.396	5.448	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-743	-820	-858	-896	-900	
= NOPLAT (Beneficio Operativo Despues Impues.	3.993	4.200	4.351	4.500	4.548	
- Inversiones en activos fijos	-2.400	-2.400	-2.500	-2.500	-2.100	
- Inversiones en circulante	-68	-121	-97	-124	-142	
= CFL Operativo	5.518	5.878	6.104	6.377	6.855	44.900

WACC	5,6%
g	0,20%
EV	40.008
- Minoritarios	-3.780
- Deuda Neta Ajust.	-15.101
- Provisiones	-1.433
EqV	19.693
Nº acciones	1.001
Estimación DFC	19,7

Método de valoración:
Establecemos un precio objetivo de 19,3€ 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)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento 2021-26
Dividendo por acción	1,00	1,11	1,17	1,23	1,35	2,4%
% a/a		10,7%	5,8%	5,2%	9,6%	Crecimiento 2026-31
						1,5%

Ke	7,5%
Estimación Ddiv	18,4

Precio Objetivo

		Ponderación
Valoración DFC	19,7	70%
Valoración DDiv	18,4	30%
Precio objetivo	**19,3**	**PER'17 implícito 14,1 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