

Sector: Utilities.

Posible reducción de los ingresos regulados y revisión a la baja de las guías para 2018

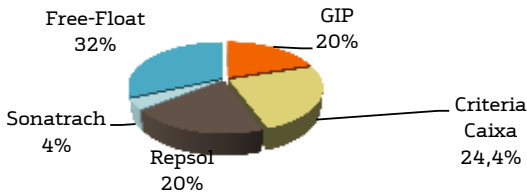
Gas Natural

Precio Objetivo: 19,2 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 18.838 M€
Último: 18,83 €/acc.
Nº Acciones (M.): 1.001 M acc.
Min / Max (52 sem): 17,85/22,49 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg: GAS SM

Accionariado



El Gobierno prepara un recorte en los ingresos regulados de distribución de gas y electricidad. Gas Natural resultaría afectada ya que el 35% de su EBITDA está relacionado con estas actividades. El objetivo es rebajar los costes regulados de los sistemas eléctrico y gasista para abaratar los recibos de los usuarios. Además, en las próximas semanas realizará una actualización de su Plan Estratégico, donde esperamos una revisión a la baja de las guías para el 2018, tras un 2017 muy complicado. Los accionistas del grupo están buscando una operación corporativa, pero la situación de incertidumbre regulatoria actual complica cualquier operación. **Recomendación: Neutral con Precio Objetivo de 19,20€/acción.**

Recorte en ingresos regulados.

El Gobierno quiere llevar a cabo un recorte de los ingresos regulados en los sectores de gas y de electricidad. **Los costes regulados pueden llegar a representar hasta el 40% de la factura y el Gobierno pretende abaratar los recibos a los usuarios.** Los actuales periodos regulatorios están en vigor hasta 2020 en el caso de distribución eléctrica y 2021 en distribución de gas. Pero el Gobierno quiere comenzar el ajuste con anterioridad, modificando ciertos conceptos retributivos. Según artículos en prensa, el recorte en el caso de la electricidad podría ascender a 170M€/200M€ (alargamiento de la vida útil de los activos, factor de retardo..). Además, a partir de 2020 se reduciría el retorno financiero (6,5% actual), tras la fuerte caída en la rentabilidad del bono a 10 años. En distribución de gas, la prensa apunta a una reducción actual que podría alcanzar los 50M€ y un mayor recorte a partir de 2021 para reducir la actual remuneración que el gobierno considera elevada. **Estos recortes no están aprobados todavía, pero es una clara muestra de la intención del regulador y pone de manifiesto la inseguridad jurídica a la que se enfrenta el sector. Se trataría de un recorte de los ingresos regulados en el sector mayor y antes de lo previsto. Estas actividades representan un 35% del EBITDA de Gas Natural.**

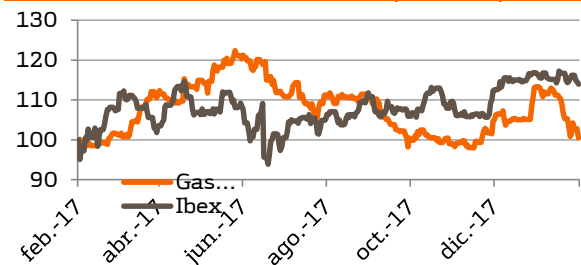
Ppales cifras	2016	2017e	2018e	2019e
Ingresos	23.184	24.932	26.012	26.925
EBITDA	4.970	4.293	4.637	4.706
BNA	1.347	1.350	1.338	1.335
FFO	3.375	3.147	3.444	3.527
Deuda Neta	15.423	13.102	13.010	13.045

Ppales ratios	2016	2017e	2018e	2019e
DN/EBITDA	3,1 x	3,1 x	2,8 x	2,8 x
BPA (€/acc)	1,35	1,35	1,34	1,33
PER	14,0	14,0	14,1	14,1
DPA (€/acc)	1,00	1,00	1,00	1,00
Rentab. Dividendo	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Pay Out (%)	74%	74%	75%	75%

Desglose EBITDA	M€	%	Var a/a
Redes Distribución Gas	1.794	42%	4%
Redes Distribución Elect.	1.093	25%	1%
Electricidad (gener., comercial.)	670	16%	-31%
Gas (infraest., comercializ.)	721	17%	-15%
Otros	15	0%	-83%

Detalles Resultados	2016	2017 e	Var a/a
EBITDA	4.970	4.293	-14%
EBITDA (homogéneo)	4.634	4.293	-7%
Redes Gas & Electricidad	2.749	2.885	5%
GPG (Generación Internac.)	256	290	13%
Gen. y Comerc. Elect. España:	715	380	-47%
Gas	845	723	-14%
BNA Ordinario	1.303	1.061	-19%
BNA	1.347	1.350	0%

Gas Natural vs Ibex



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

2017: Un año muy complicado a nivel operativo para Gas Natural.

En 9M'17, el BNA registraba una caída del 15%, mientras que el Plan Estratégico (publicado en mayo 2016) apuntaba a un BNA similar al de 2016. La sequía ha llevado a una menor generación hidráulica. El margen de comercialización de electricidad se ha reducido ya que el mayor coste (+40% precio del pool) no se pudo trasladar a clientes al estar los contratos estaban cerrados a un precio *forward* menor. El estrechamiento del diferencial entre GNL-Brent resultó en un menor margen de comercialización de gas.

El entorno operativo mejora, pero el objetivo BNA 2018 se revisará a la baja

Puntos de mejora: (i) **Comercialización de gas:** normalización del diferencial GNL-Brent y revisión de los contratos de suministro de gas; (ii) **Generación España:** Normalización del recurso hidráulico y nueva capacidad en renovables; (iii) **Comercialización de electricidad:** Mayores precios de comercialización que permita mejora en márgenes; (iv) **Nuevas inversiones en Redes (Méjico/Chile) y en Generación Internacional (Brasil & Australia).** Sin embargo, lo más probable es que vemos una revisión a la baja del objetivo 2018 desde 1.600M€ inicial hasta 1.300/1.400M€ tras un 2017 más difícil de lo inicialmente previsto.

La incertidumbre actual complica una eventual operación corporativa

Los accionistas del grupo están buscando llevar a cabo una operación corporativa en el grupo, pero la situación de incertidumbre regulatoria actual podría complicar cualquier operación.

Recomendación: Neutral. Precio Objetivo 19,20€/acción.

Considerando la próxima reducción de los ingresos regulados, la previsible revisión a la baja de las guías 2018 y la menor probabilidad de una operación corporativa, cambiamos la recomendación a Neutral con Precio Objetivo 19,20€/acción.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Esther G. de la Torre Ana de Castro Susana André (Mktg & Support)
Rafael Alonso Eva del Barrio Ramón Carrasco Joao Pisco Jesús Amador

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

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

Avda de Bruselas, 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

28108 Alcobendas

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	24.932	26.012	26.925	27.385	27.572	3,5%
EBITDA	5.264	4.970	4.293	4.637	4.706	4.764	4.823	-0,6%
BAI	2.363	2.083	2.130	2.306	2.357	2.364	2.399	2,9%
Resultado Neto del Grupo	1.502	1.347	1.350	1.338	1.335	1.317	1.309	-0,6%

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Activo No Corriente	38.405	38.901	37.880	38.333	38.966	39.572	39.852
Activo Corriente	6.972	5.757	6.320	6.576	6.811	6.967	7.061
Caja e IFT	2.755	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456	2.456
PN	18.518	19.005	19.984	20.526	21.075	21.622	22.170
Pasivo no corriente	5.828	5.930	6.060	6.160	6.260	6.360	6.460
Deuda financiera	18.248	17.602	15.558	15.466	15.501	15.529	15.226
Pasivo corriente	4.008	4.072	4.550	4.709	4.892	4.979	5.512
Total Activo/Pasivo	46.602	46.609	46.151	46.860	47.728	48.490	49.368

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	VR
+EBITDA	4.293	4.637	4.706	4.764	4.823	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-620	-724	-735	-742	-749	
= NOPLAT (Beneficio Operativo Despues Impues.)	3.674	3.914	3.971	4.022	4.074	
- Inversiones en activos fijos	-1.800	-2.100	-2.300	-2.300	-2.000	
- Inversiones en circulante	-86	-96	-52	-69	-66	
= CFL Operativo	5.461	5.631	5.590	5.676	6.082	44.646

WACC	5,8%
g	1,00%
EV	39.504
- Minoritarios	-5.999
- Deuda Neta Ajust.	-13.052
- Provisiones	-1.251
EqV	19.202
Nº acciones	1.001
Estimación DFC	19,2

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 19,20€ en función de descuento del flujo de caja libre operativo, con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

WACC/g	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%
5,0%	23,7	24,6	25,5	26,5	27,5	28,6	29,7	30,9	32,1
5,2%	21,7	22,5	23,3	24,2	25,1	26,1	27,1	28,1	29,3
5,4%	19,9	20,6	21,4	22,1	23,0	23,8	24,7	25,7	26,7
5,6%	18,2	18,8	19,5	20,2	21,0	21,8	22,6	23,4	24,3
5,8%	16,6	17,2	17,9	18,5	19,2	19,9	20,6	21,4	22,2
6,0%	15,2	15,7	16,3	16,9	17,5	18,2	18,8	19,6	20,3
6,2%	13,8	14,3	14,9	15,4	16,0	16,6	17,2	17,8	18,5
6,4%	12,6	13,1	13,6	14,1	14,6	15,1	15,7	16,3	16,9
6,6%	11,4	11,9	12,3	12,8	13,3	13,8	14,3	14,8	15,4

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 Ana de Castro Susana André (Mktg & Support)

Rafael Alonso Eva del Barrio Ramón Carrasco Joao Pisco Jesús Amador

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

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

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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