Sector: Utilities.

Sólidos resultados en 9M18 y mayor remuneración al accionista

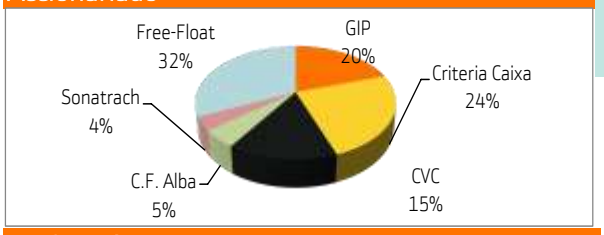
Naturgy

Precio Objetivo: 23,9 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €):	22.416 M€
Último:	22,40 €/acc.
Nº Acciones (M.):	1.001 M acc.
Min / Max (52 sem):	17,51/22,99 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	GAS SM

Accionariado



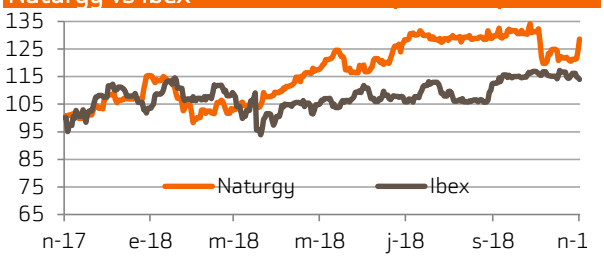
Ppales cifras	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos	23.306	24.532	25.454	26.126
EBITDA	3.915	3.969	4.356	4.493
BNA	1.360	-2.603	1.623	1.645
FFO	2.768	2.646	3.079	3.183
Deuda Neta	16.400	15.182	15.675	16.202

Ppales ratios	2017	2018e	2019e	2020e
DN/EBITDA	4,2 x	3,8 x	3,6 x	3,6 x
BPA (€/acc)	1,36	-2,60	1,62	1,64
PER	16,5	-8,6	13,8	13,6
DPA (€/acc)	1,00	1,30	1,37	1,43
Rentab. Dividendo	4,5%	5,8%	6,1%	6,4%
Pay Out (%)	74%	n.s.	84%	87%

Desglose EBITDA 2018	M€	%
Gas y Electricidad	1.297	30%
Infraestructuras EMEA	1.765	41%
Infraestruc. Latinoamérica Sur	607	14%
Infraestruc. Latinoamérica Norte	260	6%

Nueve meses	9M 17	9M 18	%
EBITDA Recurrente	2.951	3.248	10,1%
Gas y Electricidad	678	1.003	47,9%
Infraestructuras EMEA	1.344	1.357	1,0%
Infraestructuras Latinoaméri	887	849	-4,2%
EBITDA	2.992	2.983	-0,3%
BNA Recurrente	635	877	38,1%
BNA	793	-3.025	n.s
FFO	2.249	2.232	-0,8%
Deuda Neta	15.723	13.575	-13,7%

Naturgy vs Ibex



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Buenos resultados en 9M'18: Crecimiento a nivel operativo, menor coste financiero y reducción de deuda. La división de Gas y Electricidad muestra una significativa recuperación y los negocios regulados de infraestructuras proporcionan estabilidad, resultando en una subida del 10% en el EBITDA recurrente. Se respetan los compromisos de retribución al accionista, que llevarán a un DPA de 1,30 (+30%) con una rentabilidad por dividendo de 5,8%. La principal incertidumbre a que se enfrenta el grupo es la revisión de los negocios regulados de distribución de electricidad y gas. Sin embargo, la diversificación de negocios debería permitir mitigar este impacto en los resultados del grupo. Comprar Pº Objetivo 23,90€/acción.

Resultados 9M 2018: Recuperación operativa y menor deuda por desinversiones

EBITDA Recurrente +10,1%. Motores: (i) Recuperación del **margen de comercialización de gas,** gracias a mayores precios y el acuerdo de suministro con Sonatrach; (ii) Mayores volúmenes (+29%) de **ventas internacionales de gas** apoyado en la entrada de Sabine Pass (EEUU) y los primeros cargamentos de Yamal (Rusia); (iii) Normalización del **recurso hidráulico** en España y un mayor precio del *pool* eléctrico; (iv) Entrada en funcionamiento de nuevos activos **de generación internacional** (México y Brasil); (iv) Estabilidad del negocio de infraestructuras. Estos factores llevan a una subida del 10% en el EBITDA recurrente a pesar del impacto negativo del tipo de cambio (-6%) por depreciación del dólar y las monedas latinoamericanas.

BNA recurrente +38%: Además de las mejoras a nivel operativo, el coste de la deuda sigue optimizándose (3,1% vs 3,8% en 9M'17).

Elementos negativos no recurrentes (272M€ en EBITDA y 3.917M€ en BNA) se refieren fundamentalmente al mayor coste de suministro de gas en Argentina por la devaluación del peso y al ajuste del valor en libros en el negocio de generación convencional en España (nucleares, carbón y gas).

Reducción de deuda por desinversiones. Naturgy ha recibido 2.583M€ por la venta de su negocio en Italia y del 20% de la red de gas en España. La deuda neta se reduce en 1.375 M€ en el periodo hasta 13.575M€.

Dividendo: 1,30 €/acción en 2018 (+30%)

El consejo ha aprobado el segundo dividendo a cuenta (0,45€/acción) y el divid. complementario (0,57€/acción) se abonará en abril 2019 para totalizar 1,30€ (+30% sobre 2017) con una rentabilidad por dividendo del 5,8%. El Plan Estratégico contempla una subida anual del 5% en el DPA en 2018-22.

Regulación: 36% del EBITDA en distribución de electricidad y gas en España

El 36% del EBITDA se deriva de los negocios regulados de distribución de electricidad y gas en España. Los nuevos periodos regulatorios comienzan en 2020 y 2021 respectivamente y es previsible una menor remuneración. Todavía se desconoce el alcance recorte. Teniendo en cuenta los recortes propuestos, estos podrían estar en el entorno del 15%. La diversificación de negocios permitirá mitigar este impacto en los resultados del grupo.

Recomendación Comprar con Precio Objetivo 23,90 €/acción

Buenos resultados 9M18, con crecimiento a nivel operativo, menor coste financiero y reducción de deuda por desinversiones. Además, se producen avances en el compromiso de retribución al accionista. La principal incertidumbre a que se enfrenta el grupo es la revisión de la regulación de la actividad de distribución de electricidad y gas. La diversificación de negocios permitirá mitigar este impacto en los resultados del grupo.

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 Jesús Amador 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

Cifras en millones de euros

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TACC '18-'23
Ingresos netos	23.306	24.532	25.454	26.126	26.618	27.182	27.764	2,5%
EBITDA	3.915	3.969	4.356	4.493	4.575	4.706	4.891	4,3%
BNA	1.360	-2.603	1.623	1.645	1.634	1.655	1.737	n.s

Resumen Balance de Situación

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	
Activo No Corriente	36.239	31.049	31.444	31.873	32.273	32.405	32.432	
Activo Corriente	5.714	6.404	6.698	6.939	7.123	7.338	7.579	
Caja e IFT	3.687	3.687	3.687	3.687	3.687	3.687	3.687	
PN	18.305	14.263	14.394	14.473	14.464	14.409	14.419	
Pasivo no corriente	3.845	3.485	3.465	3.445	3.445	3.450	3.455	
Deuda financiera	18.459	17.241	17.734	18.261	18.795	19.128	19.325	
Pasivo corriente	3.920	3.999	4.084	4.168	4.227	4.291	4.347	
Total Activo/Pasivo	44.529	38.988	39.677	40.347	40.931	41.278	41.546	1,3%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
+EBITDA	4.493	4.493	4.575	4.706	4.891	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-758	-788	-804	-833	-878	
= NOPLAT (Beneficio Operativo Despues Impues.)	3.735	3.705	3.771	3.873	4.012	
- Inversiones en activos fijos	-1.700	-1.750	-1.750	-1.500	-1.400	
- Inversiones en circulante	-209	-158	-124	-151	-184	
= CFL Operativo	1.826	1.797	1.897	2.222	2.428	54.073

WACC	6,0%
g	1,80%
EV	46.110
- Deuda Neta	-15.182
+ Venta Activos	300
- Provisiones	-800
- Minoritarios	-6.542
EqV	23.886
Nº acciones	1.001
Estimación DFC	23,9

Método de valoración:
Establecemos un precio objetivo de 23,90€ en función del descuento del flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'19e implícito	EV/EBITDA'19e implícito
14,7	10,6

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%
6,8%	15,9	16,4	16,8	17,3	17,8	18,3	18,9	19,4	20,0
6,6%	17,1	17,6	18,1	18,6	19,1	19,7	20,3	20,9	21,6
6,4%	18,3	18,9	19,4	20,0	20,6	21,2	21,8	22,5	23,2
6,2%	19,7	20,3	20,9	21,5	22,1	22,8	23,6	24,3	25,1
6,0%	21,1	21,8	22,4	23,1	23,9	24,6	25,4	26,3	27,2
5,8%	22,8	23,5	24,2	25,0	25,8	26,6	27,5	28,5	29,5
5,6%	24,5	25,3	26,1	27,0	27,9	28,8	29,8	30,9	32,0
5,4%	26,4	27,3	28,2	29,2	30,2	31,3	32,4	33,6	34,9
5,2%	28,6	29,6	30,6	31,7	32,8	34,0	35,3	36,7	38,2

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 Jesús Amador 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/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf