Sector: Utilities.

*Nuevo Plan Estratégico : Foco en retribución al accionista: Más dividendos y recompra de acciones*

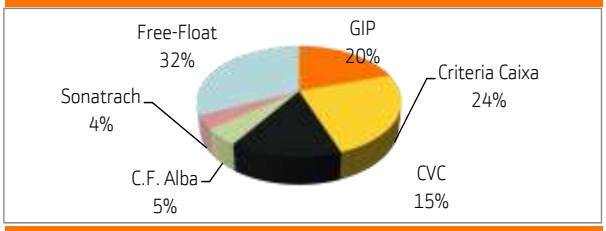
# Naturgy

Precio Objetivo: 23,1 €
Recomendación: Comprar

## Datos Básicos

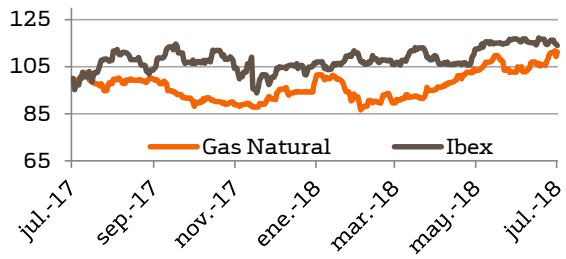
| | |
|---|---|
| Capitalización (M €): | 22.516 M€ |
| Último: | 22,50 €/acc. |
| Nº Acciones (M.): | 1.001 M acc. |
| Min / Max (52 sem): | 17,51/22,99 €/acc. |
| Cód. Reuters / Bloomberg: | GAS SM |

## Accionariado




| Ppales cifras | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e |
|---|---|---|---|---|
| Ingresos | 21.908 | 23.306 | 23.420 | 24.295 |
| EBITDA | 4.664 | 3.915 | 4.114 | 4.469 |
| BNA | 1.347 | 1.360 | 1.395 | 1.550 |
| FFO | 3.375 | 2.768 | 2.593 | 3.183 |
| Deuda Neta | 15.423 | 16.400 | 14.957 | 15.296 |
| **Ppales ratios** | **2016** | **2017** | **2018e** | **2019e** |
| DN/EBITDA | 3,3 x | 4,2 x | 3,6 x | 3,4 x |
| BPA (€/acc) | 1,35 | 1,36 | 1,39 | 1,55 |
| PER | 16,7 | 16,6 | 16,1 | 14,5 |
| DPA (€/acc) | 1,00 | 1,00 | 1,30 | 1,37 |
| Rentab. Dividendo | 4,4% | 4,4% | 5,8% | 6,1% |
| Pay Out (%) | 74% | 74% | 93% | 88% |
| **Desglose EBITDA** | | | **M€** | **%** |
| Gas y Electricidad | | | 1.086 | 28% |
| Infraestructuras EMEA | | | 1.787 | 46% |
| Infraestruc. Latinoamérica Sur | | | 846 | 22% |
| Infraestruc. Latinoamérica Norte | | | 281 | 7% |
| Otros | | | -85 | -2% |
| **Objetivos Plan Estrat.** | | **2017** | **2022** | **TAMI** |
| EBITDA | | 3.915 | 5.000 | 5,0% |
| Gas y Electricidad | | 1.086 | 1.748 | 10,0% |
| Infraestructuras EMEA | | 1.787 | 1.645 | -1,6% |
| Infraestructuras Latinoaméri | | 1.127 | 1.555 | 6,7% |
| BNA | | 1.360 | 1.800 | 5,8% |
| Deuda Neta | | 16.400 | 16.400 | 0,0% |
| DPA (€/acc) | | 1,00 | 1,59 | 9,7% |

## Gas Natural vs Ibex




*Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía*

**El nuevo equipo gestor ha hecho público el Plan Estratégico 2018-22, con un foco en la retribución al accionista vía mayores dividendos y posible recompra de acciones. La mayor parte de los fondos generados por las operaciones y los procedentes de venta de activos se destinarán a retribuir al accionista. De un compromiso inicial de DPA mínimo de 1,00€/acción, pasamos a 1,30€/acción en 2018 con un crecimiento mínimo del 5% anual en el periodo. Además, el grupo podría destinar 2.000M€ adicionales a recompra de acciones, si no aparecen oportunidades interesantes de inversión. Cambiamos recomendación a Comprar tras la mejora en la estimación de generación de cash flow y una mayor retribución al accionista. Precio Objetivo 23,10€/acción.**

### Principales Objetivos 2022 : Crecimiento medio EBITDA +5,0%

Naturgy espera conseguir en 2022 un **EBITDA de 5.000M€,** lo que supone una tasa de crecimiento medio (TAMI) del 5,0% y un BNA de 1.800M€, con una TAMI del 5,8%. La división de gas y electricidad sería el principal motor (TAMI +10% en EBITDA) gracias a la normalización del **recurso hidráulico** en España, la recuperación del margen de **comercialización de electricidad** y la entrada en funcionamiento de nuevos activos de renovables y de generación internacional. **Por otro lado, la división de infraestructuras de Europa registraría una caída en el periodo** (TAMI -1,6%) debido a los recortes regulatorios previstos en España para las redes de gas y electricidad. La división de Infraestructuras en Latinoamérica, se espera que crezca a una media del 6,5% por inversiones y crecimiento en los puntos de suministro. Naturgy espera mejorar los ratios de eficiencia con una recorte de los gastos operativos de 500M€ en el periodo (hasta 2.000M€)

### Generación de Cash Flow y Venta de Activos: 8.900M€ en el periodo .

En 2018-22, Naturgy espera generar 5.900M€ después de capex orgánico (8.400M€) y minoritarios (2.600M€). Las ventas de activos le reportarán 3.000M€ (2.700M€ ya acordados del negocio en Italia y del 20% de la red de gas en España). La deuda neta permanecerá estable (16.400M€), lo que supone que Naturgy dispondrá de un total 8.900M€ para retribuir a los accionistas y potenciales adquisiciones.

### Foco en Retribución al accionista : Más dividendos y recompra de acciones.

El compromiso de DPA ha pasado de un mínimo de 1,00€/acción a 1,30 €/acción en 2018 y un crecimiento mínimo del 5% en adelante. Esto supone que el total de dividendos en el periodo pase de 5.000€M a 6.900M€ (+38%). Además, Naturgy ha anunciado que podría destinar hasta 2.000M€ adicionales a la recompra de acciones, si no se presentan oportunidades de crecimiento interesantes vía adquisiciones.

### Provisiones en Generación convencional , sin impacto en cash flow

Ajuste de 4.900M€ (la mitad del valor en libros) en el negocio de generación convencional en España (centrales nucleares, carbón y gas). Los activos de generación convencional tan solo representan el 7% del EBITDA del grupo.

### Recomendación Comprar con Precio Objetivo 23,10 €/acción

Tras la presentación del Plan Estratégico, hemos mejorado la estimación de generación de Cash Flow, resultando en una subida del Precio Objetivo hasta 23,10€/acción. Esto junto con la substancial mejora en la retribución al accionista nos lleva a cambiar al recomendación a Comprar. El potencial de subida es limitado pero la rentabilidad por dividendo es atractiva (5,8%). CVC y C.F. Alba adquirieron el pasado febrero el paquete accionarial de Repsol. Estos nuevos accionistas han demandado al equipo una retribución más generosa, que se ha visto materializada en este Plan Estratégico.

**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 Ramón Carrasco 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

| | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | TACC '17-'22 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ingresos netos | 21.908 | 23.306 | 23.420 | 24.295 | 24.911 | 25.120 | 25.618 | 1,9% |
| EBITDA | 4.664 | 3.915 | 4.114 | 4.469 | 4.554 | 4.681 | 4.830 | 4,3% |
| BNA | 1.347 | 1.360 | 1.395 | 1.550 | 1.546 | 1.559 | 1.615 | 3,5% |

## Resumen Balance de Situación

| | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Activo No Corriente | 38.901 | 36.239 | 31.696 | 32.064 | 32.467 | 32.835 | 32.938 | |
| Activo Corriente | 5.757 | 5.714 | 6.078 | 6.308 | 6.498 | 6.594 | 6.777 | |
| Caja e IFT | 2.456 | 3.687 | 3.687 | 3.687 | 3.687 | 3.687 | 3.687 | |
| PN | 19.005 | 18.305 | 14.526 | 14.676 | 14.715 | 14.654 | 14.576 | |
| Pasivo no corriente | 5.930 | 3.845 | 3.865 | 3.870 | 3.875 | 3.875 | 3.915 | |
| Deuda financiera | 17.602 | 18.459 | 17.016 | 17.355 | 17.797 | 18.307 | 18.559 | |
| Pasivo corriente | 4.072 | 3.920 | 3.903 | 4.007 | 4.112 | 4.653 | 4.723 | |
| Total Activo/Pasivo | 46.609 | 44.529 | 39.309 | 39.907 | 40.500 | 41.488 | 41.774 | -1,3% |

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

| | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | VR |
|---|---|---|---|---|---|---|
| +EBITDA | 4.114 | 4.469 | 4.554 | 4.681 | 4.830 | |
| -Impuesto sobre Beneficio Operativo | -688 | -783 | -800 | -825 | -858 | |
| = NOPLAT (Beneficio Operativo Despues Impues.) | 3.426 | 3.686 | 3.754 | 3.856 | 3.972 | |
| - Inversiones en activos fijos | -1.800 | -1.700 | -1.750 | -1.750 | -1.500 | |
| - Inversiones en circulante | -381 | -126 | -84 | -80 | -112 | |
| = CFL Operativo | 1.245 | 1.861 | 1.919 | 2.026 | 2.360 | 53.970 |

| | |
|---|---|
| WACC | 6,3% |
| g | 1,80% |
| EV | 45.262 |
| - Deuda Neta | -16.400 |
| + Venta Activos ya acordad | 2.700 |
| - Provisiones | -1.129 |
| - Minoritarios | -7.304 |
| EqV | 23.129 |
| Nº acciones | 1.001 |
| Estimación DFC | 23,1 |

**Método de valoración:**
Establecemos un precio objetivo de 23,10€ 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% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 5,5% | 27,4 | 28,3 | 29,2 | 30,1 | 31,1 | 32,2 | 33,3 | 34,5 | 35,8 |
| 5,7% | 25,5 | 26,3 | 27,1 | 27,9 | 28,8 | 29,7 | 30,7 | 31,8 | 32,9 |
| 5,9% | 23,7 | 24,4 | 25,2 | 25,9 | 26,7 | 27,6 | 28,5 | 29,4 | 30,4 |
| 6,1% | 22,1 | 22,8 | 23,4 | 24,1 | 24,8 | 25,6 | 26,4 | 27,2 | 28,1 |
| 6,3% | 20,7 | 21,2 | 21,8 | 22,5 | 23,1 | 23,8 | 24,5 | 25,3 | 26,1 |
| 6,5% | 19,3 | 19,8 | 20,4 | 21,0 | 21,6 | 22,2 | 22,8 | 23,5 | 24,2 |
| 6,7% | 18,1 | 18,6 | 19,1 | 19,6 | 20,1 | 20,7 | 21,3 | 21,9 | 22,5 |
| 6,9% | 16,9 | 17,4 | 17,8 | 18,3 | 18,8 | 19,3 | 19,8 | 20,4 | 21,0 |
| 7,1% | 15,9 | 16,3 | 16,7 | 17,1 | 17,6 | 18,1 | 18,5 | 19,1 | 19,6 |

*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 Ramón Carrasco 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