Análisis y Mercados

Nota Compañía jueves, 25 de julio de 2019

Recomendación: Sector: Utilities. Neutral

Naturgy

La propuesta inicial de la CNMC de ingresos regulados para redes limita el crecimiento del grupo

Precio Objetivo 24,8€

bankinter

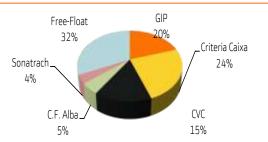
Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 23.077 M€ Último: 23,10 €/acc. N° Acciones (M.): 999 M acc. Min / Max (52 sem): 21,41/27,11 €/acc.

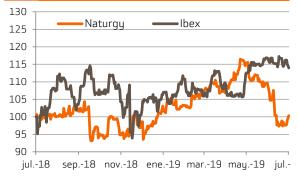
Cód. Reuters / Bloomberg: NTGY SM

Accionariado



	Pples cifras y ratios	2018	2019e	2020e
	Ingresos	24.339	26.100	25.554
	EBITDA	4.019	4.547	4.676
	BNA	-2.822	1.390	1.484
	FFO	2.881	3.758	3.398
	Deuda Neta	15.337	15.198	15.424
	DN/EBITDA	3,8 x	3,3 x	3,3 x
	PER	-8,2	16,6	15,5
	DPA (€/acc)	1,30	1,37	1,43
	Rentab. Dividendo	5,6%	5,9%	6,2%
	Pay Out (%)	n.s.	98%	96%
	Desglose EBITDA		M€	%
	Gas y Electricidad		1.499	33%
	Infraestructuras EMEA		1.862	41%
	Infraestruc. Latinoamérica		1.191	26%
	Primer Semestre	1S 18	1S 19	%
	EBITDA	2.004	2.150	7%
	Gas y Electricidad	595	640	8%
	Infraestr. EMEA	891	919	3%
	Infraestr.Latinoamérica	485	637	31%
ı	Inversión en Cap. Circulante	203	-808	-498%
	C E O ''	1.244	2.456	97%
	Cash Flow Operativo			
	Deuda Neta (IFRS16)	14.701	14.826	1%





Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Buenos resultados en el primer semestre, sobre todo en generación de caja, que permiten a Naturgy reiterar las ambiciosas guías 2019: EBITDA +15% y BNA recurrente +12%. La principal incertidumbre a la que se enfrenta es la revisión de la regulación en los negocios de distribución de gas y electricidad en España (32% del EBITDA atribuible). La propuesta inicial de la CNMC incluye un recorte de -18% en la retribución media anual para el qas y del -7% en electricidad para los próximos seis años. De confirmarse estos recortes, el crecimiento a futuro de Naturgy quedaría muy comprometido. La propuesta final de la CNMC se conocerá en 4T'19. Es posible que la propuesta final mejore el perfil de ingresos regulados para el próximo periodo regulatorio. Sin embargo, preferimos mantener una actitud más prudente ante esta mayor incertidumbre regulatoria. Recomendación Neutral y Precio Objetivo 24,80€/acción para 2020.

Rdos 1S19: BNA impulsado por las redes en Latam. Fuerte generación de caja

EBITDA y BNA en línea con el consenso. EBITDA 2.150M€ (+7%) vs 2.148M€ est. y BNA 592M€ vs 616M€ est. BNA Recurrente 636M€

Buenos resultados operativos (EBITDA +7%) impulsados por: (i) Subida de tarifas en redes en LatAm, con actualización que reconoce movimientos de FX y de inflación en 2018, (ii) Nueva capacidad en renovable (+15% en España) y (iii) Ahorros de costes. Estos factores han permitido compensar la caída internacional de los precios del gas y el menor factor de carga por baja pluviosidad.

Fuerte generación de caja. Los avances en EBITDA y la sorprendente mejora en circulante (800M€ de reducción en 1S'19) permiten una fuerte mejora en Cash Flow, que casi se duplica alcanzando 2.456M€. Esto ha permitido financiar las inversiones y los dividendos y al mismo tiempo reducir deuda.

Ambiciosas quías 2019 reiteradas. Nuevo programa de recompra de acciones

Naturqu reitera los objetivos 2019: EBITDA de 4.600M€ (+15%) y BNA recurrente de 1.400M€. La segunda mitad de año deberíamos ver aceleración del crecimiento vs 1S (EBITDA +7% con BNA de 636M€ en 1S) debido a la entrada de nuevos activos en operación y mejoras adicionales en eficiencia. Además, anuncia un nuevo programa de recompra de acciones por 400M€. En agosto se cancelan las acciones procedentes del anterior plan, lo que reducirá el némero de acciones en un 1,7%.

Impacto de la propuesta regulatoria de la CNMC

El 17% del EBITDA atribuible de Naturqu procede de la red de distribución de gas en España y un 15% de la red de electricidad en España La propuesta inicial de la CNMC incluye un recorte en retribución anual de -18% en la red de distribución de gas y - 7% en red de electricidad para el próximo periodo regulatorio de 6 años de duración. El recorte propuesto en electricidad está en línea con lo previsto, pero el del gas es muy superior al estimado. De confirmarse estos recortes, el crecimiento a futuro queda muy comprometido. Naturgy está preparando alegaciones para proteger sus intereses. La propuesta final de la CNMC se conocerá en 4T'19.

Recomendación Neutral. Precio Objetivo 24,80 €/acción

Tras estos resultados mantenemos la recomendación de Neutral con Precio Objetivo de 24,80€/acción para diciembre 2020. Los recortes propuestos por la CNMV limitan el crecimiento a medio plazo del grupo. Es posible que la propuesta final de la CNMC mejore el perfil de ingresos regulados para el próximo periodo regulatorio. También podríamos ver una solución favorable de las disputas en Colombia (Electricaribe) y en Egipto (Damietta). Sin embargo, preferimos ser prudentes ante esta mayor incertidumbre regulatoria.

Todos nuestros informes disponibles en: https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis Avda. de Bruselas, 14 https://bankinter.com/broker/analisis 28108 Alcobendas, Madrid

Análisis y Mercados



Nota Compañía jueves, 25 de julio de 2019

compania						,		
en millones de euros								
men Cta de Pérdidas y	Ganancias							
								TACC
	20:	18 2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2018
Ingresos netos	24.33			24.945	24.432	24.161	24.014	-0,2%
EBITDA	4.03			4.840	4.908	4.863	4.824	3,1%
BNA	-2.82			1.609	1.721	1.674	1.652	n.s.
men Balance de Situac	ción							
	20:	18 2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Activo No Corriente	32.30	32.650	32.804	32.930	32.850	32.924	32.994	
Activo Corriente	6.18	36 6.29 <u>9</u>	6.215	6.164	6.145	6.161	6.310	
Caja e IFT	1.76	54 1.764	1.764	1.764	1.764	1.764	1.764	
Total Activo/Pasivo	38.10	00 38.485	38.555	38.630	38.531	38.621	38.827	0,29
PN	14.59	95 14.566	14.467	14.423	14.391	14.532	14.629	
Pasivo no corriente	4.00	07 4.127	4.227	4.227	4.267	4.307	4.347	
Deuda financiera	15.43	31 15.292	15.518	15.812	15.838	15.807	15.818	
Pasivo corriente	4.06	57 4.500	4.344	4.168	4.035	3.974	4.033	
TACC es la Tasa Anual de Crec	imiento Constante							
·	Beneficio Operativo Operat.Despues Im	npues.)	4.676 -740 3.936	4.840 -782 4.059	4.908 -809 4.098	4.863 -799 4.064	4.824 -789 4.036	
- Inversiones en ac			-1.770	-1.750	-1.550	-1.700	-1.700	
- Inversiones en ci	rculante		-73	-124	-115	-77	-77	
= CFL Operativo			2.093	2.185	2.433	2.287	2.259	50.59
WACC	5,8%							
	1,40%		Método de	valoración	:			
g	1,4070				=	de 24,80€	en funció	n
EV	45.492					re con las h		
- Deuda Neta	-15.200			en las tabla	•			
- Provisiones	-1.020		J		,			
- Minoritarios	-4.537							
1411110111601105	24.735		PER'19e imp	nlícito	FV/FBIT	DA'19e imp	lícito	
FaV			17,			10,0		
EqV N° acciones	999							
N° acciones	999 24.8 €/acci	on	_,,	,		•		
· ·	999 24,8 €/ accid	on	_,,	,0		·		
N° acciones			Sensibilidad a			·		

Mau IZ ue	Selisibilidad	i ai Flecio	Objetivo

wacc/g	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%
6,6%	17,0	17,4	17,8	18,3	18,8	19,3	19,8	20,4	20,9
6,4%	18,1	18,6	19,1	19,6	20,1	20,7	21,2	21,8	22,5
6,2%	19,3	19,9	20,4	21,0	21,5	22,1	22,8	23,4	24,1
6,0%	20,7	21,2	21,8	22,4	23,1	23,7	24,4	25,2	25,9
5,8%	22,1	22,7	23,4	24,1	24,8	25,5	26,3	27,1	27,9
5,6%	23,7	24,4	25,1	25,8	26,6	27,4	28,3	29,2	30,1
5,4%	25,4	26,2	27,0	27,8	28,6	29,5	30,5	31,5	32,5
5,2%	27,3	28,1	29,0	29,9	30,9	31,9	32,9	34,1	35,3
5,0%	29,4	30,3	31,3	32,3	33,4	34,5	35,7	37,0	38,3

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y estimaciones Bankinter

ANÁLISIS Y MERCADOS

Notas Compañías



INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: Link a los informes de compañías

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Javier Hombría - Telecos
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Marisa Mazo - Bancos
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas

- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable