

Sector: Utilities.

## Incertidumbre hasta el nuevo Plan Estratégico

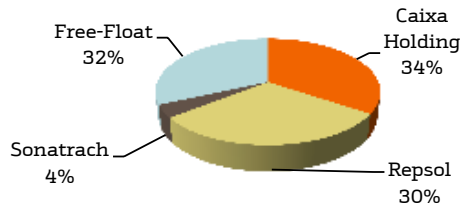
# Gas Natural

Precio Objetivo: 18,4 €  
Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 16.582 M€  
Último: 16,57 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 1.001 M acc.  
Min / Max (52 sem): 16,31/22,895 €/acc.  
Cód. Reuters / Bloomberg: GAS SM

### Accionariado



Ppales cifras*	2014	2015	2016e	2017e
Ingresos	24.742	26.015	26.094	26.921
EBITDA	4.853	5.264	5.237	5.304
BNA	1.462	1.502	1.499	1.610
% a/a	5,9%	2,7%	-0,2%	7,4%
DN/EBITDA	3,4 x	2,9 x	2,9 x	2,8 x
ROE	8,1%	8,1%	7,9%	8,2%
BPA (€/acc)	1,46	1,50	1,50	1,61
DPA (€/acc)	0,91	0,93	0,93	1,00
Rentab. dividendo**	4,4%	5,0%	5,6%	6,0%

\*Con CGE desde dic'14.

\*\*2014, '15 con cotización de cierre. 2016 y '17 con último cierre.

Desglose EBITDA'15	M€	%	Var a/a
Distribución gas	1.575	30%	2%
Distribución elect.	1.023	19%	5%
Gas	1.081	21%	-5%
Electricidad España	741	14%	-9%
Global Power Generation	261	5%	18%
CGE	499	9%	n.a.
Otros	84	2%	n.a.
<b>Total</b>	<b>5.264</b>		<b>8%</b>

Evolución bolsa	2013	2014	2015	2016
Endesa	38%	-29%	12%	-7%
Iberdrola	10%	21%	17%	-3%
ENGIE	10%	14%	-16%	-14%
Enel	1%	16%	5%	-7%
E.ON	-5%	6%	-37%	4%
Snam SpA	16%	1%	18%	5%
Gas Natural	38%	11%	-10%	-11%
Ibex	21%	4%	-7%	-13%

PER	2013	2014	2015e	Media h	2016e
Endesa	13,1 x	18,4 x	15,9 x	15,8 x	14,9 x
Iberdrola	11,4 x	15,7 x	16,8 x	14,6 x	15,7 x
ENGIE	42,2 x	19,8 x	12,8 x	24,9 x	11,6 x
Enel	n.a.	12,4 x	11,6 x	12,0 x	11,9 x
E.ON	12,3 x	n.a.	11,6 x	11,9 x	12,2 x
Snam SpA	n.a.	12,4 x	15,1 x	13,8 x	16,3 x
Promedio	19,7 x	15,7 x	14,0 x	15,5 x	13,7 x
Gas Natural	13,0 x	14,2 x	11,0 x	12,7 x	11,1 x

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)  
Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Belén San José Pilar Aranda Ana Achau  
Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

<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/cai/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

Hemos ajustado a la baja nuestras estimaciones para los próximos años, fijando un nuevo Precio Objetivo en 18,4€ desde 22,7€ anterior. Este precio ofrece un potencial de revalorización de +12% desde su cotización actual por lo que mantenemos la recomendación en Neutral. Dicho esto, el valor podría verse presionado a la baja por la incertidumbre que ha transmitido la Dirección al retrasar la presentación del Plan Estratégico y también por la delicada situación que atraviesa Repsol, que podría terminar vendiendo su participación en la compañía.

### Resultados 2015:

El miércoles presentó sus cuentas de 2015 (principales cifras comparadas con el consenso de Reuters): Ingresos 26.015M€ (+5,3%), EBITDA 5.264M€ (+8,7%) vs 5.329M€ estimado por el consenso de Reuters y 5.279M€ de nuestras estimaciones (sería 5.376M€, +10%, sin ajustar por la discontinuidad del negocio de GLP en Chile), EBIT 3.261M€ (+2,4%), BNA 1.502M€ (+2,7%) vs 1.482M€ estimado por el consenso de Reuters y 1.523M€ de nuestras estimaciones.

El aumento del EBITDA se explica por la incorporación de CGE que aporta 499M€ vs 28M€ del año pasado compensando de sobra el impacto regulatorio del gas en España (-59M€) y la desinversión de GNFTelecomunicaciones (en 2014 aportó 32M€). Además, la evolución de las monedas le ha favorecido en +41M€. Después, el aumento de las amortizaciones (+8,3%), un menor resultado negativo de las entidades por el método de participación (-4M€ vs -474M€) y la subida de la tasa efectiva del IS (de 13,4% a 24,2%) llevan al BNA a subir +2,7%.

Las inversiones caen -52% hasta 2.082M€ (por los extraordinarios en 2014 de la compra de CGE y dos metaneros).

La DFN disminuye -7,6% a 15.648M€, 3,0x EBITDA.

### Opinión:

El resultado de 2015 ha sido bueno, teniendo en cuenta la volatilidad de las materias primas, porque ha cumplido con las guías del Plan Estratégico 2013/2015. No obstante, no se han llegado a cubrir nuestras expectativas. Así, teniendo en cuenta un peor punto de partida y que hemos revisado a peor las cifras de 2016 en adelante, llegamos al nuevo precio objetivo. Pensamos que el negocio de GNL seguirá cayendo este año (no tan intensamente) y que las divisas Latam continuarán depreciándose. Esto deslucirá la evolución de los negocios regulados ya que dicha depreciación no llegaría a compensarse con una hipotética apreciación del dólar vs euro. Además, CGE ya no es incremental dado que ha estado aportando a los resultados todo el año 2015.

En cuanto al dividendo, cabía la posibilidad de que lo aumentara dado que el esfuerzo inversor se va a reducir (a unos 2.000M€) pero los comentarios en el *conference call* sólo apuntan al mantenimiento del mismo (*payout* del 62%).

Por otro lado, creemos que el retraso en la presentación del nuevo Plan Estratégico deja patente la poca visibilidad de algunos de los negocios (comercialización gas, principalmente), y esta incertidumbre puede ser un lastre (la fecha orientativa para el próximo PE es el 31 de mayo). En este sentido, la dirección no descarta que 2016 sea un peor año que 2015 en término de BNA.

Asimismo, los rumores sobre una posible venta del paquete que ostenta Repsol (30% en una acción concertada con Caixa Holding) están ganando fuerza una vez que la petrolera ha visto deteriorada la perspectiva de su *rating* crediticio.

En definitiva, una hipotética presión de papel y la incertidumbre que ha transmitido la Dirección pesarán sobre el título. No obstante, mantenemos la recomendación en Neutral por el potencial que refleja nuestro precio objetivo y porque la compañía ofrece una rentabilidad por dividendo muy atractiva, superior al 5%.

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TACC '16-'19
Ingresos netos	24.742	26.015	26.094	26.921	28.014	28.838	29.514	3,1%
EBITDA	4.853	5.264	5.237	5.304	5.441	5.482	5.572	1,6%
EBIT	3.190	3.261	3.234	3.377	3.564	3.641	3.705	3,5%
BAI	1.915	2.363	2.366	2.530	2.705	2.775	2.835	4,6%
Resultado Neto del Grupo	1.462	1.502	1.499	1.610	1.741	1.793	1.838	5,2%
Tasa de variación interanual	-13%	3%	0%	7%	8%	3%	3%	

CGE se incorpora desde dic'14

\*: TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

## Resumen Balance de Situación

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Activo No Corriente	39.507	38.405	38.786	39.107	39.699	40.254	41.192
Activo Corriente	6.778	6.972	6.735	6.953	7.239	7.457	7.631
Caja e IFT	4.043	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755	2.755
PN	18.020	18.518	19.087	19.699	20.361	21.042	21.741
Pasivo no corriente	6.145	5.828	5.886	5.934	6.024	6.109	6.251
Deuda financiera	20.544	18.248	17.878	17.561	17.443	17.249	17.371
Pasivo corriente	5.619	5.538	5.425	5.620	5.865	6.066	6.216
Total Activo/Pasivo	50.328	48.132	48.276	48.815	49.693	50.465	51.579

CGE se incorpora desde dic'14

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

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	VR
+BNA	1.499	1.610	1.741	1.793	1.838	
+Amortizaciones	1.745	1.798	1.813	1.841	1.867	
+Gastos Financieros *(1-t)	655	635	644	650	652	
- Inversiones en activos fijos	-2.000	-2.000	-2.200	-2.200	-2.500	
- Inversiones en circulante	124	-23	-40	-17	-24	
= CFL Operativo	2.023	2.019	1.957	2.066	1.833	41.456

WACC 6,0%

g 1,25%

EV 39.264

- Deuda Neta -15.493

- Minoritarios -4.151

EqV 19.620

Nº acciones 1.001

Estimación DFC 19,6

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 18,4€ 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)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Crecimiento 2021-23
Dividendo por acción	0,93	1,00	1,08	1,11	1,14	1,18	4%
% a/a		7,4%	8,1%	3,0%	2,5%	4,0%	Crecimiento 2024-26 3%
Ke		7,3%					Crecimiento 2027-30 2%
Estimación Ddiv	17,2						

## Precio Objetivo

	Valoración	Ponderación
Valoración DFC	19,6	50%
Valoración DDiv	17,2	50%
<b>Precio objetivo</b>	<b>18,4</b>	<b>PER'15 implícito 12,3 x</b>

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe) Belén San José Pilar Aranda Ana Achau <http://broker.bankinter.com/>  
 Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre <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>