

Sector: Utilities.

Penalización excesiva tras el fracaso de la opa de Taqa. Alta rentabilidad por dividendo y múltiplos atractivos.

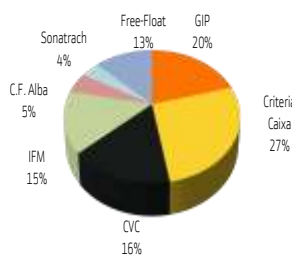
Naturgy

Recomendación: Comprar
Precio Objetivo: 23,6 €
Potencial: 15,1%
Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 19.838 M€
 Cierre (20.06.2024) 20,46 €/acc.
 N° Acciones (M.): 970 M acc.
 Min / Max (52 sem): 19,51/28,44 €/acc.
 Rentabilidad YTD -24%
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

Accionariado



Mejoramos la recomendación a Comprar desde Vender tras la excesiva penalización por el fracaso de la OPA de Taqa. Tras casi dos meses de negociaciones, Taqa se retira de una posible OPA conjunta con Critería sobre Naturgy. Tres factores obstaculizaron el éxito de la operación: el precio, los detalles del acuerdo de cogestión con Caixa y las posibles derivas geopolíticas de su entrada en el accionariado. **La acción ha reaccionado negativamente (-18%)** al abandono de las negociaciones. **Tras esta fuerte penalización vemos una oportunidad de entrada.** Naturgy se encuentra en la actualidad en un nivel de precio similar al día previo al comienzo de los rumores de OPA (12 de abril). En este mismo periodo otras *utilities* han subido entre +10% (Endesa) y +8% (Iberdrola) y el precio del gas un +12% (TTF1 Dutch Natural Gas). Es previsible esperar **que corrija este gap de evolución relativa.** Además, a estos niveles, la rentabilidad por dividendo es alta y los múltiplos de valoración atractivos. **El DPA suelo es 1,40€/acción, lo que supone una rentabilidad por dividendo de 6,8%.** Con nuestras estimaciones de BNA de 2025, que son un 14% inferiores a las contempladas por el equipo gestor en su Plan Estratégico, **el múltiplo PER se sitúa en 12,9x.** Critería ha reiterado su compromiso como inversor de largo plazo de la gasista. Explorará otras alternativas en las que la empresa tenga un objetivo de crecimiento a largo plazo. No es descartable que busque otro socio y que, como principal accionista, impulse la realización de un nuevo Plan Estratégico. El escaso *free-float* del grupo (13%) y la dificultad para estabilizar la situación accionarial son aspectos negativos, pero pensamos que a estos niveles el potencial de revalorización más que compensa estos factores.

Taqa abandona las negociaciones para la opa y las acciones sufren una fuerte caída

Tras casi dos meses de negociaciones, el grupo energético Taqa, controlado por el Gobierno de Emiratos, puso fin a las negociaciones con Critería para lanzar una opa sobre Naturgy. Tres factores han obstaculizado el éxito de la operación. En primer lugar el precio. Según noticias aparecidas en prensa, en las negociaciones con CVC y GIP se barajaba una horquilla de entre 25 y 30€/acción, con gran probabilidad de que quedara en un punto intermedio, en el **entorno de los 27€/acc.** Pero, al parecer, los vendedores exigían que no se descontase el dividendo del precio de la opa si la tramitación de la operación se prolongaba durante meses. Con cargo a 2024, Naturgy tiene previsto distribuir **1,40€/acción** (0,50€ en agosto, otros 0,50€ en noviembre, y el resto hacia marzo o abril de 2025). Otro de los puntos críticos del acuerdo era el que se refiere **al pacto parasocial de gobierno corporativo conjunto con Critería**, ya que Taqa exigía un mayor control sobre Naturgy. Además, desde el punto de vista político, la entrada de Taqa en Naturgy se veía como una potencial fuente de tensiones, dado que el principal proveedor de la gasista española es Argelia, país que mantiene diferencias con el régimen. Tras la retirada de Taqa, las acciones han sufrido una caída de -18%.

Critería reitera su compromiso como inversor a largo plazo

Por su lado, Critería reitera su compromiso como inversor de largo plazo de la gasista y su voluntad de defender sus intereses con una triple finalidad: (i) Contribuir a mantener la empresa cotizada en España, (ii) Asegurar un plan industrial coherente y (iii) Mantener la seguridad de suministro. Critería va a explorar otras alternativas para Naturgy en que la empresa tenga un objetivo a largo plazo de crecimiento. No es descartable que busque otro socio y que, como principal accionista, impulse la realización de un nuevo Plan Estratégico.

Penalización excesiva vs otras utilities y el precio de las commodities

Naturgy se encuentra en la actualidad en un nivel similar al día anterior al que estallaron los rumores de OPA (12 de abril). En este mismo periodo el *lbex* ha subido un +5%, el precio del gas un +12% (TTF1 Dutch Natural Gas) y otras *utilities* entre +10% (Endesa) y +8% (Iberdrola). Es previsible esperar que corrija este *gap* de evolución relativa en próximas sesiones.

Sin guías para 2024 y un ambicioso Plan Estratégico 2025

El equipo gestor decidió no dar guías para 2024 debido al contexto volátil de los mercados de energía. El consenso espera un EBITDA de 4.890M€ (-11%) y un BNA de 1.670M€ (-14%), que están en línea con nuestras estimaciones (EBITDA de 4.867M€ y BNA de 1.630M€).

En cuanto al Plan Estratégico 2025, en julio de 2023 Naturgy realizó una actualización que contemplaba llegar a un EBITDA de 5.100M€ y de BNA de 1.800M€. Nosotros consideramos que estos objetivos son optimistas y nuestra estimación 2025 es un EBITDA de 4.800M€ y un BNA de 1.540M€. Un entorno menos favorable de lo anticipado en el Plan de los precios de gas y electricidad nos llevan a unas estimaciones más conservadoras.

Alta rentabilidad por dividendo y múltiplos atractivos

A pesar de tener unas estimaciones más conservadoras, los múltiplos de valoración son atractivos. El P/E 2025 se sitúa en 12,9x. El equipo gestor sitúa el dividendo suelo en 1,40€/acc. lo que supone una rentabilidad por dividendo de 6,8%.

Recomendación: Comprar, Precio Objetivo 23,60€/acción

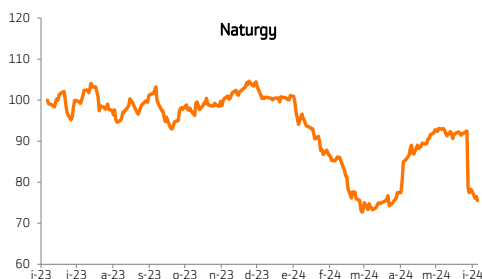
Mejoramos la recomendación a Comprar desde Vender tras la caída de -18% por el fracaso de la OPA de Taqa. Pensamos que la penalización ha sido excesiva y vemos una oportunidad a estos niveles. En este mismo periodo otras *utilities* han subido entre +10% (Endesa) y +8% (Iberdrola) y el precio del gas un +12% (TTF1 Dutch Natural Gas). Además, a estos niveles la rentabilidad por dividendo es alta (6,8%) y los múltiplos de valoración atractivos (PER 2025 de 12,9x). Tras el ajuste de estimaciones, situamos el Precio Objetivo en 23,70€/acc.

Pples cifras y ratios	2023	2024e	2025e
EBITDA	5.475	4.867	4.800
BNA ordinario	1.986	1.629	1.540
Deuda Neta	11.849	13.631	15.195
DN/EBITDA	2,2 x	2,8 x	3,2 x
PER	10,0	12,2	12,9
DPA (€/acc)	1,2	1,4	1,4
Rentab. Dividendo	5,9%	6,8%	6,8%

Desglose EBITDA (%)	2023
Redes	49%
Gestión Energía	32%
Renovables	10%
Comercialización y otros	13%

Plan Estratégico	2022	2025	%
EBITDA	4.955	5.100	2,9%
Redes España	1.520	1.520	0,0%
Redes LatAm	955	1.155	20,9%
Gestión Energía	1.665	1.165	-30,0%
Renovables	374	674	80,2%
Comercialización	542	642	18,5%
BNA Total	1.649	1.800	9,2%
Deuda Neta	12.070	16.000	32,6%
Dividendos	1.164	1.357	16,7%

Naturgy . Precio de la Acción



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TACC 2023-28
Ingresos netos	33.965	22.617	20.921	21.653	22.194	22.749	23.318	0,6%
EBITDA	4.954	5.475	4.867	4.800	4.781	4.996	5.158	-1,2%
BNA Ajustado	1.649	1.986	1.629	1.540	1.466	1.601	1.716	-2,9%

Resumen Balance de Situación

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Activo No Corriente	28.368	29.264	30.568	32.297	32.606	32.864	32.870	2,4%
Activo Corriente	7.629	4.508	4.733	4.944	5.110	5.282	5.481	4,0%
Caja e IFT	4.373	4.121	4.121	4.121	4.121	4.121	4.121	0,0%
Total Activo/Pasivo	40.370	37.893	39.422	41.362	41.837	42.267	42.472	2,3%
Patrimonio Neto	9.979	11.929	12.291	12.558	12.755	11.793	12.413	0,8%
Pasivo no corriente	6.633	5.448	4.755	4.775	4.785	4.795	4.855	-2,3%
Deuda financiera	16.301	15.970	17.752	19.316	19.455	20.704	20.094	4,7%
Pasivo corriente	7.457	4.546	4.625	4.713	4.842	4.974	5.110	2,4%

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	VR
+EBITDA	4.867	4.800	4.781	4.996	5.158	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-750	-727	-708	-748	-776	
= NOPLAT (Benef. Operat. Despues Impues.)	4.116	4.073	4.073	4.248	4.382	
- Inversiones en activos fijos	-3.090	-3.550	-2.200	-2.200	-2.000	
- Inversiones en circulante	-147	-122	-37	-39	-63	
= CFL Operativo	880	401	1.836	2.008	2.319	51.143

WACC 6,9%

g 2,3%

EV 41.823

- Deuda Neta -13.631

- Prov. y otros -1.631

- Minoritarios -3.719

EqV 22.843

Nº acciones 970

Estimación DFC 23,6 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un valor de 23,60 en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER^{23e} implícito

14,0

EV/EBITDA^{23e} implícito

8,6

Matriz de Sensibilidad a Valoración

wacc/g	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
7,7%	15,8	16,3	16,7	17,2	17,7	18,3	18,8	19,4	20,0
7,5%	16,9	17,4	17,9	18,5	19,0	19,6	20,2	20,8	21,5
7,3%	18,2	18,7	19,3	19,8	20,4	21,1	21,7	22,4	23,1
7,1%	19,5	20,1	20,7	21,3	22,0	22,7	23,4	24,1	24,9
6,9%	20,9	21,6	22,2	22,9	23,6	24,4	25,2	26,0	26,8
6,7%	22,5	23,2	23,9	24,7	25,4	26,3	27,1	28,0	29,0
6,5%	24,2	24,9	25,7	26,6	27,4	28,3	29,3	30,3	31,4
6,3%	26,0	26,8	27,7	28,6	29,6	30,6	31,7	32,8	34,0
6,1%	28,0	28,9	29,9	30,9	32,0	33,2	34,4	35,6	37,0

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y estimaciones Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
11/06/2024	Vender	24,0 €
16/04/2024	Neutral	24,0 €
27/02/2024	Vender	25,2 €
25/07/2023	Neutral	30,4 €

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentemente 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, PER teórico.
- La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS:

- Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías.](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Eduardo Cabero – Seguros
Pedro Echeguren – Farma & Salud	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Pilar Aranda – Petróleo
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Aránzazu Cortina – Industriales	Juan Moreno – Inmobiliarias & Turismo
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Jorge Pradilla – Logística & Ciberseguridad	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo
Pedro Ribeiro – Portugal	Carlos Pellicer – Alimentación y Distribución	

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.