

Sector: Utilities.

Recomendación: **Vender**
 Precio Objetivo: **27,7 €**
 Potencial: **1,3%**
 Analista: Aránzazu Bueno

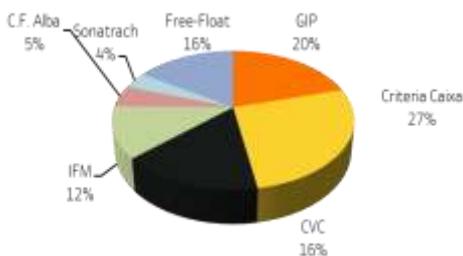
Modesto avance en resultados previsto para 2022
Ratios de valoración exigentes y liquidez reducida

Naturgy

Datos Básicos

Capitalización (M €): 26.548 M€
 Último: 27,38 €/acc.
 N° Acciones (M.): 970 M acc.
 Min / Max (52 sem): 19,90/29,96 €/acc.
 Rentabilidad YTD -4,37%
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

Accionariado



Los resultados de 2021 muestran una recuperación del entorno operativo, con mejora en la demanda energía y en el precio de las *commodities* (petróleo y gas). Sin embargo, la depreciación de las monedas latinoamericanas, los recortes en los ingresos regulados en redes en España, menores márgenes en comercialización y un menor volumen contratado en el gasoducto del Magreb frenan la subida en el EBITDA ordinario (+7%). En cuanto a las perspectivas para 2022 los avances en resultados son más modestos. La guía que ha proporcionado el equipo gestor es que el EBITDA ordinario se situaría al menos en un nivel similar al de 2021. **Hay dos factores que impactarán negativamente en 2022:** la terminación del contrato del gasoducto del Magreb y nuevos recortes en ingresos regulados en redes en España. Estos factores se verán compensados por la mejora en el mercado de la energía, la nueva capacidad en renovables y la recuperación de los márgenes de comercialización. **Mantenemos la recomendación de Vender** las acciones. Los motivos: (i) **Ratios de valoración exigentes y escaso potencial de revalorización.** Los ratios sobre los resultados estimados para 2025 incluidos en su Plan Estratégico son elevados (PER 2025 de 17,7x) a los precios actuales. La acción cotiza muy cerca de nuestro Precio Objetivo de 27,70€/acción (+1,3% de potencial); (ii) **Menor liquidez tras la opa de IFM,** el *free-float* se reduce hasta el 16% vs 32% anterior; (iii) **La rentabilidad por dividendo se sitúa por debajo del 4,5%.** Existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por dividendo en el sector (Enagas, REE).

Pples cifras y ratios	2020	2021	2022e
EBITDA Ordinario	3.714	3.983	4.078
BNA ordinario	872	1.231	1.335
Fondos de Operaciones	2.644	2.118	3.357
Deuda Neta	13.612	12.847	13.469
DN/EBITDA	3,7 x	3,2 x	3,3 x
PER	n.s.	21,9	19,9
DPA (€/acc)	1,44	1,20	1,17
Rentab. Dividendo	5,3%	4,4%	4,3%
Pay Out (%)	n.s.	96%	85%

Resultados 2021: Mejora el entorno. EBITDA ordinario bate ligeramente estimaciones.

EBITDA ordinario +7,2% en 2021, batiendo estimaciones. La mejora en la demanda de energía, la recuperación en el precio de las *commodities* (petróleo y gas) y en el precio del pool eléctrico en España junto con las mejoras en eficiencia son los factores positivos a nivel operativo. El impacto negativo de menores ingresos regulados en España, la depreciación de las monedas latinoamericanas, la menor capacidad en el gasoducto del Magreb y los menores márgenes de comercialización moderan la subida en el EBITDA ordinario. En cualquier caso, el EBITDA ordinario bate las estimaciones del consenso y las guías de la compañía. El equipo gestor apuntaba a un EBITDA de entre 3.800M€ y 3.900M€ vs 3.983M€ reportado.

BNA ordinario +41%. La subida es mayor en BNA debido a menores amortizaciones (tras los ajustes en valor de determinados activos en 2020), menores gastos financieros (menor deuda) y la reversión de provisiones financieras.

Resultados extraordinarios. Fuertes cargas de restructuración y transformación en 2020 y 2021 (-454M€ en 2021 en EBITDA vs -265M€ en 2020).

Resultados todavía por debajo de los niveles pre-pandemia: El EBITDA ordinario se sitúa un 8% por debajo de los niveles pre-pandemia y el BNA es un 11% inferior.

Guía para 2022: Modesto avance en EBITDA ordinario.

La única guía que ha proporcionado el equipo gestor para 2022 que el EBITDA ordinario se situaría en un nivel, al menos, similar a 2021. Una mayor demanda de energía, los avances en los precios de *commodities*, una mejora en los márgenes de comercialización y la nueva capacidad en renovables permitirán compensar los impactos negativos de la finalización del contrato del gasoducto del Magreb (EMPL) y de los recortes regulatorios en redes en España. Naturgy ha registrado provisiones en 2021 para poner fin a algunos contratos de suministro de largo plazo a clientes de gas. En el actual contexto de mercado estos contratos supondrían pérdidas para su división de comercialización.

Accionariado: IFM compra acciones tras el fin de la OPA

IFM se hizo con el 10,83% del capital social en la OPA parcial que finalizó en octubre 2021. Desde entonces, ha ampliado su participación hasta el 12,2% actual. CaixaBank también ha subido su participación en los últimos meses, llegando al 26,7% actual vs 24,8% antes de la OPA. El *free-float* del grupo se ha visto reducido hasta el 16% actual vs 32% antes del lanzamiento de la OPA.

Recomendación: Vender, Precio Objetivo 27,70€/acción

Los resultados de 2021 baten ligeramente las estimaciones. El crecimiento previsto para 2022 es modesto. Subimos Pr. Objetivo hasta 27,70€ desde 23,80€/acc ante la revisión al alza de las estimaciones por la mejora en el entorno (avances en demanda y en el precio de *commodities*). Sin embargo, mantenemos la recomendación de Vender las acciones. Razones: (i) **Ratios exigentes de valoración** (PER 2025 de 17,7x) y **escaso potencial de revalorización** (1,3% hasta el Precio Objetivo); (ii) **Menor liquidez tras la opa de IFM,** el *free-float* de 16% vs 32% anterior; (iii) **Rentabilidad por dividendo inferior al 4,5%.** Existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por dividendo en el sector (Enagas, REE).

Desglose EBITDA (%)	2021
Redes	61%
Gestión Energía	26%
Renovables	8%
Comercialización y otros	4%

Doce meses	2020	2021	%
EBITDA Ordinario	3.714	3.983	7,2%
Redes España	1.657	1.637	-1,2%
Redes LatAm	840	829	-1,3%
Gestión Energía	579	1.074	85,5%
Renovables	362	340	-6,1%
Comercialización	359	153	-57,4%
BNA Ordinario	872	1.231	41,2%
EBITDA reportado	3.449	3.529	2,3%
BNA reportado	-347	1.214	-449,9%

Naturgy vs Ibex



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

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC 2021-26
Ingresos netos	15.345	22.140	22.694	23.261	23.842	24.438	25.049	2,5%
EBITDA	3.449	3.529	4.078	4.176	4.304	4.769	4.949	7,0%
EBITDA ordinario	3.714	3.983	4.078	4.176	4.304	4.769	4.949	4,4%
BNA Ajustado	872	1.214	1.335	1.310	1.261	1.488	1.517	4,6%

Resumen Balance de Situación

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC
Activo No Corriente	26.591	27.257	28.254	29.979	31.639	33.235	33.318	4,1%
Activo Corriente	8.469	6.632	5.856	5.918	6.128	6.289	6.576	-0,2%
Caja e IFT	4.485	4.360	4.360	4.360	4.360	4.360	4.360	0,0%
Total Activo/Pasivo	39.545	38.249	38.470	40.257	42.127	43.884	44.254	3,0%
PN	11.265	8.873	8.995	9.150	9.274	9.471	9.667	1,7%
Pasivo no corriente	4.062	4.940	4.920	4.950	4.980	5.010	5.040	0,4%
Deuda financiera	17.539	16.812	17.434	18.956	20.534	21.921	21.853	5,4%
Pasivo corriente	6.679	7.624	7.121	7.200	7.340	7.482	7.694	0,2%

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
+EBITDA	3.529	4.078	4.176	4.304	4.769	4.949	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-525	-624	-630	-633	-721	-738	
= NOPLAT (Benef. Operat.Despues Impues.)	3.004	3.454	3.546	3.671	4.048	4.211	
- Inversiones en activos fijos	-1.423	-2.500	-3.300	-3.350	-3.400	-2.000	
- Inversiones en circulante	-1.117	273	17	-71	-19	-75	
= CFL Operativo	464	1.227	263	250	629	2.136	59.883

WACC 6,2%
g 2,5%

EV 46.513

- Deuda Neta -12.847

- Prov. y otros -947

- Minoritarios -5.824

EqV 26.895

Nº acciones 970

Estimación DFC 27,7 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un valor de 27,70 en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'22e implícito

20,1

EV/EBITDA'22e implícito

11,4

Matriz de Sensibilidad a Valoración

wacc/g	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%
7,0%	17,4	18,0	18,6	19,3	20,0	20,7	21,4	22,2	23,0
6,8%	19,0	19,7	20,4	21,1	21,9	22,7	23,6	24,5	25,4
6,6%	20,5	21,2	22,0	22,8	23,6	24,5	25,5	26,5	27,5
6,4%	22,1	22,9	23,7	24,6	25,6	26,6	27,6	28,7	29,9
6,2%	23,8	24,7	25,7	26,6	27,7	28,8	29,9	31,2	32,5
6,0%	25,7	26,7	27,7	28,8	30,0	31,2	32,5	33,9	35,4
5,8%	27,8	28,9	30,0	31,3	32,5	33,9	35,4	36,9	38,6
5,6%	30,1	31,3	32,5	33,9	35,4	36,9	38,6	40,3	42,2
5,4%	32,5	33,9	35,3	36,8	38,5	40,2	42,1	44,1	46,3

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

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
10/11/2021	Vender	23,8 €
20/09/2021	Vender	23,8 €
06/08/2021	Neutral	23,8 €
29/04/2021	Vender	22,1 €
17/02/2021	Vender	22,1 €
29/10/2020	Neutral	18,1 €

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
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Luis Piñas – Alimentación & Distribución	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Filipe Aires Lopes– Química & Papel	Mariana Queirós Ferro – Telecoms
Susana André – Portugal, Assistant		

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.