

Sector: Utilities.

Recomendación: **Vender**  
 Precio Objetivo **23,8 €**  
 Potencial **4,1%**

Analista: Aránzazu Bueno

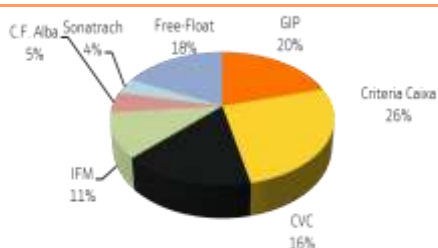
## Naturgy

*Modesto avance en EBITDA ordinario, escaso potencial de revalorización y liquidez reducida*

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 22.204 M€  
 Último: 22,90 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 970 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 17,68/24,87 €/acc.  
 Rentabilidad YTD +20,09%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

### Accionariado



Los resultados 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 y un menor volumen contratado en el gasoducto del Maghreb resultan en un modesto avance en EBITDA ordinario (+6%). Los resultados se mantienen todavía por debajo de los niveles pre-pandemia (EBITDA 5,6% inferior). La única guía que ha proporcionado el equipo gestor para 2021 es la de EBITDA ordinario, que se situaría en el rango entre 3.800M€ y 3.900M€, lo que supondría un crecimiento de entre +2,3% y +5,0%. Nuestra recomendación es Vender las acciones. Los motivos: (i) **Escaso potencial de revalorización** desde los precios actuales. La acción cotiza a 23,12€/acción muy cerca de nuestro Precio Objetivo de 23,80€/acción para diciembre 2022; (ii) **Menor liquidez tras la opa de IFM**, el *free-float* se reduce desde el 27% actual hasta el 16%. El peso de las acciones en el Ibex pasará al 1,0% aproximadamente desde 1,9% ant.; (iii) La **rentabilidad por dividendo** a los precios actuales se queda **por debajo del 5%** para 2022. Existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por dividendo en el sector (Enagas, REE); (iv) **Los objetivos del Plan Estratégico 2025** (BNA de 1.500M€) parecen **"exigentes"** a la vista de la evolución del grupo durante 2021.

### Modesto avance en EBITDA ordinario. Resultados por debajo de niveles pre-pandemia.

**EBITDA ordinario +6,4% en 9M 2021.** 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 en 9M. Sin embargo, el impacto negativo de menores ingresos regulados en España, la depreciación de las monedas latinoamericanas, la menor capacidad en el gasoducto del Maghreb y los menores márgenes de comercialización moderan los avances en EBITDA ordinario.

**BNA ordinario +28%.** La subida es mayor en BNA debido a menores amortizaciones (tras los ajustes en valor de determinados activos en 2020 relacionados con las plantas de ciclos combinados en España y las actividades de gas en Argentina) y menores gastos financieros (menor deuda y reducción del coste de la deuda).

**Resultados extraordinarios.** Fuertes cargas de reestructuración y transformación en 2020 y 2021 (-430M€ en 9M 2021 en EBITDA vs -219M€ en 9M 2020).

**Resultados por debajo de los niveles pre-pandemia.** El EBITDA ordinario 9M 2019 se situó en 3.166M€ vs 2.990M€ en 9M 2021

### Guías 2021: EBITDA ordinario entre 3.800M€ y 3.900M€

La única guía que ha proporcionado el equipo gestor para 2021 es la de EBITDA ordinario, que se situaría en el rango entre 3.800M€ y 3.900M€. Esto supondría un crecimiento de entre +2,3% y +5,0%.

**El Plan Estratégico contempla un EBITDA de 4.800M€ y un BNA de 1.500M€ para 2025.** A la vista de la evolución de los negocios del grupo durante 2021, la consecución de estos objetivos podría considerarse como "exigente".

### Fin de OPA de IFM: 10,8% de participación y menor liquidez de las acciones

**IFM ha logrado un 10,83% del capital social en la OPA.** La oferta del fondo australiano era sobre el 22,7% del capital a un precio de 22,07€/acción. La opa estaba condicionada al 17%, pero en el folleto IFM se reservó el derecho a bajarlo hasta el 10%. IFM renuncia a la condición de aceptación mínima y mantiene la operación. De esta manera se convierte en el cuarto mayor accionista del grupo tras Critería Caixa (27%), GIP (21%) y CVC (16%). Sonatrach se mantiene con un 4% del capital, la autocartera llega al 1% y el *free float* se reduce al 17%. La participación del 10,8% le da derecho a un puesto en el consejo.

Por otro lado, **las acciones pierden peso en el Ibex como resultado de la opa.** El Comité Asesor Técnico (CAT) tomará como referencia para el cálculo del índice el 20% del capital de la compañía vs 40% anterior. Naturgy reducirá su peso en el Ibex desde 1,90% hasta 1,0% aproximadamente.

### Recomendación: Vender, Precio Objetivo 23,80€/acción

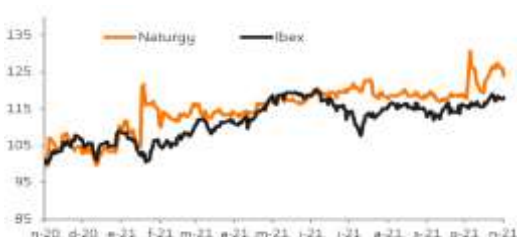
Los resultados del 9M 2021 muestran un modesto avance en el EBITDA ordinario (+6%). Nuestra recomendación es Vender las acciones. Motivos: (i) **Escaso potencial de revalorización.** La acción cotiza muy cerca de nuestro Precio Objetivo de 23,80€/acción para diciembre 2022; (ii) **Menor liquidez tras la opa de IFM**, el *free-float* se reduce desde el 27% actual hasta el 16%. El peso de las acciones en el Ibex pasará el 1% desde 1,9% anterior. (iii) La **rentabilidad por dividendo** se queda **por debajo del 5%**. (iv) **Los objetivos del Plan Estratégico 2025** (BNA de 1.500M€) parecen **"exigentes"** a la vista de la evolución del grupo durante 2021.

Pples cifras y ratios	2020	2021e	2022e
EBITDA	3.449	3.829	3.872
BNA ordinario	872	1.181	1.229
Fondos de Operaciones	2.644	2.884	2.853
Deuda Neta	13.612	11.553	12.652
DN/EBITDA	3,9 x	3,0 x	3,3 x
PER	n.s.	18,8	18,1
DPA (€/acc)	1,44	1,20	1,06
Rentab. Dividendo	6,3%	5,2%	4,6%
Pay Out (%)	n.s.	99%	84%

Desglose EBITDA (%)	2020	2021
Redes	73%	73%
Gestión Energía	14%	26%
Renovables	10%	8%
Comercialización y otros	10%	9%

Nueve meses	9M 20	9M 21	%
<b>EBITDA Recurrente</b>	<b>2.811</b>	<b>2.990</b>	<b>6,4%</b>
Redes España	1.208	1.258	4,1%
Redes LatAm	661	639	-3,3%
Gestión Energía	456	744	63,2%
Renovables	283	190	-32,9%
Comercialización	240	210	-12,5%
<b>BNA recurrente</b>	<b>675</b>	<b>865</b>	<b>28,1%</b>
EBITDA reportado	2.592	2.560	-1,2%
BNA reportado	490	777	58,6%
Deuda Neta	13.612	11.428	-16,0%

### 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](http://www.bankinter.com)

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC 2020-26
Ingresos netos	15.345	15.729	16.122	16.525	16.938	17.361	17.795	2,5%
EBITDA	3.449	3.829	3.872	4.017	4.253	4.666	4.787	5,6%
BNA Ajustado	872	1.181	1.229	1.200	1.200	1.379	1.414	8,4%

## Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC
Activo No Corriente	26.591	26.261	27.415	29.472	31.379	33.164	33.202	3,8%
Activo Corriente	8.469	3.832	3.964	4.100	4.246	4.365	4.511	-10,0%
Caja e IFT	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	0,0%
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>39.545</b>	<b>34.578</b>	<b>35.864</b>	<b>38.057</b>	<b>40.110</b>	<b>42.014</b>	<b>42.198</b>	<b>1,1%</b>
PN	11.265	11.157	11.248	11.369	11.483	11.639	11.795	0,8%
Pasivo no corriente	4.062	4.112	4.122	4.242	4.372	4.502	4.632	2,2%
Deuda financiera	17.539	15.480	16.579	18.472	20.204	21.745	21.563	3,5%
Pasivo corriente	6.679	3.830	3.915	3.974	4.050	4.128	4.208	-7,4%

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
<b>+EBITDA</b>	<b>3.829</b>	<b>3.872</b>	<b>4.017</b>	<b>4.253</b>	<b>4.666</b>	<b>4.787</b>	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-587	-604	-614	-632	-705	-711	
= NOPLAT (Benef. Operat. Despues Impues.)	3.242	3.268	3.404	3.621	3.961	4.076	
- Inversiones en activos fijos	-1.000	-2.500	-3.500	-3.500	-3.500	-1.850	
- Inversiones en circulante	-207	-47	-77	-70	-41	-66	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>2.035</b>	<b>721</b>	<b>-173</b>	<b>51</b>	<b>420</b>	<b>2.160</b>	<b>55.680</b>

WACC 6,5%  
g 2,5%

**EV 41.578**  
- Deuda Neta -11.553  
- Prov. y otros -1.347  
- Minoritarios -5.564

**EqV 23.115**  
Nº acciones 970  
**Estimación DFC 23,8 €/acción**

**Método de valoración:**

Establecemos un valor de 23,80 en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'22e implícito  
**18,8**

EV/EBITDA'22e implícito  
**10,7**

## 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%
<b>7,3%</b>	14,9	15,5	16,0	16,5	17,1	17,7	18,4	19,0	19,7
<b>7,1%</b>	16,2	16,7	17,3	17,9	18,6	19,2	19,9	20,7	21,4
<b>6,9%</b>	17,5	18,2	18,8	19,5	20,2	20,9	21,7	22,5	23,3
<b>6,7%</b>	19,0	19,7	20,4	21,1	21,9	22,7	23,6	24,5	25,4
<b>6,5%</b>	20,6	21,4	22,2	23,0	<b>23,8</b>	24,7	25,7	26,7	27,8
<b>6,3%</b>	22,4	23,2	24,1	25,0	26,0	27,0	28,1	29,2	30,4
<b>6,1%</b>	24,4	25,3	26,2	27,3	28,3	29,5	30,7	32,0	33,3
<b>5,9%</b>	26,5	27,5	28,6	29,8	31,0	32,3	33,7	35,1	36,7
<b>5,7%</b>	28,9	30,1	31,3	32,6	34,0	35,5	37,0	38,7	40,5

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y estimaciones Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
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](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](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.