

Sector: Utilities.

Recomendación: Vender
Precio Objetivo: 22,1 €
Potencial: 5,5%
Analista: Aránzazu Bueno

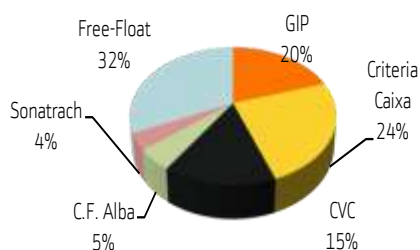
Débiles resultados en 2020. Foco en la Opa parcial de IFM

Naturgy

Datos Básicos

Capitalización (M €): 20.265 M€
 Último: 20,90 €/acc.
 N° Acciones (M.): 970 M acc.
 Min / Max (52 sem): 13,805/24,98 €/acc.
 Rentabilidad YTD +9,86%
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

Accionariado



Los resultados 2020 han sido débiles y con deterioro adicional en el 4T. La caída en los precios del gas, una menor demanda de energía, el recorte en ingresos regulados en España, una menor capacidad contratada en el gasoducto del Magreb y la depreciación en monedas latinoamericanas llevan a una caída de -37% en el BAN ordinario (-31% en 9M). En el contexto actual, **los objetivos del Plan Estratégico 2022 nos parecen poco realistas**. El equipo gestor retrasa la actualización del Plan Estratégico, pero lo más probable es que veamos un ajuste a la baja en los objetivos. El principal foco de atención está en el desarrollo de la OPA parcial de IFM. **La oferta nos parece atractiva para los accionistas:** la prima ofrecida es generosa, el porcentaje efectivo podría llegar hasta el 78% de las acciones y no vemos probable que aparezca otra oferta competitiva con mejores condiciones. Ante el anuncio de la OPA, **nuestra recomendación es vender las acciones en el mercado en niveles cercanos a 22,00€/acción**. Motivos: (i) **Poca liquidez y mejores opciones de rentabilidad por dividendo**. El no acudir a oferta o no vender en mercado, supondría quedarse con una acción con liquidez reducida (*free float* <10%) y una rentabilidad por dividendo en el entorno de 5,0/5,5% para 2022-23. Pensamos que hay otras opciones con más liquidez y mayor rentabilidad en el sector (Enagas, REE); (ii) **Riesgos de que la operación no prospere:** IFM exige un mínimo del 17% del capital. Un riesgo adicional es que el Gobierno no dé el visto bueno a la operación o la aprobación se demore meses; (iii) **¿Qué descuenta un precio de 22,10€/acción?** Este precio, asume que un 50% de las acciones son aceptadas en la OPA a un precio de 23,00€/acción y el resto de las acciones se sitúan en niveles de 21,10€/acción (valor por DCF diciembre 2021). La no aprobación de la OPA podría situar a las acciones en niveles más próximos a 20,00€/acción.

Pples cifras y ratios	2019	2020	2021e
EBITDA	4.252	3.449	3.768
BNA	1.401	-347	1.205
Fondos de Operaciones	3.476	2.644	2.795
Deuda Neta	15.302	13.612	11.510
DN/EBITDA	3,6 x	3,9 x	3,1 x
PER	14,7	-58,4	16,8
DPA (€/acc)	1,37	1,44	1,16
Rentab. Dividendo	6,6%	6,9%	5,6%
Pay Out (%)	96%	-402%	94%

Débiles resultados en 2020: entorno desfavorable y deterioro de activos

BNA ordinario -37% en 9M, sin mejora desde vs -31% en 9M '20. EBITDA recurrente 3.714M€ (-15%), BNA ordinario 876€ (-37%). La caída en los precios del gas, una menor demanda de energía, el recorte en ingresos regulados en España, una menor capacidad contratada en el gasoducto del Magreb y la depreciación en monedas latinoamericanas explican la caída en el BNA ordinario.

El grupo ha realizado **ajustes en el valor de determinados activos** por 1.363M€ en resultados, lo que explica las pérdidas en el año. Estos ajustes están relacionados con el valor de la generación en España (fundamentalmente ciclos combinados) y las actividades de gas en Argentina.

Objetivos 2021: Subida en EBITDA. Retraso en actualización del Plan Estratégico.

La única guía que ha proporcionado Naturgy es que anticipa una subida en EBITDA ordinario para 2021. La mejora en el entorno, la renegociación de los contratos y las inversiones en renovables permitirán este avance. En el contexto actual, **los objetivos del Plan Estratégico 2022** (BNA de 1.800M€) y el crecimiento en dividendos **nos parecen poco realistas**. El equipo gestor tenía previsto realizar una actualización del Plan a principios de 2021. De momento retrasa esta actualización, pero lo más probable es que veamos finalmente una revisión a la baja de estos objetivos.

OPA de IFM: Una oferta atractiva para los accionistas minoritarios.

IFM lanza una opa parcial sobre el 22,7% del capital social a 23,0€/acción en efectivo. **En nuestra opinión la oferta es atractiva** para los minoritarios: (i) **El precio** supone una prima (29%) respecto a la cotización media en el último semestre.; (ii) **El porcentaje de acciones** que se aceptarían en la oferta podría llegar hasta el 79% del total. GVG, GIP y CF Alba (41,4% del capital) han dicho que no acudirán a la oferta. Esto supone elevar el porcentaje efectivo de acciones que podrían aceptar en la opa hasta el 39,3%. Si CriteriaCaixa (24,8% del capital) y Sonatrach (3,8%) tampoco acudiesen, el prorrateo efectivo se incrementaría hasta el 78,6%; (iii) **Vemos poco probable** (no 100% descartable) que aparezcan ofertas competidoras a precios más altos.

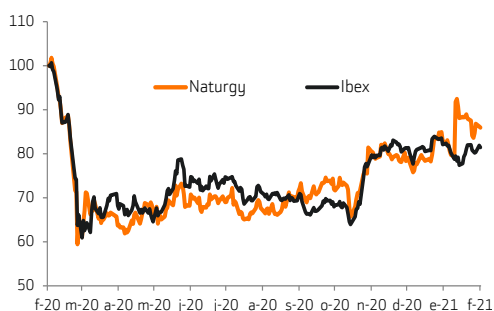
Recomendación: Vender las acciones en el mercado en niveles cercanos a 22,00€/acción

Los resultados 2020 han sido débiles, inferiores al consenso del mercado y con deterioro adicional en el 4T. Pero el principal foco de atención está en el desarrollo de la OPA de IFM. Ante el anuncio de la OPA, **nuestra recomendación es vender las acciones en el mercado en niveles cercanos a 22,00€/acción**. Motivos: (i) **Poca liquidez y mejores opciones de rentabilidad por dividendo** El no acudir a oferta o no vender en mercado, supondría quedarse con una acción con liquidez reducida (*free float* <10%) y una rentabilidad por dividendo (según nuestras estimaciones) en el entorno de 5,0/5,5% para 2022-23. Pensamos que hay otras opciones con más liquidez y mayor rentabilidad en el sector (Enagas, REE); (ii) **Riesgos de que la operación no prospere:** EIFM exige un mínimo del 17% del capital social. Un riesgo adicional es que el Gobierno no dé el visto bueno a la operación, o la aprobación se demore durante seis meses.; (iii) **¿Qué descuenta un precio de 22,10€/acción?** Este precio, asume que un 50% de las acciones son aceptadas en la OPA a un precio de 23,00€/acción y el resto de las acciones se sitúan en niveles de 21,10€/acción (valor por DCF para diciembre 2021). Este escenario nos parece relativamente benigno. Además, hay que tener en cuenta que la aprobación del Gobierno podría retrasarse algunas semanas/meses o el porcentaje de aceptación podría no llegar al mínimo requerido de la oferta.

Desglose EBITDA	M€	%
Redes	2.467	72%
Gestión Energía	579	
Renovables	352	10%
Comercialización y otros	238	7%

	2019	2020	%
EBITDA total	4.252	3.449	-19%
Redes	2.642	2.467	-7%
Gestión Energía	1.028	579	-44%
Renovables	332	352	6%
Comercialización y otros	301	238	-21%
EBITDA recurrente	4.348	3.714	-15%
Fondos de las operaciones	3.476	2.644	-24%
Variac. Cap. Circulante	545	788	45%
Cash Flow Operativo	4.021	3.432	-15%
BNA recurrente	1.378	872	-37%

Naturgy vs Ibex



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TACC 2020-25
Ingresos netos	20.761	15.345	15.729	16.122	16.525	16.938	17.361	2,5%
EBITDA	4.252	3.449	3.768	3.895	4.021	4.082	4.169	3,9%
BNA	1.401	-347	1.205	1.375	1.457	1.482	1.569	n.s.

Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Activo No Corriente	32.351	26.591	26.261	26.161	26.166	26.171	26.175	
Activo Corriente	5.769	8.469	3.753	3.883	3.992	4.108	4.224	
Caja e IFT	3.018	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	
Total Activo/Pasivo	41.138	39.545	34.500	34.530	34.644	34.764	34.884	-2,5%
PN	13.976	11.265	11.205	11.292	11.494	11.625	11.763	
Pasivo no corriente	4.808	4.062	4.012	3.952	3.992	4.032	4.072	
Deuda financiera	17.987	17.539	15.437	15.378	15.184	15.057	14.922	
Pasivo corriente	4.367	6.679	3.847	3.908	3.973	4.049	4.127	

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
+EBITDA	3.449	3.768	3.895	4.021	4.082	4.169	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-117	-597	-639	-671	-687	-708	
= NOPLAT (Benef. Operat. Despues Impues.)	3.333	3.171	3.256	3.349	3.395	3.461	
- Inversiones en activos fijos	-1.228	-1.000	-1.200	-1.300	-1.300	-1.300	
- Inversiones en circulante	788	-112	-68	-45	-39	-38	
= CFL Operativo	2.893	2.059	1.988	2.005	2.056	2.123	42.327

WACC 6,4%
g 1,3%

EV **38.030**
- Deuda Neta -13.612
- Prov. y otros 1.223
- Minoritarios -5.180

EqV **20.462**
Nº acciones 970
Estimación DFC **21,1 €/accion**

Método de valoración:

Establecemos un valor de 21,1€ en función del descuento del flujo de caja libre (CDF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'21e implícito
17,0

EV/EBITDA'21e implícito
10,1

Matriz de Sensibilidad a Valoración

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

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y estimaciones Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

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

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Pilar Aranda - Petróleo

Juan Moreno - Inmobiliarias

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos

Eduardo Cabero - Seguros

Aránzazu Cortina - Industriales

Luis Piñas - Consumo

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

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