

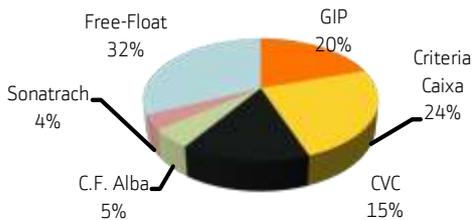
*El entorno se complica. No descartamos retrasos en los objetivos del Plan Estratégico 2022*

## Naturgy

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 15.254 M€  
 Último: 15,50 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 984 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 13,805/27,11 €/acc.  
 Cód. Reuters / Bloomberg: NTGY SM

### Accionariado



La caída en los precios del gas, una menor demanda de energía, el recorte en ingresos regulados en España y la depreciación en monedas latinoamericanas han resultado **en unos débiles resultados en 1T'20** (BNA ordinario-19%). El equipo gestor ha declarado que no es prudente dar guías para final de año debido a las incertidumbres derivadas del Covid-19. Advierte que el impacto de estos factores en **el 2T'20 será más severo que en el 1T'20**. Sus esfuerzos se centrarán este año en renegociar los contratos de gas y aumentar su posición de liquidez. El plan de recompra de acciones queda en suspenso. En el contexto actual, **lo objetivos del Plan Estratégico 2022** (EBITDA de 5.000M€ y BNA de 1.800M€) y **el crecimiento en dividendos** (llegando a 1,59€/acción en 2022) nos parecen exigentes. No descartamos un ajuste en los objetivos del grupo en los próximos meses. En el corto plazo la acción seguirá estando afectada y marcada por la volatilidad y debilidad en el mercado de gas y en las monedas latinoamericanas.

### Débiles resultados en 1T'20: BNA ordinario 20%

Ingresos 6.067M€ (-20%) EBITDA 944M€ (-16%); BNA 199M€ (-42%), BNA ordinario 305M€ (-19%) Deuda Neta 15.010M€ vs 15.302M€ en dic. 2019.

**La división de gas y electricidad** se ve afectada por la menor demanda de energía y la caída en el precio de *commodities* (gas, petróleo, electricidad). La caída en la **división de redes en Europa** se debe a la reducción de la remuneración regulada de distribución de energía en España para el nuevo periodo 2020-25 y la menor capacidad contratada en el gaseoducto del Magreb (EMPL). La contribución de la **división de redes en Latam** se reduce por el ajuste de tarifas en Chile y el impacto desfavorable del tipo de cambio (depreciación de moneadas latinoamericanas).

### Objetivos 2020: renegociar contratos de gas y aumentar la liquidez

El equipo gestor sostiene que **no es prudente dar guías para final de año** debido a las incertidumbres del entorno por el Covid-19. Sus líneas de gestión prioritarias para el 2020 se centran en **mantener una elevada liquidez** así como hacer uso de los mecanismos de **revisión ordinarios y extraordinarios** contemplados en los contratos de aprovisionamiento de gas para adaptarlos a las condiciones del mercado. Naturgy va a recurrir a todo tipo de instrumentos legales para revisar estos contratos. Solo en aprovisionamientos, destina más de 10.000M€/año.

### Remuneración accionista: Recompra de acciones en suspenso

La compra de autocartera queda temporalmente suspendida. Hasta el 16 de abril había completado 298M€. Los 102M€ restantes de posibles adquisiciones queda en suspenso. Naturgy mantiene, de momento la guía de dividendo para 2020 (1,44€/acción +5%). El *pay-out* superaría claramente el 100% pero Naturgy sostiene que podría aumentar el dividendo si no encuentra una opción de inversión interesante.

### Plan Estratégico 2022: ¿Objetivos realistas?

En el contexto actual, lo objetivos del Plan Estratégico 2022 (EBITDA de 5.000M€ y BNA de 1.800M€) y el crecimiento en dividendos (llegando a 1,59€/acción en 2022) nos parecen muy ambiciosos. No descartaríamos un ajuste en los objetivos del grupo en los próximos meses. Veremos.

### Recomendación Neutral. Precio Objetivo 18,70€/acción

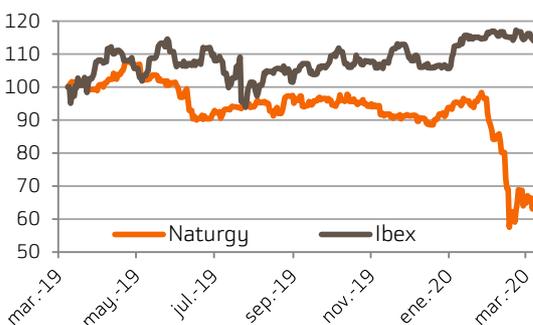
Débiles resultados en 1T'20 (BNA -19%). El equipo gestor advierte que el 2T'20 será aún peor para sus resultados. No descartaríamos un ajuste en los objetivos del Plan Estratégico 2022 en los próximos meses. A estos niveles de precios, pensamos que hay valor en el medio/largo plazo. Sin embargo, en el corto plazo la acción seguirá estando afectada y marcada por la volatilidad y debilidad en el mercado de gas y en las monedas latinoamericanas.

Pples cifras y ratios	2019	2020e	2021e
Ingresos	23.035	21.474	20.939
EBITDA	4.562	3.846	4.226
BNA	1.401	846	1.159
Fondos de Operaciones	3.476	2.748	3.021
Deuda Neta	15.302	16.297	17.000
DN/EBITDA	3,4 x	4,2 x	4,0 x
PER	10,9	18,0	13,2
DPA (€/acc)	1,37	1,44	1,44
Rentab. Dividendo	8,8%	9,3%	9,3%
Pay Out (%)	96%	168%	122%

Desglose EBITDA	M€	%
Gas y Electricidad	1.088	28%
Infraestructuras EMEA	1.745	45%
Infraestruc. Latinoamérica	1.163	30%

Primer Trimestre	1T 19	1T 20	%
EBITDA	1.119	944	-16%
Gas y Electricidad	401	307	-23%
Infraestr. EMEA	446	390	-13%
Infraestr.Latinoamérica	294	286	-3%
Fondos de las operaciones	850	659	-22%
Variac. Cap. Circulante	778	616	-21%
Cash Flow Operativo	1.628	1.275	-22%
BNA ordinario	377	305	-19%

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

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

### Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TACC 2019-25
Ingresos netos	23.035	21.474	20.939	20.474	20.203	20.035	19.964	-2,4%
EBITDA	4.562	3.846	4.226	4.622	4.643	4.670	4.713	0,5%
BNA	1.401	846	1.159	1.476	1.450	1.466	1.517	1,3%

### Resumen Balance de Situación

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Activo No Corriente	32.351	32.372	32.395	32.417	32.488	32.556	32.620	
Activo Corriente	5.769	5.624	5.570	5.543	5.547	5.684	5.814	
Caja e IFT	3.018	3.018	3.018	3.018	3.018	3.018	3.018	
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>41.138</b>	<b>41.014</b>	<b>40.983</b>	<b>40.979</b>	<b>41.053</b>	<b>41.257</b>	<b>41.452</b>	<b>0,2%</b>
PN	13.976	13.062	12.626	12.484	12.287	12.053	11.823	
Pasivo no corriente	4.918	4.718	4.618	4.518	4.558	4.598	4.638	
Deuda financiera	17.987	18.982	19.685	20.107	20.409	20.750	21.094	
Pasivo corriente	4.257	4.252	4.054	3.869	3.799	3.856	3.897	

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
<b>+EBITDA</b>	<b>3.846</b>	<b>4.226</b>	<b>4.622</b>	<b>4.643</b>	<b>4.670</b>	<b>4.713</b>	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-547	-650	-749	-743	-749	-759	
= NOPLAT (Benef. Operat.Despues Impu)	3.299	3.576	3.873	3.899	3.921	3.954	
- Inversiones en activos fijos	-1.680	-1.650	-1.650	-1.700	-1.700	-1.700	
- Inversiones en circulante	-40	-144	-158	-74	-81	-89	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>1.579</b>	<b>1.782</b>	<b>2.065</b>	<b>2.126</b>	<b>2.140</b>	<b>2.164</b>	<b>48.117</b>

WACC 6,1%  
g 1,5%

**EV 41.873**  
- Deuda Neta -15.868  
- Provisiones -1.264  
- Minoritarios -6.297  
EqV 18.445  
Nº acciones 984  
**Estimación DFC 18,7 €/accion**

#### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 18,7€ en función del descuento del flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'19e implícito  
21,8

EV/EBITDA'19e implícito  
10,9

### Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

wacc/g	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%
6,9%	12,3	12,7	13,0	13,4	13,8	14,2	14,7	15,1	15,6
6,7%	13,3	13,6	14,1	14,5	14,9	15,4	15,8	16,3	16,8
6,5%	14,3	14,7	15,1	15,6	16,1	16,6	17,1	17,6	18,2
6,3%	15,4	15,9	16,3	16,8	17,4	17,9	18,5	19,1	19,7
6,1%	16,6	17,1	17,6	18,2	<b>18,7</b>	19,3	20,0	20,6	21,3
5,9%	17,9	18,4	19,0	19,6	20,3	20,9	21,6	22,3	23,1
5,7%	19,3	19,9	20,5	21,2	21,9	22,7	23,4	24,2	25,1
5,5%	20,8	21,5	22,2	23,0	23,7	24,6	25,4	26,3	27,3
5,3%	22,5	23,3	24,1	24,9	25,8	26,7	27,7	28,7	29,8

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](http://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](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  
Eduardo Cabero - Seguros

Rafael Alonso - Bancos  
Ana de Castro - 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