

Sector: Utilities.

*Modesto avance en resultados en 2022.  
Ratios de valoración exigentes y liquidez reducida*

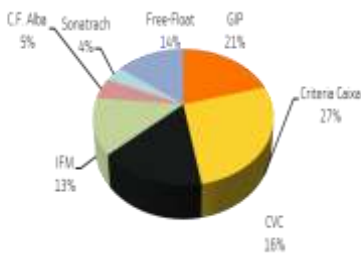
## Naturgy

Recomendación: **Vender**  
 Precio Objetivo: **28,1 €**  
 Potencial: **1,6%**  
 Analista: Aránzazu Bueno

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 26.810 M€  
 Último: 27,65 €/acc.  
 Nº Acciones (M.): 970 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 21,23/29,96 €/acc.  
 Rentabilidad YTD -2,70%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

### Accionariado

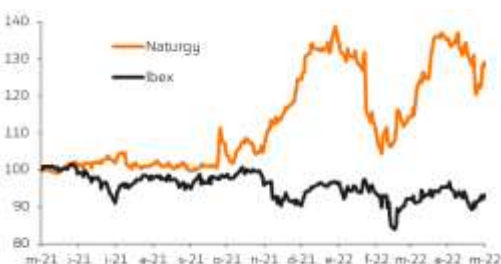


Pples cifras y ratios	2021	2022e	2023e
EBITDA Ordinario	3.983	4.100	4.159
BNA ordinario	1.231	1.363	1.370
Deuda Neta	12.847	13.030	14.507
DN/EBITDA	3,2 x	3,2 x	3,5 x
PER	22,1	19,7	19,6
DPA (€/acc)	1,2	1,2	1,2
Rentab. Dividendo	4,3%	4,3%	4,3%
Pay Out (%)	96%	85%	85%

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

Primer Trimestre	1T 21	1T 22	%
<b>EBITDA Recurrente</b>	<b>1.029</b>	<b>1.072</b>	<b>4,2%</b>
Redes España	414	399	-3,6%
Redes LatAm	176	216	22,7%
Gestión Energía	218	338	55,0%
Renovables	118	89	-24,6%
Comercialización	127	46	-63,8%
<b>BNA Recurrente</b>	<b>323</b>	<b>354</b>	<b>9,6%</b>

### 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)

Los resultados del 1T muestran un modesto avance en EBITDA ordinario (+4%). Por el lado positivo destaca la fuerte subida en el precio del gas, las revisiones de tarifas en redes en Latinoamérica, la nueva capacidad en renovables, las mejoras en eficiencia y la apreciación del peso mexicano y del real brasileño frente al euro. Estos factores positivos han permitido el avance en EBITDA a pesar de los impactos negativos de un menor factor de carga en renovables, menores ingresos regulados en redes en España, la finalización del contrato del gasoducto del Magreb y menores márgenes de comercialización. Estos resultados del 1T son coherentes con la única guía que ha proporcionado el equipo gestor para 2022 y que es alcanzar un EBITDA ordinario al menos en un nivel similar al de 2021. Por otro lado, es muy probable que la operación de escisión del grupo en dos compañías (NetworkCom para los activos regulados y MarketsCom para los activos de generación y comercialización) se retrase ante la incertidumbre reinante en el escenario energético. Tras estos resultados, mantenemos la recomendación de Vender las acciones. Los motivos: (i) Ratios de valoración exigentes Los ratios sobre los resultados estimados para 2025 son elevados: PER 2025 de 18,5x a los precios actuales (ii) Escaso potencial de revalorización. La acción cotiza muy cerca de nuestro Precio Objetivo de 28,1€/acción (+1,6% de potencial); (iii) Menor liquidez tras la opa de IFM, el free-float se reduce hasta el 15% vs 32% anterior; (iii) La rentabilidad por dividendo se sitúa por debajo del 4,4%. Existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por dividendo en el sector (Endesa, Enagas, REE).

### Resultados 1T 2022: El negocio internacional de redes y de gas impulsa el crecimiento en BNA (+10%)

**EBITDA ordinario +4,2%.** La fuerte subida en el precio de las *commodities* (petróleo y gas) junto con las revisiones de tarifas en redes en Latinoamérica, la nueva capacidad en renovables, las mejoras en eficiencia y la apreciación del peso mexicano y del real brasileño son los factores positivos a nivel operativo. El impacto negativo de menores ingresos regulados en España, la finalización del contrato del gasoducto del Magreb, menor factor de carga en renovables y los menores márgenes de comercialización moderan la subida en el EBITDA ordinario.

**BNA ordinario +9,6%.** La subida se acelera a nivel de BNA debido a la congelación de las amortizaciones (tras los ajustes en valor de determinados activos) y de los gastos financieros (menor deuda y menor coste de la deuda) y menores pérdidas por deterioro de activos.

Los resultados han estado en línea con las estimaciones de consenso. El BNA totaliza 347M€ vs estimación de 355M€ de estimación de consenso.

### Resultados coherentes con las guías para 2022: Modesto avance en EBITDA ordinario.

La única guía que ha proporcionado el equipo gestor para 2022 es que el EBITDA ordinario se situaría en un nivel, al menos, similar a 2021. Tras los resultados publicados en el primer trimestre (EBITDA ordinario +4%), esta guía parece razonable. El EBITDA ordinario seguirá avanzando pero a niveles más moderados. Por el lado positivo esperamos un mayor factor de carga en renovables, algo de mejora en el margen de comercialización y el mantenimiento del buen comportamiento de redes en LatAm para el resto del año. Por otro lado, la parte internacional del negocio del gas se enfrenta a una comparativa más exigente para la segunda mitad de año, ya que los precios de las *commodities* comenzaron a repuntar ya en el segundo semestre de 2021.

### Retraso en el proyecto "Géminis"

El equipo gestor anunció a principios de año la escisión del grupo en dos sociedades, una con los activos de infraestructuras reguladas (NetworkCo) y la otra con los activos de generación y comercialización no regulados (MarketsCo). Esta estrategia fue bautizada como proyecto "Géminis". La incertidumbre provocada por el conflicto bélico en Ucrania y por las medidas que el Gobierno podría tomar para abaratar la factura energética (electricidad y gas) dificulta asignar valor a cada uno de los dos negocios y aconseja poner en pausa la operación. Es probable que este retraso impida que la escisión se materialice antes de final de año.

### Recomendación: Vender, Precio Objetivo 28,10€/acción

El crecimiento previsto para 2022 es modesto. Ajustamos ligeramente las estimaciones y el Precio Objetivo hasta 28,10 desde 27,70€/acción anterior. Mantenemos la recomendación de Vender las acciones. Razones: (i) Ratios exigentes de valoración (PER 2025 de 18,5x) y escaso potencial de revalorización (1,6% hasta el Precio Objetivo); (ii) Menor liquidez tras la opa de IFM, el free-float de 15% vs 32% anterior; (iii) Rentabilidad por dividendo inferior al 4,4%. Existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por dividendo en el sector (Enagas, REE).

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC
Ingresos netos	15.345	22.140	22.694	23.261	23.842	24.438	25.049	2,5%
EBITDA	3.449	3.529	4.100	4.159	4.337	4.734	4.784	6,3%
EBITDA ordinario	3.714	3.983	4.100	4.159	4.337	4.734	4.784	3,7%
<b>BNA Ajustado</b>	<b>872</b>	<b>1.214</b>	<b>1.363</b>	<b>1.370</b>	<b>1.356</b>	<b>1.457</b>	<b>1.392</b>	<b>2,8%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC
Activo No Corriente	26.591	27.257	27.762	29.523	31.218	32.848	32.965	3,9%
Activo Corriente	8.469	6.632	6.103	6.171	6.388	6.556	6.849	0,6%
Caja e IFT	4.485	4.360	4.360	4.360	4.360	4.360	4.360	0,0%
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>39.545</b>	<b>38.249</b>	<b>38.226</b>	<b>40.055</b>	<b>41.967</b>	<b>43.764</b>	<b>44.174</b>	<b>2,9%</b>
PN	11.265	8.873	9.065	9.287	9.494	9.788	10.066	2,6%
Pasivo no corriente	4.062	4.940	4.945	4.980	5.020	5.090	5.140	0,8%
Deuda financiera	17.539	16.812	16.995	18.472	19.995	21.284	21.151	4,7%
Pasivo corriente	6.679	7.624	7.221	7.316	7.458	7.603	7.818	0,5%

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
<b>+EBITDA</b>	<b>3.529</b>	<b>4.100</b>	<b>4.159</b>	<b>4.337</b>	<b>4.734</b>	<b>4.784</b>	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-525	-625	-634	-648	-711	-700	
= NOPLAT (Benef. Operat. Despues Impues.)	3.004	3.475	3.525	3.689	4.023	4.084	
- Inversiones en activos fijos	-1.423	-2.000	-3.300	-3.350	-3.400	-2.000	
- Inversiones en circulante	-1.117	126	27	-75	-23	-78	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>464</b>	<b>1.601</b>	<b>252</b>	<b>264</b>	<b>600</b>	<b>2.006</b>	<b>59.831</b>

WACC 6,0%

g 2,6%

**EV 47.122**

- Deuda Neta #####

- Prov. y otros -847

- Minoritarios -6.184

**EqV 27.243**

Nº acciones 970

**Estimación DFC 28,1 €/acción****Método de valoración:**

Establecemos un valor de 28,10 en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'22e implícito

20,0

EV/EBITDA'22e implícito

11,5

## Matriz de Sensibilidad a Valoración

wacc/g	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%	2,9%	3,0%
<b>6,8%</b>	17,4	18,0	18,7	19,4	20,1	20,8	21,6	22,4	23,3
<b>6,6%</b>	19,1	19,8	20,5	21,3	22,1	22,9	23,8	24,8	25,7
<b>6,4%</b>	20,6	21,4	22,2	23,0	23,9	24,8	25,8	26,9	28,0
<b>6,2%</b>	22,3	23,1	24,0	24,9	25,9	27,0	28,1	29,2	30,5
<b>6,0%</b>	24,1	25,0	26,0	27,0	<b>28,1</b>	29,3	30,5	31,9	33,3
<b>5,8%</b>	26,1	27,1	28,2	29,4	30,6	31,9	33,3	34,8	36,4
<b>5,6%</b>	28,2	29,4	30,6	31,9	33,3	34,8	36,4	38,1	39,9
<b>5,4%</b>	30,6	31,9	33,3	34,8	36,3	38,0	39,8	41,8	43,9
<b>5,2%</b>	33,2	34,7	36,2	37,9	39,7	41,6	43,7	46,0	48,4

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
09/02/2022	Vender	27,7 €
20/09/2021	Vender	23,8 €
06/08/2021	Neutral	23,8 €
29/94/2021	Vender	22,1 €

## 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	Mariana Queirós Ferro – Telecoms	

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.