

Sector: Utilities.

Recomendación: **Vender**  
 Precio Objetivo: **27,9 €**  
 Potencial: **3,3%**  
 Analista: **Aránzazu Bueno**

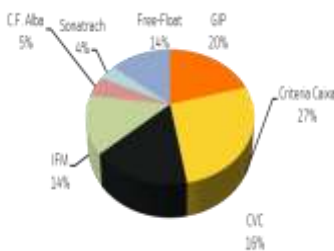
*Mejora en resultados, pero los ratios de valoración son exigentes y la liquidez reducida*

## Naturgy

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 26.180 M€  
 Último: 27,00 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 970 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 21,07/30,05 €/acc.  
 Rentabilidad YTD -6,10%  
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

### Accionariado



Pples cifras y ratios	2021	2022e	2023e
EBITDA Ordinario	3.983	4.569	4.478
BNA ordinario	1.231	1.440	1.522
Deuda Neta	12.847	13.058	14.642
DN/EBITDA	3,2 x	2,9 x	3,3 x
PER	21,6	18,2	17,2
DPA (€/acc)	1,2	1,2	1,3
Rentab. Dividendo	4,4%	4,4%	4,9%
Pay Out (%)	96%	81%	85%

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

Nueve meses	9M 21	9M 22	%
<b>EBITDA Total</b>	<b>2.560</b>	<b>3.502</b>	<b>36,8%</b>
Redes España	1.043	1.207	15,7%
Redes LatAm	635	716	12,8%
Gestión Energía	687	1.024	49,1%
Renovables	175	254	45,1%
Comercialización	130	373	186,9%
<b>BNA Total</b>	<b>777</b>	<b>1.061</b>	<b>36,6%</b>
Deuda Neta	13.611	10.250	-24,7%
<b>Cash Flow Operativo</b>	<b>2.387</b>	<b>3.846</b>	<b>61,1%</b>

### Naturgy vs Ibx



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)

**Buenos resultados en los nueve primeros meses del año, con sólidos avances en EBITDA (+37%) y BNA (+36%).** 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, la recuperación del margen de comercialización y la apreciación del peso mexicano y del real brasileño permiten esta positiva evolución. Las favorables condiciones operativas se mantendrán en el 4T. El equipo gestor espera alcanzar un EBITDA de 4.800M€ (+36%) para el conjunto del año sin incluir el impacto del impuesto sobre las energéticas. La **operación de escisión del grupo** en dos compañías (NetworkCom para los activos regulados y MarketsCom para los activos de generación y comercialización) y conocida como **"Proyecto Géminis"** se encuentra en pausa ante el rechazo del Gobierno y la incertidumbre reinante en el escenario energético. El acuerdo de estabilidad accionarial firmado por los principales accionistas frena el riesgo de potenciales ventas de participaciones que pudieran afectar negativamente a la acción. 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 27,90€/acción (+3% de potencial); (iii) **Menor liquidez tras la opa de IFM**, el *free-float* se reduce hasta el 14% vs 32% anterior; (iv) La **rentabilidad por dividendo se sitúa por debajo del 5,0% en el periodo 2022-25**. Existen otras opciones en el sector con mayor liquidez y rentabilidad por dividendo.

### Resultados 9M 2022: Contexto favorable de precios de la energía y nuevas inversiones

**Principales magnitudes:** EBITDA: 3.520M€ (+36,8%), EBIT 2.161M€ (+44,4%), BNA 1.067M€ (+36,6%); Deuda Neta 10.252M€ vs 12.831M€ en diciembre 2021.

**Motores del crecimiento en resultados.** Todas las divisiones han tenido un buen comportamiento en los nueve primeros meses, sobre todo comercialización, gestión de la energía y renovables. 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, la recuperación del margen de comercialización y la apreciación del peso mexicano y del real brasileño son los factores positivos que permiten el crecimiento de +37% en el EBITDA del grupo.

Los resultados hasta septiembre incorporan los efectos retroactivos del nuevo acuerdo de precios de compra con Sonatrach para 2022 que se cerró el pasado mes de octubre. Los precios de los contratos para 2023 siguen en negociación. También incorporan los efectos estimados del desacople de los precios de venta final del gas con sus coberturas vigentes indexadas a TTF ( el mercado holandés)

### Guías 2022 de EBITDA y Deuda Neta.

Naturgy estima un EBITDA para final de año de alrededor de 4.800M€. Esta estimación no recoge el impacto del impuesto sobre las energéticas que está considerando el Gobierno para los años 2022 y 2023. Esta nuevo impuesto gravaría al 1,2% los ingresos generados en España y no procedentes de negocios regulados. Este nuevo impuesto podría ascender entre 300M€ y 400M€ en el conjunto de los dos años para el grupo.

En cuanto a la **Deuda Neta**, Naturgy espera terminal el año en un nivel similar a 2021 (12.831M€) vs 10.252M€ en 9M22. En el 4T tendrá que hacer frente a importantes salidas de caja: el pago retroactivo a Sonatrach, la amortización del bono híbrido y el segundo dividendo a cuenta.

### "Proyecto Géminis" en pausa

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 opinión desfavorable del Gobierno y la alta volatilidad e incertidumbre existente en el mercado energético aconsejan poner en pausa la operación. El Gobierno considera que en estos momentos la operación no es conveniente desde el punto de vista de la templanza, la estabilidad y las garantías para determinadas actividades reguladas, así como el aprovisionamiento en condiciones y precios razonables.

### Acuerdo de estabilidad accionarial

CriteriaCaixa (27%) y los fondos CVC-March (21%), IFM (14%) y GIP (20%) han accedido a firmar un acuerdo de estabilidad accionarial. Han hecho público su compromiso unánime con el actual Plan Estratégico 2025 y su compromiso inversor en el accionariado de Naturgy. Con este acuerdo intentan zanjar los rumores de venta que habían empezado a circular en el mercado, sobre todo por parte de los fondos de inversión y considerando las importantes plusvalías acumuladas desde el comienzo de su inversión.

### Recomendación: Vender, Precio Objetivo 27,90€/acción

Tras estos resultados ajustamos ligeramente el Precio Objetivo hasta 27,90€/acción desde €28,10/acción. Por el lado positivo subimos estimaciones a nivel operativo, pero queda compensado por la aplicación de una tasa de descuento mayor (mayores tipos de interés). Mantenemos la recomendación de Vender. Razones: (i) **Ratios exigentes de valoración** (PER 2025 de 18,5x) y **escaso potencial de revalorización** (3% hasta el Precio Objetivo); (ii) **Menor liquidez tras la opa de IFM**, con un *free-float* de 14% vs 32% anterior; (iii) **Rentabilidad por dividendo inferior al 5,0% en 2022-25**. Existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por dividendo en el sector.

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TACC 2021-27
Ingresos netos	22.140	33.210	30.553	28.262	29.251	29.982	30.732	5,6%
EBITDA	3.529	4.590	4.478	4.457	4.622	4.700	4.881	5,6%
EBITDA ordinario	3.983	4.569	4.478	4.457	4.622	4.700	4.881	3,4%
<b>BNA Ajustado</b>	<b>1.214</b>	<b>1.440</b>	<b>1.522</b>	<b>1.414</b>	<b>1.411</b>	<b>1.398</b>	<b>1.527</b>	<b>3,9%</b>

## Resumen Balance de Situación

	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2026e	
Activo No Corriente	27.257	27.662	29.429	31.129	32.784	32.896	33.006	3,2%
Activo Corriente	6.632	9.612	9.823	10.094	10.396	10.752	11.122	9,0%
Caja e IFT	4.360	4.360	4.360	4.360	4.360	4.360	4.360	0,0%
<b>Total Activo/Pasivo</b>	<b>38.249</b>	<b>41.634</b>	<b>43.612</b>	<b>45.583</b>	<b>47.540</b>	<b>48.009</b>	<b>48.488</b>	<b>4,0%</b>
PN	8.873	8.667	8.913	9.109	9.328	9.540	8.496	-0,7%
Pasivo no corriente	4.940	5.060	5.110	5.150	5.190	5.230	5.270	1,1%
Deuda financiera	16.812	17.023	18.607	20.137	21.615	21.504	22.650	5,1%
Pasivo corriente	7.624	10.884	10.982	11.188	11.406	11.734	12.072	<b>8,0%</b>

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	VR
<b>+EBITDA</b>	<b>4.590</b>	<b>4.478</b>	<b>4.457</b>	<b>4.622</b>	<b>4.700</b>	<b>4.881</b>	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-691	-711	-679	-697	-693	-725	
= NOPLAT (Benef. Operat. Despues Impues.)	3.899	3.767	3.777	3.925	4.007	4.156	
- Inversiones en activos fijos	-1.900	-3.300	-3.350	-3.400	-1.950	-2.000	
- Inversiones en circulante	280	-114	-65	-83	-29	-32	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>2.280</b>	<b>353</b>	<b>363</b>	<b>442</b>	<b>2.028</b>	<b>2.124</b>	<b>58.640</b>
WACC	6,3%						
g	2,6%						
<b>EV</b>	<b>45.735</b>						
- Deuda Neta	-13.058						
- Prov. y otros	-847						
- Minoritarios	-4.774						
<b>EqV</b>	<b>27.055</b>						
Nº acciones	970						
<b>Estimación DFC</b>	<b>27,9 €/acción</b>						
		<b>PER'22e implícito</b>		<b>EV/EBITDA'22e implícito</b>			
		<b>18,8</b>		<b>10,0</b>			

**Método de valoración:**

Establecemos un valor de 27,90 en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

## 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>7,1%</b>	17,5	18,1	18,7	19,3	20,0	20,7	21,5	22,2	23,0
<b>6,9%</b>	18,9	19,6	20,2	21,0	21,7	22,5	23,3	24,2	25,1
<b>6,7%</b>	20,5	21,2	22,0	22,7	23,6	24,4	25,3	26,3	27,3
<b>6,5%</b>	22,2	23,0	23,8	24,7	25,6	26,6	27,6	28,7	29,8
<b>6,3%</b>	24,1	25,0	25,9	26,9	<b>27,9</b>	29,0	30,1	31,3	32,6
<b>6,1%</b>	26,2	27,2	28,2	29,3	30,4	31,7	33,0	34,3	35,8
<b>5,9%</b>	28,5	29,6	30,8	32,0	33,3	34,7	36,2	37,7	39,4
<b>5,7%</b>	31,1	32,3	33,6	35,0	36,5	38,1	39,8	41,6	43,5
<b>5,5%</b>	34,0	35,4	36,9	38,5	40,2	42,0	44,0	46,1	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
20/05/2022	Vender	28,1 €
09/02/2022	Vender	27,7 €
20/09/2021	Vender	23,8 €

## 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	Carlos Pellicer – Alimentación & Distribución	Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo
Jorge Pradilla – Logística	Pedro Ribeiro – Químicas & Papel	

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.