

Sector: Utilities.

Recomendación: Neutral
 Precio Objetivo 30,4 €
 Potencial 10,5%

Analista: Aránzazu Bueno

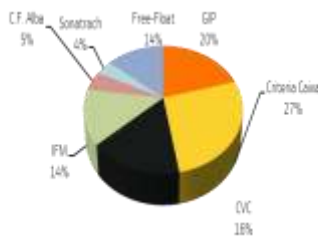
Revisión al alza de los objetivos 2025. Valoración exigente y liquidez reducida

Naturgy

Datos Básicos

Capitalización (M €): 26.703M€
 Precio 24.07.2023: 27,54€/acción
 N° Acciones (M.): 970M acc.
 Min / Max (52 sem): 22,26/30,05€/acc.
 Rentabilidad YTD +13%
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

Accionariado



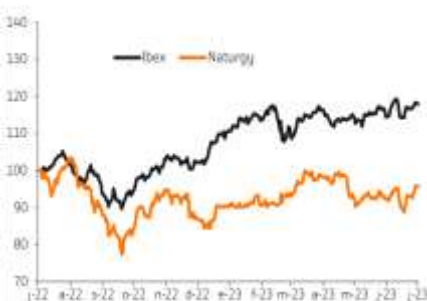
En la actualización del Plan Estratégico, el equipo gestor **revisa al alza el objetivo de EBITDA para 2025 en un +6,3% hasta 5.100M€**. Las inversiones se recortan (-5,7%) y el **dividendo suelo se mejora hasta 1,40€/acción desde 1,20€/acción**, sujeto al mantenimiento de un rating crediticio de BBB por S&P. El **BNA alcanzaría 1.800M€ en 2025 vs 1.600M€ en el plan inicial**. Estas revisiones al alza son posibles gracias a un entorno más favorable de los precios de la energía. El Plan Estratégico inicial fue diseñado en julio de 2021, previo a la invasión de Ucrania. Además, el equipo gestor quiere **reactivar el "Proyecto Géminis"**, que consiste en 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*). La opinión desfavorable del Gobierno y la alta volatilidad e incertidumbre existente en el mercado energético aconsejaron poner en pausa la operación en 2022. Tras la actualización del Plan Estratégico, revisamos al alza nuestras estimaciones y la valoración del grupo. El **Precio Objetivo se sitúa ahora en 30,40/acción vs 28,40€/acción anterior**. **Cambiamos la recomendación a Neutral desde Vender**, al mejorar el potencial de revalorización hasta el +10%. A pesar de la mejora en valoración, no nos parece que sea el momento de comprar. Razones: (i) Los **ratios de valoración no son suficientemente atractivos** (PER 2025 de 15,0x); (ii) **Menor liquidez tras la opa de IFM**, con un *free-float* de 14% vs 32% anterior; (iii) **Rentabilidad por dividendo del 5,0% en 2023-25**. Existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por

| Pples cifras y rati | 2022 | 2023e | 2024e |
|---------------------|--------|--------|--------|
| EBITDA | 4.954 | 5.129 | 5.039 |
| BNA ordinario | 1.649 | 1.922 | 1.857 |
| Deuda Net | 12.070 | 13.821 | 15.286 |
| DN/EBITDA | 2,4 x | 2,7 x | 3,0 x |
| PER | 16,2 | 13,9 | 14,4 |
| DPA (€/acc) | 1,2 | 1,4 | 1,4 |
| Rentab. Dividendo | 4,4% | 5,1% | 5,1% |

| Desglose EBITDA (%) | 2022 |
|--------------------------|------|
| Redes | 50% |
| Gestión Energía | 34% |
| Renovables | 7% |
| Comercialización y otros | 11% |

| Plan Estratégico | 2022 | 2025 | % |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | 4.954 | 5.100 | 2,9% |
| Redes España | 1.520 | 1.520 | 0,0% |
| Redes LatAm | 955 | 1.155 | 20,9% |
| Gestión Energía | 1.665 | 1.165 | -30,0% |
| Renovables | 366 | 666 | 82,0% |
| Comercialización | 543 | 643 | 18,4% |
| BNA Total | 1.649 | 1.800 | 9,2% |
| Deuda Neta | 12.070 | 16.000 | 32,6% |
| Dividendos | 1.164 | 1.357 | 16,7% |

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

Actualización del Plan Estratégico. Revisión al alza de los objetivos 2025

El equipo gestor ha realizado una actualización del Plan Estratégico en el que revisa al alza los objetivos de 2025 **gracias a un entorno más favorable de los precios de la energía** (gas y electricidad). El plan inicial se presentó en julio de 2021 antes de la crisis energética motivada por la invasión de Ucrania. El **EBITDA previsto por el grupo para 2025 se sitúa ahora en 5.100M€ vs 4.800M€ en el Plan anterior**. Las inversiones acumuladas en el periodo 2021-25 se reducen hasta 13.200M€ vs 14.000M€ en el Plan anterior. El **dividendo suelo mejora hasta 1,40€/acción** (sujeto al mantenimiento de un *rating* crediticio de BBB por S&P) vs 1,20€/acc. en el plan inicial. Como resultado, la Deuda Neta se situaría en 16.000M€ en 2025 vs 16.900M€ anteriormente y el BNA alcanzaría 1.800M€ vs 1.600M€ en el plan anterior.

La mayor parte de la financiación de las inversiones y de la retribución al accionista procederá de los fondos internamente generados. Del total de 19.800M€ de aplicaciones de fondos (13.200M€ de inversión y de 6.600M€ de dividendos), un 88% procederá de generación de *cash flow* (17.400M€) y tan solo un 12% (2.400M€) de nueva deuda.

Motores del crecimiento del EBITDA

En EBITDA del grupo pasará de 5.000M€ en 2022 hasta 5.100M€ en 2025. Es un crecimiento modesto de tan solo +2,0% en el periodo. Hay que tener en cuenta que el año 2022 fue un año excepcional para los precios de la energía y eso benefició al grupo. De cara a 2025 se espera una **menor contribución de la división de gestión de la energía** (-30%), que pasaría de 1.665M€ hasta el entorno de 1.165M€ en 2025. Esta menor contribución se vería compensada por tres motores: (i) **Mayor contribución de la división de renovables** (+82%), que pasaría de 366M€ hasta 666M€ en 2025. La mayor parte de las inversiones del grupo se concentran en renovables; (ii) **Redes en Latinoamérica también mejoraría su contribución** en 200M€ (+21%) en este periodo hasta 1.155M€; (iii) La contribución de **comercialización se incrementaría** en 100M€ (+18%) hasta el entorno de 643M€.

Reactivación del "Proyecto Géminis"

El equipo gestor anunció a principios de 2022 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 aconsejaron poner en pausa la operación en 2022. El Plan Estratégico contempla la reactivación de este proyecto.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo 30,40 €/acción

Tras la actualización del Plan Estratégico, revisamos al alza nuestras estimaciones y la valoración del grupo. El **Precio Objetivo se sitúa ahora en 30,40/acción vs 28,40€/acción anterior**. **Cambiamos la recomendación a Neutral desde Vender**, al mejorar el potencial de revalorización hasta el +10%. A pesar de la mejora en valoración, no nos parece que sea el momento de comprar. Razones: (i) Los **ratios de valoración no son suficientemente atractivos** (PER 2025 de 15,1x); (ii) **Menor liquidez tras la opa de IFM**, con un *free-float* de 14% vs 32% anterior; (iii) **Rentabilidad por dividendo del 5,0% en 2023-25**. Existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por dividendo.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

| | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | TACC 2022-28 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| Ingresos netos | 33.965 | 31.248 | 28.904 | 29.916 | 30.664 | 31.430 | 32.216 | -0,9% |
| EBITDA | 4.954 | 5.129 | 5.039 | 5.056 | 5.109 | 5.177 | 5.382 | 1,4% |
| EBITDA ordinario | 4.954 | 5.129 | 5.039 | 5.056 | 5.109 | 5.177 | 5.382 | 1,4% |
| BNA Ajustado | 1.649 | 1.922 | 1.857 | 1.787 | 1.787 | 1.873 | 2.024 | 3,5% |

Resumen Balance de Situación

| | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | TACC |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| Activo No Corriente | 28.368 | 29.741 | 31.435 | 33.203 | 33.281 | 33.341 | 33.401 | 2,8% |
| Activo Corriente | 7.629 | 6.860 | 7.054 | 7.266 | 7.515 | 7.773 | 8.056 | 0,9% |
| Caja e IFT | 4.393 | 4.393 | 4.393 | 4.393 | 4.393 | 4.393 | 4.393 | 0,0% |
| Total Activo/Pasivo | 40.390 | 40.994 | 42.883 | 44.862 | 45.190 | 45.508 | 45.850 | 2,1% |
| PN | 9.979 | 10.483 | 10.719 | 10.879 | 11.035 | 9.457 | 10.289 | 0,5% |
| Pasivo no corriente | 6.633 | 5.188 | 5.238 | 5.288 | 5.338 | 5.388 | 5.488 | -3,1% |
| Deuda financiera | 16.301 | 17.806 | 19.271 | 20.892 | 20.792 | 22.409 | 21.586 | 4,8% |
| Pasivo corriente | 7.477 | 7.517 | 7.655 | 7.804 | 8.025 | 8.253 | 8.488 | 2,1% |

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

| | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | VR |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| +EBITDA | 5.129 | 5.039 | 5.056 | 5.109 | 5.177 | 5.382 | |
| -Impuesto sobre Beneficio Operativo | -833 | -811 | -794 | -784 | -797 | -848 | |
| = NOPLAT (Benef. Operat.Despues Impues.) | 4.296 | 4.228 | 4.263 | 4.325 | 4.381 | 4.534 | |
| - Inversiones en activos fijos | -3.000 | -3.390 | -3.550 | -1.950 | -1.950 | -1.950 | |
| - Inversiones en circulante | 809 | -56 | -63 | -28 | -30 | -48 | |
| = CFL Operativo | 2.104 | 781 | 650 | 2.347 | 2.401 | 2.536 | 61.684 |

WACC 6,8%
g 2,7%

EV 48.111
- Deuda Neta -13.821
- Prov. y otros -1.830
- Minoritarios -2.954

EqV 29.506
Nº acciones 970
Estimación DFC 30,4 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un valor de 30,40€ en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'23e implícito
15,4

EV/EBITDA'23e implícito
9,4

Matriz de Sensibilidad a Valoración

| wacc/g | 2,3% | 2,4% | 2,5% | 2,6% | 2,7% | 2,8% | 2,9% | 3,0% | 3,1% |
|-------------|------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|
| 7,6% | 21,2 | 21,8 | 22,4 | 23,0 | 23,7 | 24,4 | 25,1 | 25,9 | 26,7 |
| 7,4% | 24,0 | 24,7 | 25,5 | 26,2 | 27,0 | 27,9 | 28,7 | 29,7 | 30,6 |
| 7,2% | 24,3 | 25,0 | 25,8 | 26,6 | 27,4 | 28,2 | 29,1 | 30,0 | 31,0 |
| 7,0% | 25,6 | 26,4 | 27,2 | 28,0 | 28,9 | 29,8 | 30,8 | 31,8 | 32,8 |
| 6,8% | 26,9 | 27,7 | 28,6 | 29,5 | 30,4 | 31,4 | 32,4 | 33,5 | 34,6 |
| 6,6% | 28,3 | 29,2 | 30,1 | 31,1 | 32,1 | 33,1 | 34,2 | 35,4 | 36,6 |
| 6,4% | 29,8 | 30,7 | 31,7 | 32,7 | 33,8 | 35,0 | 36,2 | 37,4 | 38,7 |
| 6,2% | 31,4 | 32,4 | 33,5 | 34,6 | 35,7 | 37,0 | 38,3 | 39,6 | 41,1 |
| 6,0% | 33,1 | 34,2 | 35,3 | 36,5 | 37,8 | 39,1 | 40,5 | 42,0 | 43,6 |

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y estimaciones Bankinter

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

| Fecha | Recomendación | Precio Objetivo |
|------------|---------------|-----------------|
| 28/03/2023 | Vender | 28,4 € |
| 22/11/2022 | Vender | 27,9 € |
| 20/05/2022 | Vender | 28,1 € |

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
- Por favor, consulte importantes advertencias legales en: 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 & Turismo |
| Esther Gutiérrez de la Torre – Autos | Jorge Pradilla – Logística & Ciberseguridad | Elena Fdez-Trapiella – Consumo & Lujo |
| Pedro Ribeiro – Portugal | Carlos Pellicer – Alimentación y Distribución | |

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.