

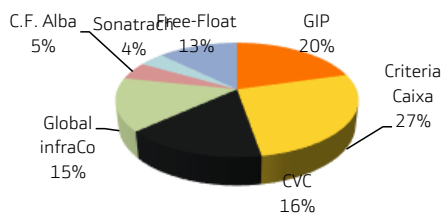
Sector: Utilities.

Entorno menos favorable para el gas y la electricidad. Menores resultados en 2024

Datos Básicos

Capitalización (M €): 21.797 M€
 Cierre (26.02.2024) 22,48 €/acc.
 N° Acciones (M.): 970 M acc.
 Min / Max (52 sem): 21,90/28,88 €/acc.
 Rentabilidad YTD -18%
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

Accionariado

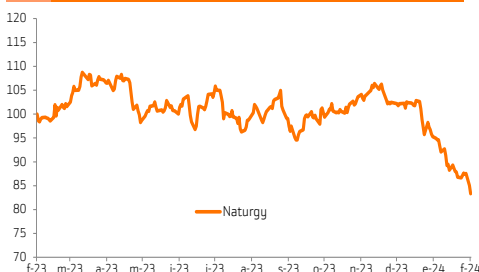


Pples cifras y ratios	2022	2023	2024e
EBITDA	4.955	5.475	4.887
BNA ordinario	1.649	1.986	1.634
Deuda Netz	12.070	12.090	13.615
DN/EBITDA	2,4 x	2,2 x	2,8 x
PER	13,2	11,0	13,3
DPA (€/acc)	1,2	1,4	1,4
Rentab. Dividendo	5,3%	6,2%	6,2%

Desglose EBITDA (%)	2023
Redes	49%
Gestión Energía	32%
Renovables	10%
Comercialización y otros	13%

Doce Meses	2022	2023	%
EBITDA	4.955	5.475	10,5%
Redes España	1.520	1.472	-3,2%
Redes LatAm	955	1.191	24,7%
Gestión Energía	1.665	1.774	6,5%
Renovables	374	529	41,4%
Comercialización	542	704	29,9%
BNA Ordinario	1.649	1.986	20,4%
Cash Flow Operativo	4.242	4.857	14,5%
Deuda Neta	12.070	12.090	0,2%

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

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Naturgy

Recomendación: **Vender**
 Precio Objetivo: **25,2 €**
 Potencial: **12,0%**

Analista: Aránzazu Bueno

Los resultados en 2023 baten ligeramente las estimaciones del consenso y muestran sólidos avances en EBITDA (+11%) y BNA (+20%) gracias a la mejora de márgenes en electricidad y gas, a las revisiones de tarifas en redes en Latinoamérica y la nueva capacidad en renovables. El equipo gestor no ha dado guías para 2024 aludiendo a la elevada volatilidad actual en los mercados energéticos. El consenso estima para 2024 un EBITDA de 4.888M€ (-11%) y un BNA de 1.700M€ (-14%). En cuanto al Plan Estratégico 2025, Naturgy tiene como objetivo alcanzar un BNA de 1.800M€. Pensamos que este objetivo es optimista y nuestra estimación está en un nivel más cercano a 1.600M€. Un entorno menos favorable de lo anticipado en el Plan de los precios de gas y electricidad nos llevan a unas estimaciones más conservadoras. Por ejemplo, actualmente el precio del gas (TTF1) es de 23€/MWh vs 55€ y 47€ para 2024 y 2025 respectivamente incluidos en el Plan. Tras estos resultados y con las nuevas estimaciones, recortamos el Precio Objetivo hasta 25,20€/acción desde 30,40€/acción y cambiamos la recomendación a Vender desde Neutral. Razones: (i) Entorno menos favorable de precios de gas y electricidad; (ii) Ratios exigentes de valoración (PER 2025 de 13,6x); (iii) Menor liquidez tras la opa de IFM, con un free-float de 14% vs 32% anterior que ha hecho que la acción sea excluida de varios índices MSCI. Pensamos que existen otras opciones en el sector con mayor potencial de revalorización, más liquidez y mayor rentabilidad por dividendo.

Resultados 2023: Mejora de márgenes y sólida generación de cash flow

Resultados ligeramente por encima del consenso. Principales magnitudes comparadas con el consenso: EBITDA: 5.475M€ (+11%) vs 5.340M€ est., BNA 1.986M€ (+20%) vs 1.984M€ est., DPA total 2023 1.40€/acción.

Motores del crecimiento en resultados. La mejora de márgenes en electricidad y gas, junto con las revisiones de tarifas en redes en Latinoamérica y la nueva capacidad en renovables son los factores positivos que permiten el crecimiento de +11% en el EBITDA del grupo.

Sólida generación de cash flow. El cash flow operativo totaliza 4.857M€ en el año (+15%). Esta fuerte generación de cash flow permite hacer frente a las inversiones (2.060M€) y a la remuneración al accionista (1.634M€) sin aumentar prácticamente la deuda neta en el periodo.

Sin guías para 2024 debido al contexto volátil en el mercado

El equipo gestor decide no dar guías para 2024 debido al contexto volátil de los mercados de energía. El consenso estima un EBITDA de 4.888M€ (-11%) y un BNA de 1.700M€ (-14%).

Objetivos ambiciosos en el Plan Estratégico 2025

El Plan Estratégico 2025 aspira a conseguir un EBITDA de 5.100M€ con un BNA de 1.800M€. Naturgy sigue pensando que estos objetivos son alcanzables. Nosotros consideramos que son optimistas y nuestra estimación es de un EBITDA de 4.850M€ y un BNA de 1.620M€. Un entorno menos favorable de lo anticipado en el Plan de los precios de gas y electricidad nos llevan a unas estimaciones más conservadoras. Por ejemplo, actualmente el precio del gas (TTF1) es de 23€/MGW vs 55€ y 47€ en el plan para 2024 y 2025 respectivamente.

"Proyecto Géminis" sigue en pausa

Naturgy anunció a principios de 2022 el "Proyecto Géminis" con la escisión del grupo en dos sociedades, una con las infraestructuras reguladas (NetworkCo) y la otra con activos de generación y comercialización no regulados (MarketsCo). El Gobierno considera que en estos momentos la operación no es conveniente desde el punto de vista de la estabilidad y las garantías para determinadas actividades reguladas, así como para el aprovisionamiento en condiciones y precios razonables.

Recomendación: Vender, Precio Objetivo 25,20 €/acción

Tras estos resultados, hemos revisado a la baja las estimaciones y recortamos el Precio Objetivo hasta 25,20€/acción desde 30,40€. Cambiamos a recomendación de Vender desde Neutral. Razones: (i) Entorno menos favorable de precios de gas y electricidad; (ii) Ratios exigentes de valoración (PER 2025 de 13,6x); (iii) Menor liquidez tras la opa de IFM, con un free-float de 13% vs 32% anterior que ha hecho que la acción sea excluida de varios índices MSCI. Pensamos que 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	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TACC 2023-28
Ingresos netos	33.965	22.617	20.921	21.653	22.194	22.749	23.318	0,6%
EBITDA	4.954	5.475	4.887	4.850	5.009	5.216	5.429	-0,2%
BNA Ajustado	1.649	1.986	1.634	1.620	1.673	1.869	2.039	0,5%

Resumen Balance de Situación

	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Activo No Corriente	28.368	29.264	30.568	32.275	32.313	32.373	32.433	2,1%
Activo Corriente	7.629	4.508	4.733	4.944	5.110	5.282	5.481	4,0%
Caja e IFT	4.373	4.121	4.121	4.121	4.121	4.121	4.121	0,0%
Total Activo/Pasivo	40.370	37.893	39.422	41.340	41.544	41.776	42.035	2,1%
Patrimonio Neto	9.979	11.929	12.307	12.649	13.039	12.330	13.258	2,1%
Pasivo no corriente	6.633	5.448	4.755	4.760	4.770	4.780	4.840	-2,3%
Deuda financiera	16.301	15.970	17.736	19.218	18.894	19.692	18.827	3,3%
Pasivo corriente	7.457	4.546	4.625	4.713	4.842	4.974	5.110	2,4%

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	VR
+EBITDA	4.887	4.850	5.009	5.216	5.429	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-755	-738	-759	-816	-870	
= NOPLAT (Benef. Operat. Despues Impues.)	4.131	4.112	4.250	4.399	4.560	
- Inversiones en activos fijos	-3.090	-3.550	-1.950	-1.950	-1.950	
- Inversiones en circulante	-147	-122	-37	-39	-63	
= CFL Operativo	895	440	2.262	2.410	2.547	51.122

WACC 7,0%

g 1,9%

EV 42.670

- Deuda Neta -13.615

- Prov. y otros -1.631

- Minoritarios -3.017

EqV 24.407

Nº acciones 970

Estimación DFC 25,2 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un valor de 25,20 en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'23e implícito

14,9

EV/EBITDA'23e implícito

8,7

Matriz de Sensibilidad a Valoración

wacc/g	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
7,8%	17,6	18,0	18,5	19,0	19,5	20,0	20,5	21,1	21,6
7,6%	18,7	19,2	19,7	20,2	20,8	21,3	21,9	22,5	23,1
7,4%	19,9	20,5	21,0	21,6	22,1	22,7	23,4	24,0	24,7
7,2%	21,2	21,8	22,4	23,0	23,6	24,3	24,9	25,6	26,4
7,0%	22,6	23,3	23,9	24,5	25,2	25,9	26,7	27,4	28,2
6,8%	24,2	24,8	25,5	26,2	27,0	27,7	28,5	29,4	30,3
6,6%	25,8	26,5	27,3	28,0	28,8	29,7	30,6	31,5	32,5
6,4%	27,5	28,3	29,2	30,0	30,9	31,8	32,8	33,8	34,9
6,2%	29,5	30,3	31,2	32,2	33,2	34,2	35,3	36,4	37,6

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

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
25/07/2023	Neutral	30,4 €
28/03/2023	Vender	28,4 €
22/11/2022	Vender	27,9 €

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.