

Sector: Utilities.

*Modesto avance en resultados en 1T 21.
Foco en la Opa parcial de IFM.*

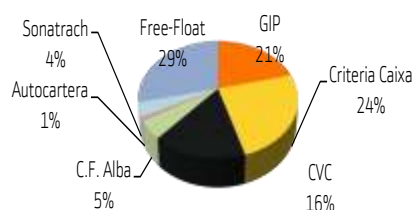
Naturgy

Recomendación: **Vender**
 Precio Objetivo: **22,1 €**
 Potencial: **3,1%**
 Analista: Aránzazu Bueno

Datos Básicos

Capitalización (M €): 20.798 M€
 Último: 21,45 €/acc.
 N° Acciones (M.): 970 M acc.
 Min / Max (52 sem): 15,27/22,71 €/acc.
 Rentabilidad YTD +12,55%
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

Accionariado



Los resultados del 1T muestran una recuperación gradual del entorno operativo del grupo, con mejora en la demanda energía y recuperación en el precio de las *commodities* (petróleo y gas). Sin embargo, la depreciación de las monedas latinoamericanas, los recortes en los ingresos regulados en redes en España y un menor volumen contratado en el gasoducto del Maghreb resultan en un modesto avance en BNA (+3,5%). El foco de atención se traslada ahora al desarrollo de la OPA de IFM. La Oferta está pendiente de la aprobación del Gobierno y CriteríaCaixa no ha hecho pública todavía su intención de acudir o no a la operación. Nuestra recomendación es vender las acciones en el mercado a niveles cercanos a €22,10/acción. Este precio, asume que un 50% de las acciones son aceptadas en la OPA a un precio de 22,37€/acción y el resto de las acciones se sitúan en niveles de 21,90€/acción (valor por DCF para diciembre 2021). Desde los precios actuales el potencial de revalorización es limitado (+3,1%). Además, hay que tener en cuenta que el *free-float* del grupo se podría ver reducido substancialmente (hasta situarse por debajo del 10%) si los principales accionistas deciden finalmente no acudir a la Oferta.

Resultados 1T 2021: El entorno comienza a ser más favorable: BNA ordinario +3,5%

La mejora en la demanda de energía, la recuperación en el precio de las *commodities* (petróleo y gas) y en el precio del pool eléctrico en España junto con las mejoras en eficiencia son los factores positivos a nivel operativo en 1T. Sin embargo, el impacto negativo de menores ingresos regulados en España, la depreciación de las monedas latinoamericanas y de menor capacidad en el gasoducto del Maghreb llevan a una **caída de -2,0% del EBITDA ordinario**.

A nivel de BNA ordinario, Naturgy muestra un avance de +3,5% gracias a **menores amortizaciones** (tras los ajustes en valor de determinados activos en 2020 relacionados con las plantas de ciclos combinados en España y las actividades de gas en Argentina) y **menores gastos financieros** (menor deuda y reducción del coste de la deuda).

Los resultados **baten ligeramente las estimaciones del consenso**. BNA ordinario 323M€ (+3,5%) vs 301M€ est;

Objetivos 2021: Subida en EBITDA. Pendientes de la actualización del Plan Estratégico.

La única guía que ha proporcionado Naturgy es que anticipa una subida en EBITDA ordinario para 2021. La mejora en el entorno, la renegociación de los contratos y las inversiones en renovables permitirán este avance. En el contexto actual, **los objetivos del Plan Estratégico 2022** (BNA de 1.800M€) y el crecimiento en dividendos **nos parecen poco realistas**. La OPA de IFM representa un freno a la actualización del Plan Estratégico. El consenso de analistas apunta a un BNA 2022 en el rango 1.300-1.500M€

OPA de IFM: Pendiente del visto bueno del Gobierno y de la decisión de CriteríaCaixa

El 26 de enero IFM lanzó una opa parcial sobre el 22,7% del capital a 22,37€/acción en efectivo. CVC, GIP y CF Alba (41,4% del capital entre los tres) declararon que no acudirían a la oferta, lo que supone elevar el porcentaje efectivo de acciones que podrían aceptar en la opa hasta el 39%. CriteríaCaixa (24,8% del capital) todavía no ha hecho pública su decisión. Si no acudiese, **el prorrateo se podría incrementar hasta el 69% del total**.

La operación está pendiente del visto bueno del Gobierno. Según los comentarios aparecidos en prensa, las condiciones que pondría el Gobierno incluirían el mantenimiento de la sede en España, el compromiso de no trocear el grupo y la presentación de un plan de inversiones a largo plazo con énfasis en el impulso a la transición energética. La Oferta fue admitida a trámite por la Comisión Nacional de del Mercado de Valores (CNMV) el pasado 18 de febrero.

El Gobierno cuenta con un plazo de seis meses para autorizar o no la operación desde su admisión a trámite. La CNMV debe aprobar el folleto de la operación una vez sea autorizada por el Gobierno.

Recomendación: Vender en niveles cercanos a 22,10€/acción

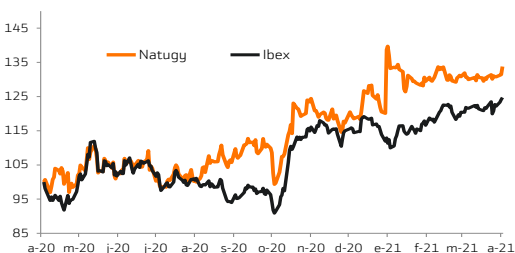
Los resultados del 1T muestran una recuperación gradual del entorno operativo de la economía y baten las estimaciones del consenso. El foco de atención se traslada al desarrollo de la OPA de IFM. La Oferta está pendiente de la aprobación del Gobierno y CriteríaCaixa no ha hecho pública todavía su intención de acudir o no a la operación. Nuestra recomendación es vender las acciones en el mercado a niveles cercanos a €22,10/acción. Este precio, asume que un 50% de las acciones son aceptadas en la OPA a un precio de 22,37€/acción y el resto de las acciones se sitúan en niveles de 21,90€/acción (valor por DCF para diciembre 2021). Además, hay que tener en cuenta que el *free-float* del grupo se podría ver reducido substancialmente (hasta situarse por debajo del 10%) si los principales accionistas deciden finalmente no acudir a la Oferta.

Pples cifras y ratios	2020	2021e	2022e
EBITDA	3.449	3.901	4.000
BNA	-347	1.273	1.429
Fondos de Operaciones	2.644	2.934	2.955
Deuda Neta	13.612	11.472	11.358
DN/EBITDA	3,9 x	2,9 x	2,8 x
PER	n.s.	16,3	14,5
DPA (€/acc)	1,44	1,23	1,25
Rentab. Dividendo	6,7%	5,7%	5,8%
Pay Out (%)	n.s.	94%	85%

Desglose EBITDA	M€	%
Redes	2.467	63%
Gestión Energía	579	15%
Renovables	352	9%
Comercialización y otros	238	6%

Primer trimestre	1T 20	1T 21	%
EBITDA Recurrente	1.050	1.029	-2,0%
Redes España	393	414	5,3%
Redes LatAm	229	176	-23,1%
Gestión Energía	198	218	10,1%
Renovables	125	118	-5,6%
Comercialización	110	127	15,5%
Coste Deuda	2,50%	2,40%	-4,0%
BNA recurrente	312	323	3,5%
EBITDA reportado	1.050	1.029	-2,0%
BNA reportado	199	383	92,5%
Cash Flow Operativo	1.275	770	-39,6%

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

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TACC 2020-25
Ingresos netos	20.761	15.345	15.729	16.122	16.525	16.938	17.361	2,5%
EBITDA	4.252	3.449	3.901	4.000	4.120	4.184	4.274	4,4%
BNA	1.401	-347	1.273	1.429	1.547	1.574	1.663	n.s.

Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Activo No Corriente	32.351	26.591	26.261	26.161	26.166	26.171	26.175	
Activo Corriente	5.769	8.469	3.753	3.883	3.992	4.108	4.224	
Caja e IFT	3.018	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	
Total Activo/Pasivo	41.138	39.545	34.500	34.530	34.644	34.764	34.884	-2,5%
PN	13.976	11.265	11.208	11.283	11.509	11.654	11.806	
Pasivo no corriente	4.808	4.062	4.082	4.082	4.122	4.162	4.202	
Deuda financiera	17.987	17.539	15.399	15.285	15.066	14.926	14.777	
Pasivo corriente	4.367	6.679	3.811	3.880	3.946	4.022	4.099	

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
+EBITDA	3.449	3.901	4.000	4.120	4.184	4.274	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-117	-613	-650	-696	-712	-735	
= NOPLAT (Benef. Operat.Despues Impues.)	3.333	3.288	3.350	3.424	3.472	3.540	
- Inversiones en activos fijos	-1.228	-1.000	-1.200	-1.300	-1.300	-1.300	
- Inversiones en circulante	788	-148	-61	-43	-40	-39	
= CFL Operativo	2.893	2.140	2.090	2.081	2.132	2.201	43.561

WACC 6,6%

g 1,5%

EV 38.814

- Deuda Neta -13.612

- Prov. y otros 966

- Minoritarios -4.972

EqV 21.196

Nº acciones 970

Estimación DFC 21,9 €/acción**Método de valoración:**

Establecemos un valor de 21,9€ en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'21e implícito

16,6

EV/EBITDA'21e implícito

10,0

Matriz de Sensibilidad a Valoración

wacc/g	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%
7,4%	15,9	16,2	16,6	17,0	17,4	17,8	18,2	18,6	19,0
7,2%	16,8	17,2	17,5	17,9	18,4	18,8	19,2	19,7	20,2
7,0%	17,7	18,1	18,6	19,0	19,4	19,9	20,4	20,9	21,4
6,8%	18,8	19,2	19,6	20,1	20,6	21,1	21,6	22,2	22,8
6,6%	19,9	20,3	20,8	21,3	21,9	22,4	23,0	23,6	24,2
6,4%	21,0	21,5	22,1	22,6	23,2	23,8	24,4	25,1	25,8
6,2%	22,3	22,9	23,5	24,1	24,7	25,4	26,0	26,8	27,5
6,0%	23,7	24,3	24,9	25,6	26,3	27,0	27,8	28,6	29,4
5,8%	25,2	25,9	26,6	27,3	28,1	28,9	29,7	30,6	31,5

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.comAvda. 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

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-Tripiella - Consumo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos

Eduardo Cabero - 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