

Sector: Utilities.

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo 18,1 €

Potencial 14,0%

Analista: Aránzazu Bueno

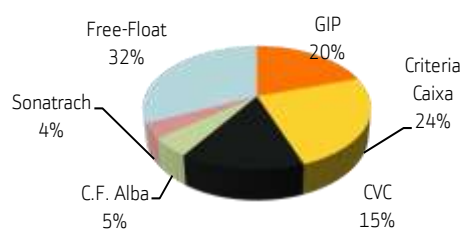
Naturgy

El entorno se complica. Los objetivos del Plan Estratégico 2022 se revisarán a la baja

Datos Básicos

Capitalización (M €): 15.427 M€
 Último: 15,91 €/acc.
 N° Acciones (M.): 970 M acc.
 Min / Max (52 sem): 13,805/24,98 €/acc.
 Rentabilidad YTD -28,82%
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

Accionariado

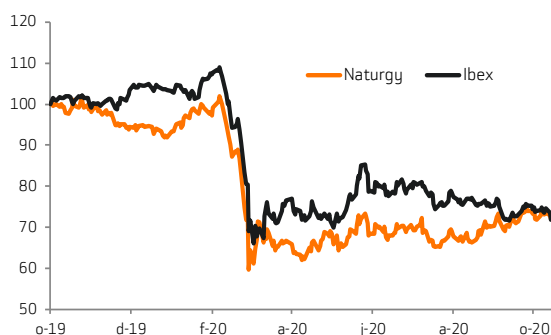


Pbles cifras y ratios	2019	2020e	2021e
Ingresos	23.035	17.800	17.381
EBITDA	4.562	3.726	4.157
BNA	1.401	572	1.242
Fondos de Operaciones	3.476	2.809	3.112
Deuda Neta	15.302	15.240	15.579
DN/EBITDA	3,4 x	4,1 x	3,7 x
PER	11,2	27,0	12,4
DPA (€/acc)	1,37	1,44	1,15
Rentab. Dividendo	8,6%	9,1%	7,2%
Pay Out (%)	96%	244%	90%

Desglose EBITDA	M€	%
Gas y Electricidad	960	26%
Infraestructuras EMEA	1.774	48%
Infraestruc. Latinoamérica	1.102	30%

Nueve Meses	9M 19	9M 20	%
EBITDA	3.325	2.774	-17%
Gas y Electricidad	974	696	-29%
Infraestr. EMEA	1.423	1.316	-8%
Infraestr. Latinoaméric	1.002	839	-16%
EBITDA recurrente	3.416	3.002	-12%
Fondos de las operacione	2.617	2.047	-22%
Variac. Cap. Circulante	551	554	1%
Cash Flow Operativo	3.168	2.601	-18%
BNA recurrente	1.007	696	-31%

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

La caída en los precios del gas, una menor demanda de energía, el recorte en ingresos regulados en España, una menor capacidad contratada en el gaseoducto del Magreb y la depreciación en monedas latinoamericanas resultan **en unos débiles resultados en 9M'20** (BNA ordinario-31%). En el contexto actual, **los objetivos del Plan Estratégico 2022** (EBITDA de 5.000M€ y BNA de 1.800M€) y **el crecimiento en dividendos** nos parecen poco realistas. El equipo gestor ha anunciado una actualización del Plan Estratégico para dentro de unas semanas. **Lo más probable es que veamos un ajuste a la baja en los objetivos para 2022.** Nuestro escenario actual asume un BNA para 2022 de 1.500M€ (17% inferior a los objetivos de su Plan). A estos niveles de precios, pensamos que hay valor en el medio/largo plazo. Sin embargo, en el corto plazo la acción seguirá estando afectada y marcada por la volatilidad y debilidad en el mercado de gas y en las monedas latinoamericanas. Por estos motivos, mantenemos la recomendación de Neutral con Precio Objetivo de 18,10€/acción para diciembre 2021 .

Débiles resultados en 9M'20, con caídas en todas las divisiones

BNA ordinario -31% en 9M, sin mejora desde vs -30% en 1S'20. EBITDA 2.774M€ (-17%); EBITDA recurrente 3.002M€ (-12%), BNA 490M€ (-46%), BNA ordinario 334M€ (-31%) Deuda Neta 14.727M€ vs 15.302M€ en dic. 2019.

La división de gas y electricidad se ve afectada por la menor demanda de energía y la caída en el precio de *commodities* (gas, petróleo, electricidad). La caída en la **división de redes en Europa** se debe a la reducción de la remuneración regulada de distribución de energía en España para el nuevo periodo 2020-25 y la menor capacidad contratada en el gaseoducto del Magreb (EMPL). La contribución de la **división de redes en Latam** se reduce por el ajuste de tarifas en Chile y el impacto desfavorable del tipo de cambio (depreciación de moneadas latinoamericanas).

Objetivos 2020: EBITDA recurrente -14%.

El equipo gestor mantiene la guía para 2020 que es un EBITDA recurrente de 4.000M€ (-14% vs 2019). En 9M la caída ha sido de -12%, lo que supone que la mejora en los resultados operativos no se empezará a notar hasta 2021. La renegociación de los contratos de gas para ajustarse al nuevo escenario de precios, continúa siendo una prioridad para el grupo .

Remuneración accionista: Recompra de acciones en suspenso

Naturgy paga 3 dividendos al año. De momento, cumple con el compromiso de crecimiento en DPA , con dos dividendos a cuenta por un total de 0,81€/acción (+5,6%). De mantener el compromiso anual de DPA (1,44€/acción +5%), el *pay-out* superaría claramente el 100%. Naturgy sostiene que el beneficio contable no es un límite para la distribución de dividendos. El *pay-out* podría superar el 100% si no encuentra una opción de inversión interesante. La compra de autocartera quedó temporalmente suspendida (184M€ en 1S'20). La empresa ha amortizado 14,5 mn de acciones (1,5% del capital social) en el año.

Plan Estratégico 2022: ¿Objetivos realistas?

En el contexto actual, lo objetivos del Plan Estratégico 2022 (EBITDA de 5.000M€ y BNA de 1.800M€) nos parecen muy ambiciosos. No descartaríamos un ajuste a la baja en los objetivos del grupo en el próximo Día del Inversor que tendrá lugar en las próximas semanas. Nuestras estimaciones 2022 contemplan un EBITDA de 4.500M€ y un BNA de 1.500M€

Recomendación Neutral . Precio Objetivo 18,10 €/acción

Débiles resultados en 9M 20 (BNA recurrente -31%). Es muy probable una revisión a la baja en los objetivos del Plan Estratégico 2022. A estos niveles de precios, pensamos que hay valor en el medio/largo plazo. Sin embargo, en el corto plazo la acción seguirá estando afectada y marcada por la volatilidad y debilidad en el mercado de gas y en las monedas latinoamericanas.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TACC 2019-25
Ingresos netos	23.035	17.800	17.381	17.006	16.772	16.619	16.548	-5,4%
EBITDA	4.562	3.726	4.157	4.495	4.589	4.620	4.676	0,4%
BNA	1.401	572	1.242	1.496	1.505	1.511	1.586	2,1%

Resumen Balance de Situación

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TACC
Activo No Corriente	32.351	31.792	31.844	32.094	32.181	32.264	32.343	
Activo Corriente	5.769	4.561	4.529	4.518	4.524	4.636	4.741	
Caja e IFT	3.018	3.018	3.018	3.018	3.018	3.018	3.018	
Total Activo/Pasivo	41.138	39.371	39.392	39.630	39.724	39.918	40.102	0,4%
PN	13.976	12.876	12.841	12.943	13.090	13.221	13.384	
Pasivo no corriente	4.918	5.018	4.918	4.818	4.858	4.898	4.938	
Deuda financiera	17.987	17.925	18.264	18.653	18.635	18.611	18.558	
Pasivo corriente	4.257	3.551	3.369	3.216	3.141	3.188	3.222	

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
+EBITDA	3.726	4.157	4.495	4.589	4.620	4.676	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-467	-640	-724	-734	-741	-754	
= NOPLAT (Benef. Operat.Despues Imp)	3.259	3.517	3.771	3.855	3.879	3.922	
- Inversiones en activos fijos	-1.100	-1.650	-1.850	-1.700	-1.700	-1.700	
- Inversiones en circulante	322	-151	-141	-81	-65	-71	
= CFL Operativo	2.482	1.716	1.781	2.074	2.114	2.151	47.041

WACC 6,0%
g 1,4%

EV 41.704
- Deuda Neta -16.240
- Provisiones -1.264
- Minoritarios -6.606
EqV 17.593
Nº acciones 970
Estimación DFC 18,1 €/accion

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 18,1€ en función del descuento del flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'21e implícito
14,2

EV/EBITDA'21e implícito
10,0

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

wacc/g	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%
6,8%	11,8	12,2	12,5	12,9	13,4	13,8	14,2	14,7	15,2
6,6%	12,7	13,1	13,5	14,0	14,4	14,9	15,4	15,9	16,4
6,4%	13,7	14,2	14,6	15,1	15,6	16,1	16,6	17,1	17,7
6,2%	14,8	15,3	15,8	16,3	16,8	17,3	17,9	18,5	19,2
6,0%	16,0	16,5	17,0	17,6	18,1	18,8	19,4	20,0	20,7
5,8%	17,2	17,8	18,4	19,0	19,6	20,3	21,0	21,7	22,5
5,6%	18,6	19,2	19,8	20,5	21,2	22,0	22,7	23,6	24,4
5,4%	20,1	20,8	21,5	22,2	23,0	23,8	24,7	25,6	26,6
5,2%	21,7	22,5	23,3	24,1	25,0	25,9	26,8	27,9	28,9

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.com

Avda. 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-Trapiella - Consumo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabero - Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - 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