

Sector: Utilities.

Recomendación: **Neutral**

Precio Objetivo **23,8 €**

Potencial **8,7%**

Analista: **Aránzazu Bueno**

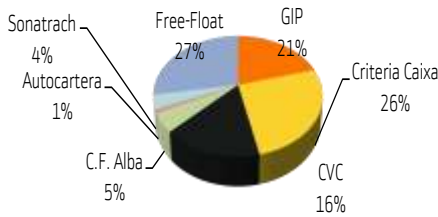
Nuevo Plan Estratégico con objetivos más modestos. La OPA de IFM se complica.

Naturgy

Datos Básicos

Capitalización (M €): 21.244 M€
 Último: 21,91 €/acc.
 N° Acciones (M.): 970 M acc.
 Min / Max (52 sem): 15,585/22,71 €/acc.
 Rentabilidad YTD +15,63%
 Cód. Reuters / Bloomberg: /NTGY SM

Accionariado



Los resultados del 1S 2021 muestran una recuperación del entorno operativo, con mejora en la demanda energía y 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 gaseoducto del Maghreb resultan en un modesto avance en EBITDA ajustado (+3%). El equipo gestor presenta un nuevo Plan Estratégico 2021-25 que apunta a un crecimiento medio anual de +12% en BNA hasta alcanzar 1.500M€ en 2025. Este nuevo Plan es más realista pero contempla unos resultados y unos dividendos más modestos que el anterior de Junio 2018 (1.800M€ de BNA en 2022). Mientras, el éxito de la OPA de IFM se complica con la intención de Critería Caixa de reforzar su posición en el grupo y la mejora en el contexto económico y el precio de las materias primas desde el anuncio de la OPA por parte del grupo australiano. El Gobierno da la luz verde a la operación, pero con ciertas condiciones (sede del grupo, política de inversiones, dividendos...). El precio de mercado ha estado puntualmente por encima del precio de la OPA. No descartamos que IFM mejore su oferta si quiere seguir adelante con éxito. El *free-float* de Naturgy se podría ver reducido substancialmente (inferior a 10%) si IFM consigue el mínimo de aceptación y los demás accionistas no acuden a la oferta. Mantenemos la recomendación de Neutral y actualizamos el Precio Objetivo hasta 23,80€/acción con horizonte diciembre 2022

La recuperación del entorno operativo permite mejoras en los resultados ordinarios del 1S 2021

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 el 1S 2021. Sin embargo, el impacto negativo de menores ingresos regulados en España, la depreciación de las monedas latinoamericanas y de menor capacidad en el gaseoducto del Maghreb moderan los **avances en EBITDA ordinario (+3%)**.

A nivel de BNA ordinario, Naturgy muestra una subida mayor (+17%) 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 del grupo se ven distorsionados en ambos años por fuertes cargas de reestructuración y transformación (-281M€ en 1S 2021 en EBITDA vs -164M€ en 1S 2020).

Actualización del Plan Estratégico

La actualización del Plan Estratégico resulta en un crecimiento medio del EBITDA ordinario de +5,1% en 2020-25 hasta llegar a 4.800M€. El BNA crecería a una media de +12% hasta 1.500M€. El Plan contempla unas inversiones de 14.000M€ en el periodo, con el foco en renovables y redes. En cuanto la remuneración al accionista se reduce el pay-out al 85% (vs 120% en 2018-22) hasta un DPA de 1,25€/acción en 2025.

Este nuevo Plan contempla unos resultados y unos dividendos para los accionistas más modestos que el anterior presentado en Junio 2018. En términos de BNA el anterior Plan anticipaba llegar a 1.800M€ en 2022 vs 1.500M€ en 2025 en el nuevo. En dividendos, el anterior Plan contemplaba un DPA de 1,59 €/acc. en 2022 vs 1,25 en 2025 en el actual.

La OPA de IFM se complica

El 26 de enero IFM lanzó una opa parcial sobre el 22,7% del capital a 22,07€/acción en efectivo (ajustado por dividendos). **El éxito de la OPA de IFM se complica por varios motivos:** (i) El anuncio de **Critería Caixa de reforzar** su posición en Naturgy, aumentando su participación hasta el 30% desde 24,8% y revelándose como socio estratégico a nivel nacional; (ii) La mejora en el contexto económico y la **fuerte subida en el precio de las materias primas desde el día el 26 de enero** (+26,2% en el Brent, +49,4% en el Henry Hub) que es cuando se anunció la opa de IFM; (iii) El **equipo gestor** ha retomado su actividad de **planificación a medio/largo plazo** con la presentación del Plan Estratégico y la alianza con Sonatrach, y ya no espera a ver el desenlace de la opa. El Gobierno da la luz verde a la operación, pero con condiciones (mantener sede en España, rechazo a desinversiones o exclusión de bolsa, mantenimiento del rating, política prudente de dividendos...)

El precio de mercado ha estado puntualmente por encima del precio de la OPA. IFM tendría que mejorar su oferta si quiere seguir adelante con éxito con su oferta.

Recomendación: Neutral, Precio Objetivo a 23,80€/acción

Los resultados del 1S 2021 muestran una recuperación gradual del entorno operativo del grupo. El nuevo Plan Estratégico es más realista que el anterior, pero decepciona al mercado al incluir unos resultados y dividendos significativamente. Mientras el éxito de la OPA de IFM se complica con el anuncio de Critería Caixa de reforzar su posición en el grupo y la mejora en el contexto económico y el precio de las materias primas desde el anuncio de la OPA por parte del grupo australiano. La oferta de IFM está condicionada a obtener un mínimo del 17% del capital social. El *free-float* de Naturgy se podría ver reducido substancialmente (hasta situarse por debajo del 10%) si IFM consigue este porcentaje y los demás accionistas no acuden a la oferta. Mantenemos la recomendación de Neutral y actualizamos el Precio Objetivo hasta 23,80€/acción con horizonte diciembre 2022.

Pples cifras y ratios

	2020	2021e	2022e
EBITDA	3.449	3.915	3.953
BNA ordinario	872	1.249	1.294
Fondos de Operaciones	2.644	2.952	2.921
Deuda Neta	13.612	11.435	12.521
DN/EBITDA	3,9 x	2,9 x	3,2 x
PER	n.s.	17,0	16,4
DPA (€/acc)	1,44	1,21	1,12
Rentab. Dividendo	6,6%	5,5%	5,1%
Pay Out (%)	n.s.	94%	84%

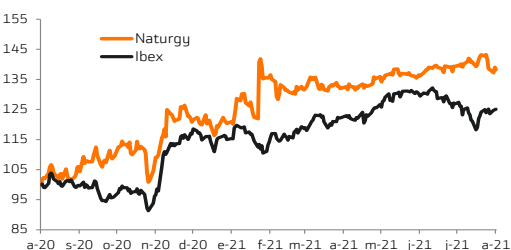
Desglose EBITDA (%)

	2020	2021
Redes	73%	76%
Gestión Energía	14%	18%
Renovables	10%	11%
Comercialización y otros	10%	13%

Primer Semestre

	1S 20	1S 21	%
EBITDA Recurrente	1.908	1.959	2,7%
Redes España	769	828	7,7%
Redes LatAm	437	395	-9,6%
Gestión Energía	357	390	9,2%
Renovables	198	178	-10,1%
Comercialización	171	214	25,1%
Coste Deuda	2,50%	2,40%	-4,0%
BNA recurrente	476	557	17,0%
EBITDA reportado	1.744	1.678	-3,8%
BNA reportado	334	484	44,9%
Deuda Neta	14.920	13.611	-8,8%

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

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC 2020-26
Ingresos netos	15.345	15.729	16.122	16.525	16.938	17.361	17.414	2,1%
EBITDA	3.449	3.915	3.953	4.188	4.438	4.785	4.923	6,1%
BNA Ajustado	872	1.249	1.294	1.333	1.342	1.473	1.523	9,7%

Resumen Balance de Situación

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TACC
Activo No Corriente	26.591	26.261	27.415	29.472	31.379	33.164	33.152	3,7%
Activo Corriente	8.469	3.753	3.883	3.992	4.108	4.224	4.343	-10,5%
Caja e IFT	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	4.485	0,0%
Total Activo/Pasivo	39.545	34.500	35.783	37.949	39.972	41.873	41.980	1,0%
PN	11.265	11.219	11.320	11.461	11.597	11.767	11.939	1,0%
Pasivo no corriente	4.062	4.112	4.122	4.242	4.372	4.502	4.632	2,2%
Deuda financiera	17.539	15.362	16.448	18.318	19.999	21.524	21.251	3,3%
Pasivo corriente	6.679	3.807	3.893	3.928	4.003	4.080	4.159	-7,6%

TACC es la Tasa Anual de Crecimiento Constante

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
+EBITDA	3.915	3.953	4.188	4.438	4.785	4.923	
-Impuesto sobre Beneficio Operativo	-609	-624	-656	-679	-735	-745	
= NOPLAT (Benef. Operat. Despues Impues.)	3.306	3.329	3.532	3.759	4.050	4.178	
- Inversiones en activos fijos	-1.000	-2.500	-3.500	-3.500	-3.500	-1.800	
- Inversiones en circulante	-152	-44	-74	-40	-39	-41	
= CFL Operativo	2.155	785	-42	219	511	2.337	55.457

WACC 6,5%
g 2,2%

EV 41.744
- Deuda Neta -11.435
- Prov. y otros -1.347
- Minoritarios -5.879

EqV 23.083
Nº acciones 970
Estimación DFC 23,8 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un valor de 23,80 en función del descuento del flujo de caja libre (DCF) con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

PER'22e implícito
17,8

EV/EBITDA'21e implícito
10,6

Matriz de Sensibilidad a Valoración

wacc/g	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,5%	2,6%
7,3%	15,5	16,0	16,5	17,0	17,5	18,1	18,7	19,3	20,0
7,1%	16,7	17,2	17,8	18,3	18,9	19,5	20,2	20,9	21,6
6,9%	18,0	18,5	19,1	19,8	20,4	21,1	21,8	22,5	23,3
6,7%	19,3	20,0	20,6	21,3	22,0	22,8	23,6	24,4	25,2
6,5%	20,9	21,5	22,3	23,0	23,8	24,6	25,5	26,4	27,4
6,3%	22,5	23,3	24,1	24,9	25,8	26,7	27,6	28,6	29,7
6,1%	24,3	25,2	26,0	26,9	27,9	28,9	30,0	31,1	32,3
5,9%	26,3	27,2	28,2	29,2	30,3	31,5	32,7	33,9	35,3
5,7%	28,5	29,5	30,6	31,8	33,0	34,3	35,6	37,1	38,6

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-Tрпиella - Consumo

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Jorge Pradilla- Logística

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