

Conclusiones Naturgy 2022: guía 2023 por encima de previsiones. Géminis sigue adelante.

Miércoles, 15 de febrero de 2022

Ángel Pérez Llamazares, CIIA - Equity Research Analyst

Resultados marcados por el buen tono en todas las áreas, especialmente en los negocios liberalizados, favorecidos por los elevados precios de las materias primas. La buena marcha operativa y el cambio de perímetro han permitido una reducción de deuda neta que mejora las previsiones, pese a un incremento del 30% en las inversiones (90% dedicadas a crecimiento).

De cara a 2023 la compañía ha establecido unos objetivos que se sitúan por encima de nuestras previsiones y las del consenso de FactSet. Se espera que el EBITDA se sitúe al menos en los mínimos niveles registrados en 2022 (vs -11% R4e y -6% consenso). Esperan incrementar el capex en un 50% (vs +40% R4e) por desarrollo de renovables, aunque confían en que la generación de caja operativa les permita mantener el investment grade. Esperan que el coste financiero siga incrementándose (+30 p.b. en 2023 desde el 3% registrado en 2022). El dividendo a repartir se reitera en 1,20 eur/acc tal y como recogía el plan estratégico.

A partir de 2023, la compañía reportará sus resultados de manera semestral, actualizando algunas métricas operativas a nivel trimestral. No esperamos que esta decisión debiera tener un impacto en la visión sobre la compañía.

En referencia al proyecto Géminis, desde la compañía están analizando los efectos de las distintas medidas regulatorias adoptadas en 2022 y desconocen cuál podría ser el timing para su ejecución, pero siguen considerando la operación como vigente.

Revisaremos nuestras cifras 2023 recogiendo la guía publicada y el escenario previsto, hay efectos positivos que son más recurrentes de lo que nosotros estimábamos, y aunque previsiblemente pudiéramos mejorar en cierta cuantía nuestro precio objetivo, seguimos considerando que la cotización se encuentra en unos niveles exigentes y reiteramos por el momento la recomendación de infraponderar y el precio objetivo de 25,36 eur.

Naturgy		Infraponderar			
(mln de euros)	2021	2022	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
EBITDA reportado	3.529	4.954	40,4%	4,1%	3,0%
Redes España	1.448	1.520	5,0%	-4,9%	
Redes LatAm	828	955	15,3%	-6,3%	
Gestión de la Energía	990	1.665	68,2%	9,8%	
Renovables	488	366	-25,0%	0,8%	
Comercialización	-96	543	-665,6%	62,7%	
EBIT	2.101	3.084	46,8%	4,2%	2,4%
Beneficio neto reportado	1.214	1.649	35,8%	11,9%	4,4%
Deuda Neta*	12.831	12.070	-5,9%	-6,0%	-10,1%
DN/EBITDA 12m (x)	3,6x	2,4x			

Consenso Bloomberg. * Deuda neta a 31/12/2021

Resultados marcados por el buen tono en todas las áreas, especialmente en los negocios liberalizados, favorecidos por los elevados precios de las materias primas. La buena marcha operativa y el cambio de perímetro han permitido una **reducción de deuda neta** que mejora las previsiones, pese a un incremento del 30% en las inversiones (90% dedicadas a crecimiento).

De cara a 2023, la compañía ha establecido unos **objetivos** que se sitúan **por encima de nuestras previsiones y las del consenso** de FactSet. Se espera que el EBITDA se sitúe al menos en los mismos niveles registrados en 2022 (vs -11% R4e y -6% consenso). Esperan **incrementar el capex** en un 50% (vs +40% R4e) por desarrollo de renovables, aunque confían en que la generación de caja operativa les permita **mantener el investment grade**. Esperan que el coste financiero siga incrementándose (+30 p.b. en 2023 desde el 3% registrado en 2022). El **dividendo** a repartir **se reitera en 1,20 eur/acc** tal y como recogía el plan estratégico.

A partir de 2023, la compañía **reportará sus resultados de manera semestral**, actualizando algunas métricas operativas a nivel trimestral. No esperamos que esta decisión debiera tener un impacto en la visión sobre la compañía.

En referencia al **proyecto Géminis**, desde la compañía están analizando los efectos de las distintas medidas regulatorias adoptadas en 2022 y desconocen cual podría ser el *timing* para su ejecución, pero siguen considerando la operación como **vigente**.

Por negocios:

- **Redes España** (EBITDA +5% vs 2021, 31% del total): El EBITDA de las **redes de gas** desciende un 2,3% por menor demanda industrial, especialmente en cogeneración, así como residencial, por climatología. El ajuste de la retribución regulada ha sido parcialmente compensado por menor opex. De cara a 2023 esperan que los volúmenes permanezcan estables. El EBITDA de las **redes de electricidad** crece un 15,6% debido a que 2021 estuvo impactado por la reestructuración. El crecimiento de las inversiones fue compensado por los ajustes regulatorios. De cara a **2023** esperan alcanzar un **crecimiento moderado**.
- **Redes LatAm** (EBITDA +15,3% vs 2021, 19% del total): el negocio de **Chile** se ha visto **afectado de manera extraordinaria por una sentencia condenatoria** (no definitiva, sujeta a recurso) a favor de TGN por la que Metrogas deberá pagar las facturas pendientes y el lucro cesante por incumplimientos contractuales originados en 2009 (impacto total 250 mln usd provisionado), llevando al EBITDA a descender -16% donde los **mayores volúmenes y márgenes en comercialización** no permiten compensar el efecto de los **menores márgenes en distribución tras la revisión regulatoria**. En **Brasil** (+32%), **México** (+17%) y **Panamá** (+14%) mejora gracias a la **actualización de las tarifas** y el **tipo de cambio** pese a la menor demanda. **Argentina mejora significativamente** por tarifas y mayores ventas pese al impacto negativo del tipo de cambio. De cara a **2023** esperan que los **volúmenes sigan creciendo** y las **tarifas recojan los efectos de la inflación**.

- **Gestión de la energía** (EBITDA +68,2% vs 2021, 34% del total): destaca el significativo crecimiento en el área de **mercados y aprovisionamientos** que alcanza los 1.131 mln eur (vs 90 mln eur en 2021) beneficiándose de **mayores precios de venta internacionales**. **GNL internacional** ha registrado **pérdidas** (contable, no caja) por el desacoplamiento del TTF con las ventas físicas, así como por menores volúmenes y mayores costes marítimos. La **generación térmica en España** mejoró significativamente a consecuencia de una **mayor producción de los ciclos combinados** y los **elevados precios** mayoristas. La **generación térmica en LatAm** se vio beneficiada del **tipo de cambio** ya que hubo una menor producción y el factor de disponibilidad se vio afectado por las paradas por mantenimiento de los ciclos combinados. De cara a **2023** esperan que los **contratos de aprovisionamiento recojan adecuadamente la volatilidad e incertidumbre previstas** en el mercado, y que el **negocio de GNL permita capturar oportunidades de venta**.
- **Renovables** (EBITDA -25% vs 2021, 7% del total): los **aumentos de capacidad** y los **mayores precios** no compensaron el efecto de la **menor producción hidráulica** en España y el **efecto extraordinario positivo de recuperación del canon hidráulico en 2021**. De cara a **2023** esperan **seguir con los desarrollos de capacidad** en Australia, España y Estados Unidos.
- **Comercialización** (11% del total): tras un 2021 muy negativo por las subidas de los precios del gas y electricidad, las **renovaciones de los contratos**, reflejando las subidas de los precios, han permitido una sustancial mejora de márgenes. En **2023** esperan **seguir mejorando la competitividad** del negocio.

Revisaremos nuestras cifras 2023 recogiendo la guía publicada y el escenario previsto, hay **efectos positivos** que son **más recurrentes de lo que nosotros estimábamos**, y aunque previsiblemente pudiéramos mejorar en cierta cuantía nuestro precio objetivo, **seguimos considerando que la cotización se encuentra en unos niveles exigentes** y reiteramos por el momento la **recomendación de infraponderar** y el **precio objetivo de 25,36 eur**.

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Cigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenergy.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 58% Sobreponderar, 37% Mantener y 5% Infraponerar.