

Utilities integradas

Ángel Pérez Llamazares, CIIA
Equity Research Analyst

22 de noviembre de 2021

Riesgos limitados, atractiva visión de largo plazo del sector.

ENDESA

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 24,96 eur
Precio actual: 19,20 eur
Potencial: 30,0 %

IBERDROLA

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 12,73 eur
Precio actual: 10,09 eur
Potencial: 26,1 %

NATURGY

MANTENER

Precio objetivo: 24,77 eur
Precio actual: 22,92 eur
Potencial: 8,1 %

Entorno incierto a corto plazo sigue presionando las cotizaciones.

Tras la modificación del RDL que deja exentos a las ventas a precio fijo y largo plazo, hay otros factores que siguen pesando en las cotizaciones y permiten seguir ofreciendo oportunidad de entrada en algunos valores. Las subidas en los precios de las materias primas, los costes de transporte, los cuellos de botella y el actual entorno energético global son factores que siguen preocupando ya que, en caso de persistir, podrían suponer un mayor nivel de inversión y una reducción de las rentabilidades de los proyectos. Nuestras hipótesis barajan una normalización de los distintos factores en la segunda mitad de 2022 en la mayoría de casos.

ENDESA. Deuda afectada por efectos temporales, normalización prevista en 2022.

Se espera normalización de la deuda neta en la primera parte de 2022, pese a que es previsible que el deterioro temporal del 3T se traslade al 4T. Los objetivos de la compañía a corto plazo permanecen inalterados tras la desaparición del riesgo regulatorio. Los dividendos esperamos que sigan generando rentabilidades atractivas, pese al elevado nivel de inversión previsto. A pesar de las subidas de las últimas semanas seguimos viendo oportunidad de entrada a largo plazo.

IBERDROLA. Seguimos viendo niveles de entrada atractivos para el largo plazo.

Sin efectos previstos por RDL, los objetivos permanecen intactos. Oportunidades en offshore desde 2025 podrían tensionar el balance, para evitarlo se analizan distintas posibilidades de financiación, *spin-off* del negocio o incorporación de socios por proyectos. La política de dividendos consideramos que no está en riesgo. Pese a las recientes subidas la seguimos considerando una oportunidad de entrada a largo plazo.

NATURGY. Esperando niveles inferiores para tomar posiciones.

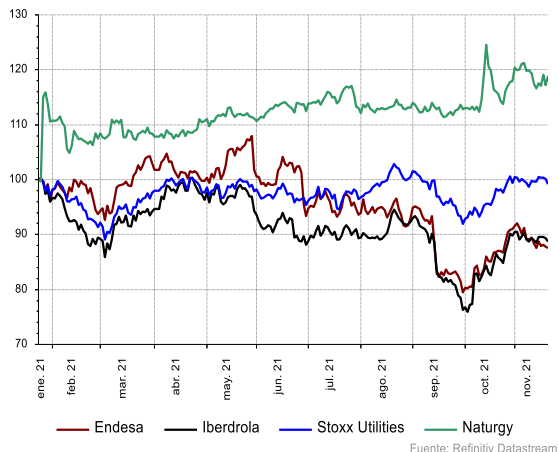
Estrategia 2021-2025 acelera las inversiones en renovables. Mantiene una robusta política de dividendos que podría mejorar a partir de 2023 si se venden activos no estratégicos. Revisamos nuestras estimaciones tras la modificación del RDL. La compañía revisó ligeramente a la baja su objetivo de EBITDA 2021. Vemos un potencial limitado a nuestro precio objetivo por lo que esperaríamos mejores niveles de entrada.

Conclusión: El largo plazo es atractivo para el sector.

Es previsible que las cotizaciones sigan presionadas en el corto plazo mientras persista el entorno actual (materias primas, transporte, cuellos de botella, entorno energético).

No obstante, a pesar de las subidas vistas en los valores tras la modificación del RDL, consideramos que tanto Endesa como Iberdrola, siguen siendo una atractiva oportunidad de entrada a largo plazo. Sus sólidos planes de inversión para la próxima década permiten pensar en un incremento significativo de los resultados a futuro.

En Naturgy, cuyo plan a 2025 valoramos positivamente a nivel cualitativo, consideramos que hace falta algo más de concreción a nivel cuantitativo, creemos que habría que esperar mejores niveles de entrada para tomar posiciones tras las subidas en el valor con el fin del proceso de OPA.



Índice

ENDESA. Deuda afectada por efectos temporales, normalización prevista en 2022.	3
IBERDROLA. Seguimos viendo niveles de entrada atractivos para el largo plazo.	9
NATURGY. Esperando niveles inferiores para tomar posiciones.	18
ANEXO:	28
1. Real Decreto-Ley 17/2021.	28
Contexto	28
Medidas aprobadas	29
<i>Clawback</i> del CO2	31
Vinculación de la tarifa regulada PVPC y la industrial al precio de las renovables reguladas.....	31
Impacto estimado	32

ENDESA

22 de noviembre de 2021

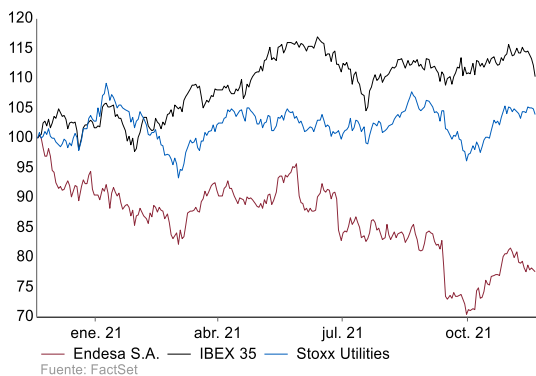
Ángel Pérez Llamazares, CIAA
Equity Research Analyst

Deuda afectada por efectos temporales, normalización prevista en 2022.

SOBREPONDERAR

Precio objetivo:	24,96 eur
Precio actual:	19,20 eur
Potencial:	30,0 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1%	-8%	-22%
Relativo	4%	-6%	-33%

ELEMC / ELEES

Capitalización (mln eur)	20.322,7
Nº acciones (mln)	1.058,8
Free Float	29,9%
Vol. día (mln eur)	34,3
Mín/Máx 12 meses (eur)	17,28 - 24,93
Revalorización YTD	-14,1%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	52%	48%	0%

	2020	2021e	2022e
PER	17,0x	12,2x	12,1x
VE/EBITDA	8,1x	8,1x	7,5x
VE/Ventas	1,7x	1,5x	1,4x
P/V	3,2x	3,0x	2,8x
DNE/EBITDA	1,8x	2,8x	2,3x
Pay-Out	913,3%	152,9%	80,0%
Rent. Div.	6,6%	10,5%	6,5%
FCF Yield	5,0%	-9,9%	17,1%
ROCE	13,3%	12,9%	14,1%
ROE	19,1%	24,3%	23,3%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Fuerte incremento temporal de la deuda neta.

En 3T, el flujo de caja estuvo afectado por las medidas regulatorias, el escenario de *commodities* y ciertas partidas temporales no cobradas, incrementando significativamente la deuda neta. Esperamos que este deterioro se traslade también al cuarto trimestre, elevando la deuda neta hasta 11.000 mln eur (vs 11.046 mln eur R4e), aunque la compañía espera recuperación en los primeros meses de 2022.

Guías reafirmadas, tras desaparición del riesgo regulatorio.

Gracias a la modificación del RDL (ventas a precio fijo estarán exentas ya que no internalizan las subidas del gas, esperando lo mismo para el CO2), la compañía ha mantenido guía 2021e de EBITDA (4.000 mln eur vs 3.891 mln eur R4e y 3.848 mln eur consenso FactSet) y de beneficio neto (1.700 mln eur vs 1.660 mln eur R4e y 1.658 mln eur consenso FactSet).

Los dividendos esperamos que sigan generando rentabilidades atractivas, pese al elevado nivel de inversión previsto.

Pese a la bajada del *pay-out*, 2021 80%, 2022 y 2023 70% (desde el 100% anterior), estimamos niveles atractivos de dividendo, esperando que alcance el 6,6%, 5,8% y 6,3% respectivamente, compatibles con un nivel de inversión elevado (2.600 mln eur anuales medios hasta 2023) para la instalación de 1,3 GW anual medio hasta 2023 (*pipeline* 61 GW, no contemplamos una mejora de los objetivos a medio plazo).

Actualización de la estrategia el 25 de noviembre podría ser catalizador.

El próximo 25 de noviembre la compañía podría actualizar los objetivos de instalar alrededor de 1,5 GW anuales hasta 2030, +12% de RAB y +23% de clientes liberalizados, a través de una inversión de 25.000 mln eur, así como sus previsiones de EBITDA 2022, 2023 (4.100 y 4.300 mln eur respectivamente) y 2024 (R4e 4.222 mln eur), junto con las cifras de beneficio neto 2022, 2023 (1.800 y 1.900 mln eur respectivamente) y 2024 (R4e 1.884 mln eur).

Conclusión: Pese a las subidas de las últimas semanas seguimos viendo oportunidad de entrada a largo plazo.

A pesar del repunte de la cotización por la reducción del riesgo regulatorio y un ligero ajuste en nuestro precio objetivo hasta 24,96 eur (vs 25,38 eur anterior) para reflejar el escenario actual, sigue siendo una atractiva oportunidad, reiteramos la recomendación de SOBREPONDERAR.

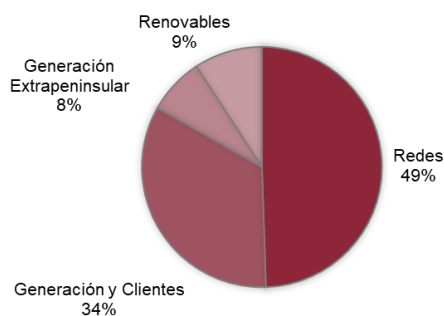
mln eur	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	20.195	20.158	17.579	20.477	20.575	22.062
EBITDA	3.627	3.841	3.783	3.891	3.909	4.192
Margen (%)	18,0%	19,1%	21,5%	19,0%	19,0%	19,0%
EBITDA consenso	3.627	3.841	3.783	3.982	3.970	4.197
Bº neto	1.417	171	1.394	1.660	1.675	1.852
BPA (eur)	1,34	0,16	1,32	1,57	1,58	1,75
DPA (eur)	1,38	1,43	1,48	2,01	1,25	1,11
FCF	743	696	1.172	-2.008	3.474	803
DFN + / Caja neta -	5.777	6.384	6.906	11.046	8.899	9.268

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Endesa en una página

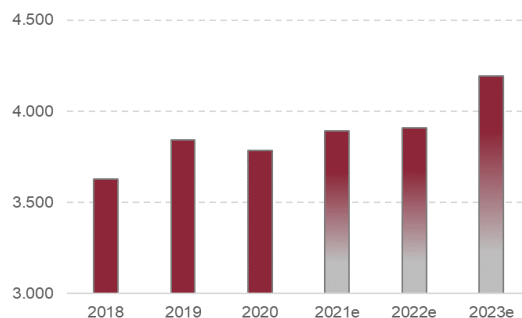
Compañía energética con presencia en España y Portugal, y más de 10 millones de clientes. El grupo se dedica a la generación, distribución y comercialización de electricidad, operando en mercados regulados y liberalizados de electricidad, y en menor medida comercialización de gas. La compañía busca el crecimiento en el área de las renovables y digitalización, esperando destinar 25.000 mln eur hasta 2030 para alcanzar un 80% de la producción eléctrica libre de emisiones, y con el objetivo de tener cero emisiones en 2050.

Desglose de ventas por área geográfica 2021e



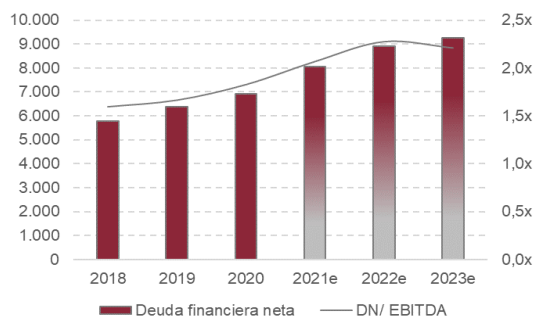
Fuente: Endesa y estimaciones Renta 4 Banco

Evolución del EBITDA (mln eur)



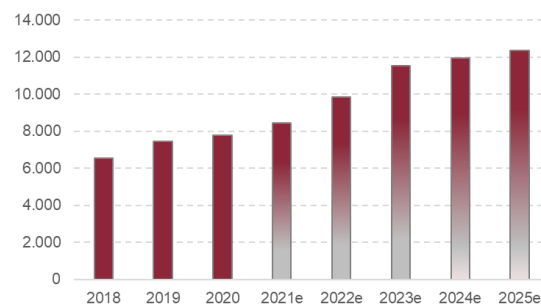
Fuente: Endesa y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Endesa y estimaciones Renta 4 Banco

Capacidad renovable instalada (MW)



Fuente: Endesa y estimaciones Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- 1- Estrategia a 2023 de **crecimiento en renovables** más conservador que comparables. Prevista la **instalación de 1,3 GW anuales**. Se llevará a cabo una **inversión de 7.900 mln eur**. EBITDA 2020-2025 R4e +2,2% TACC. Beneficio neto ordinario 2020-2025 R4e +6,5% TACC.
- 2- **Nivel de inversión**, 7.900 mln eur hasta 2023, financiado en un 75% por sus propios flujos de caja, elevará los niveles de apalancamiento del grupo, aunque seguirán en niveles moderados vs comparables. 2,3x DN ajustada/EBITDA 2023 R4e vs 1,8x en 2020, y 3,3x comparables.
- 3- **Rentabilidad por dividendo baja en 2022 y 2023** por el recorte de la tasa de *pay-out* (2021 80%, 2022 y 2023 70%), pero esperamos que se sitúe en niveles **superiores al al 6,5% y 5,5% respectivamente**.
- 4- Nuestro **precio objetivo** ofrece potencial atractivo desde cotización actual (**EV/EBITDA implícito de 9,3x, en línea con cotización histórica vs 7,5x cotización actual**).

Catalizadores

- 1- Adjudicaciones adicionales y/o mejora en los costes de instalación.
- 2- Normalización del escenario de precios de la energía antes de lo previsto (más allá de marzo de 2022).
- 3- Plan estratégico (previsto 25 de noviembre de 2021).

Riesgos

- 1- *Clawback* CO2 sin cambios antes de aprobación.
- 2- Riesgo regulatorio/político.
- 3- Mayor competencia en comercialización.
- 4- Incremento precios en materias primas, transporte.

1. Revisamos estimaciones a la baja en 2021 y 2022.

Descartando impacto a consecuencia de la modificación del RDL sobre el *clawback* del gas, y esperando que el del CO2 siga los mismos pasos, hemos actualizado nuestras estimaciones recogiendo el actual escenario energético. Cifras que estimamos estarán ligeramente por debajo de los objetivos del grupo para 2021 a nivel EBITDA, más alineadas con el objetivo de beneficio neto de 1.700 mln eur que la compañía reiteró en su última presentación de resultados. De cara a 2022 y 2023 estimamos que las cifras también puedan estar ligeramente por debajo de los objetivos, pero a finales de noviembre la compañía actualizará los mismos con el actual escenario, y no descartamos que puedan ser inferiores a los planteados a final de 2020.

PYG (mln eur)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	ACC 20/25
Regulado	2.245	2.301	2.306	2.293	2.302	2.311	2.320	0,6%
Distribución	2.018	1.994	2.014	2.059	2.074	2.089	2.103	0,7%
Generación Extrapeninsular	227	307	292	233	228	222	216	-0,5%
Liberalizado	1.714	1.729	1.743	2.038	2.059	2.104	2.154	4,2%
Generación y Clientes	1.505	1.358	1.291	1.491	1.423	1.422	1.323	-1,1%
Renovables	209	371	452	548	637	682	831	26,7%
Otros	-130	-139	-139	-139	-139	-139	-139	1,3%
EBITDA R4e nuevo	3.829	3.891	3.909	4.192	4.222	4.276	4.335	2,2%
EBITDA R4 antiguo		3.992	4.094	4.261	4.304	4.347		2,6%
EBITDA consenso FactSet		3.848	3.926	4.202	4.295	4.452		3,1%
EBITDA Plan Estratégico		4.000	4.100	4.300				

Fuente: Compañía, estimaciones Renta 4 Banco, FactSet.

2. Valoración y recomendación.

Tras ajustar nuestras estimaciones con el escenario actual, hemos realizado una valoración por suma de partes en la que valoramos individualmente cada uno de los negocios. La deuda neta la hemos ajustado sin el deterioro temporal previsto por la situación actual de mercado. Reducimos el precio objetivo ligeramente hasta 24,96 eur (vs 25,38 eur previo) por lo que, dado el elevado potencial y la relajación del riesgo regulatorio tras los últimos acontecimientos, recomendamos SOBREPONDERAR.

(mln de euros)	Método	EV	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Distribución de electricidad	DCF	20.553	2.014	10,2x
Generación y Comercialización		15.740	2.034	7,7x
Enel Green Power España	EV/EBITDA	6.016	452	13,3x
Generación Extrapeninsular	EV/EBITDA	2.334	292	8,0x
Generación y comercialización	DCF	7.390	1.291	5,7x
EV		36.292	3.909	9,3x
Otras sociedades participadas	BV	217		
Deuda neta ajustada 2021e		8.046		
Provisiones	BV	4.111		
Equity		24.353		
Nº de acciones		1.059		
Precio por acción		23,00		
Dividendos pendientes 2021 y 2022		1,95		
Precio Objetivo		24,96		

Fuente: estimaciones Renta 4.

Cifras Clave

PYG (mIn eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 19/23
Ventas	20.195	20.158	17.579	20.477	20.575	22.062	2,3%
Coste de ventas	-14.567	-14.386	-11.573	-14.750	-14.611	-16.056	2,8%
Margen Bruto	5.628	5.772	6.006	5.727	5.964	6.006	1,0%
Gastos operativos	-2.001	-1.931	-2.223	-1.837	-2.055	-1.814	-1,6%
EBITDA	3.627	3.841	3.783	3.891	3.909	4.192	2,2%
EBITDA ordinario	3.627	3.841	4.027	3.891	3.909	4.192	2,2%
Amortizaciones	-1.708	-3.453	-2.141	-1.579	-1.641	-1.692	-16,3%
EBIT	1.919	388	1.886	2.311	2.268	2.500	59,3%
Resultado financiero	-139	-184	-134	-51	-52	-52	-27,1%
Puesta en equivalencia	35	15	34	21	21	21	8,8%
Otros y extraordinarios	3	11	2	0	0	0	-100,0%
BAI	1.818	230	1.788	2.281	2.238	2.469	81,0%
Impuestos sobre beneficios	-392	-50	-388	-613	-554	-607	86,7%
Minoritarios	-9	-9	-6	-8	-9	-10	n.a.
Otros							2,7%
Bº Neto	1.417	171	1.394	1.660	1.675	1.852	81,4%

Márgenes y crecimiento (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Crec. Ventas	0,7%	-0,2%	-12,8%	16,5%	0,5%	7,2%
Margen Bruto	27,9%	28,6%	34,2%	28,0%	29,0%	27,2%
Crec. EBITDA	2,4%	5,9%	-1,5%	2,8%	0,5%	7,2%
Margen EBITDA	18,0%	19,1%	21,5%	19,0%	19,0%	19,0%
Crec. EBITDA ordinario	12,0%	5,9%	4,8%	-3,4%	0,5%	7,2%
Margen EBITDA ordinario	18,0%	19,1%	22,9%	19,0%	19,0%	19,0%
Crec. EBIT	-5,5%	-79,8%	386,1%	22,5%	-1,9%	10,2%
Margen EBIT	9,5%	1,9%	10,7%	11,3%	11,0%	11,3%
Crec. BPA	-3,1%	-87,9%	715,2%	19,1%	0,9%	10,6%

Balance (mIn eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Inmovilizado material	21.902	21.390	21.412	22.088	23.297	24.355
Inmovilizado inmaterial	2.083	2.069	2.078	2.078	2.078	2.078
Inmovilizado financiero	858	908	947	947	947	947
Otro activo fijo	1.158	1.514	1.391	1.391	1.391	1.391
Clientes	2.955	3.485	3.577	3.577	3.577	3.577
Otro activo circulante	2.456	2.392	2.254	5.254	2.254	2.254
Tesorería y equivalentes	244	223	403	403	403	403
Total activo	31.656	31.981	32.062	35.738	33.947	35.005
Recursos propios	9.037	7.688	7.315	6.843	7.190	7.869
Minoritarios	144	149	150	158	167	177
Deuda financiera a largo plazo	4.975	5.652	5.937	10.077	7.930	8.299
Otros pasivos a largo plazo	9.806	10.027	10.105	10.105	10.105	10.105
Deuda financiera a corto plazo	1.046	955	1.372	1.372	1.372	1.372
Proveedores	6.077	6.934	6.706	6.706	6.706	6.706
Otros pasivos a corto plazo	571	576	477	477	477	477
Total pasivo	31.656	31.981	32.062	35.738	33.947	35.005

Principales ratios	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nº acciones (mln)	1.059	1.059	1.059	1.059	1.059	1.059
Precio (eur)	20,13	23,79	22,35	19,20	19,20	19,20
BPA (eur/acción)	1,34	0,16	1,32	1,57	1,58	1,75
DPA (eur/acción)	1,38	1,43	1,48	2,01	1,25	1,11
Payout (%)	100,0%	106,6%	913,3%	152,9%	80,0%	70,0%
Rentabilidad por dividendo (%)	6,9%	6,0%	6,6%	10,5%	6,5%	5,8%
VE/ Ventas (x)	1,3	1,6	1,7	1,5	1,4	1,3
VE/ EBITDA (x)	7,5	8,2	8,1	8,1	7,5	7,1
VE/ EBIT (x)	14,1	81,4	16,2	13,6	12,9	11,8
PER (x)	15,0	147,3	17,0	12,2	12,1	11,0
ROCE (%)	13,0%	2,8%	13,3%	12,9%	14,1%	14,6%
ROE (%)	15,7%	2,2%	19,1%	24,3%	23,3%	23,5%
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	5.777	6.384	6.906	11.046	8.899	9.268
Deuda neta / EBITDA (x)	1,6	1,7	1,8	2,8	2,3	2,2
Cobertura de intereses (x)	13,8	2,1	14,1	45,3	44,0	48,1
Capex / ventas (%)	7,5%	9,5%	9,8%	11,0%	13,9%	12,5%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EBIT	1.919	388	1.886	2.311	2.268	2.500
Amortización de inmovilizado	1.708	3.453	2.141	1.579	1.641	1.692
Variación fondo de maniobra	-189	396	-281	-3.000	3.000	0
Resultado financiero	-101	-158	-98	-30	-31	-31
Impuestos	-392	-50	-388	-613	-554	-607
Flujo de caja operativo	2.945	4.029	3.260	247	6.324	3.553
Inversiones en activo mat e inmat.	-2.097	-2.927	-2.172	-2.255	-2.850	-2.750
Otras inversiones	-105	-406	84	0	0	0
Flujo de caja libre	743	696	1.172	-2.008	3.474	803
Dividendos (sociedad dominante)	-1.463	-1.511	-1.562	-2.132	-1.328	-1.172
Otros movimientos de FF.PP.	-15	-13	-210	0	0	0
Otros	-49	221	78	0	0	0
Cambio en deuda neta	-784	-607	-522	-4.140	2.147	-369
Deuda neta (+) / caja neta (-)	5.777	6.384	6.906	11.046	8.899	9.268

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mln)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mln eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 22e
Endesa S.A. *	1.059	19,20	20.323	Sobreponderar	24,96	30,0%	6,5%
Iberdrola SA *	6.366	10,09	64.234	Sobreponderar	12,73	26,2%	4,7%
Naturgy Energy Group, S.A. *	970	22,92	22.224	Mantener	24,77	8,1%	5,2%
ENGIE SA.	2.435	13,11	31.931	Sobreponderar	16,50	25,8%	6,3%
EDP-Energias de Portugal SA	3.966	4,78	18.952	Sobreponderar	5,60	17,2%	4,0%
E.ON SE	2.641	11,03	29.134	Sobreponderar	12,80	16,0%	4,6%
RWE AG	676	32,75	22.146	Sobreponderar	41,00	25,2%	2,8%
Promedio						21,2%	4,9%

Compañía	PER 21e	PER 22e	Cto. Bº Neto 20-22e	PEG 21e	PEG 22e	ROE 21e	P/V 21e
Endesa S.A. *	12,2x	12,1x	9,6%	1,3x	1,3x	24,3%	3,0x
Iberdrola SA *	17,7x	15,8x	7,8%	2,3x	2,0x	9,7%	1,7x
Naturgy Energy Group, S.A. *	18,6x	18,6x	16,9%	1,1x	1,1x	15,1%	2,9x
ENGIE SA.	11,5x	10,8x	38,6%	0,3x	0,3x	9,1%	1,0x
EDP-Energias de Portugal SA	22,9x	20,8x	4,7%	4,9x	4,5x	8,5%	1,9x
E.ON SE	12,3x	12,1x	20,2%	0,6x	0,6x	37,5%	4,1x
RWE AG	17,2x	17,8x	-1,6%	n.r.	n.r.	7,2%	1,2x
Promedio	16,1x	15,4x	13,7%	1,2x	1,1x	15,9%	2,2x

Compañía	VE/EBITDA 21e	VE/EBITDA 22e	Cto. EBITDA 20-22e	Margen EBITDA 21e	EVG 21e	EVG 22e	DN/EBITDA 21e
Endesa S.A. *	8,1x	7,5x	1,7%	19,0%	4,9x	4,5x	2,8x
Iberdrola SA *	9,7x	9,1x	9,7%	29,4%	1,0x	0,9x	3,7x
Naturgy Energy Group, S.A. *	9,4x	8,8x	5,9%	20,0%	1,6x	1,5x	3,1x
ENGIE SA.	5,3x	5,2x	6,8%	17,6%	0,8x	0,8x	2,1x
EDP-Energias de Portugal SA	8,4x	8,2x	3,6%	28,6%	2,4x	2,3x	3,3x
E.ON SE	8,6x	8,6x	5,9%	12,4%	1,5x	1,4x	4,8x
RWE AG	6,9x	7,3x	1,4%	22,6%	5,0x	0,3x	0,6x
Promedio	8,1x	7,8x	5,0%	21,4%	1,6x	0,4x	2,9x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2021	1 año
Endesa S.A. *	-0,3%	0,0%	1,0%	-7,7%	-14,1%	-22,3%
Iberdrola SA *	-0,7%	0,2%	4,6%	-5,3%	-13,8%	-11,2%
Naturgy Energy Group, S.A. *	1,5%	2,0%	2,1%	4,9%	20,9%	20,2%
ENGIE SA.	-1,8%	-0,4%	10,9%	7,8%	4,7%	8,8%
EDP-Energias de Portugal SA	-0,3%	0,6%	0,1%	0,5%	-7,3%	7,4%
E.ON SE	-0,6%	0,0%	3,2%	-2,1%	21,7%	21,9%
RWE AG	-2,0%	1,9%	1,5%	-0,2%	-5,3%	-3,8%
Ibex 35	-1,7%	-3,6%	-2,7%	-1,7%	8,4%	10,4%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses.



©FactSet Research Systems

IBERDROLA

22 de noviembre de 2021

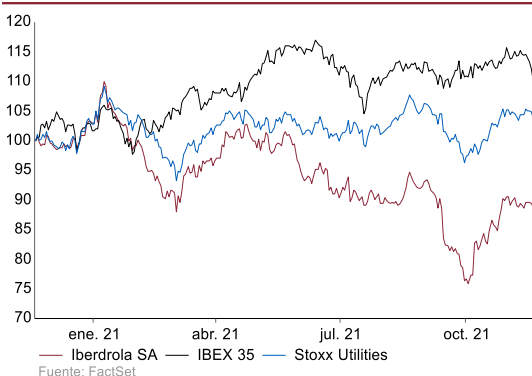
Ángel Pérez Llamazares, CIAA
Equity Research Analyst

Seguimos viendo niveles de entrada atractivos para el largo plazo.

SOBREPONDERAR

Precio objetivo:	12,73 eur
Precio actual:	10,09 eur
Potencial:	26,1 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	5%	-5%	-11%
Relativo	7%	-4%	-22%

IBEMC / IBEES

Capitalización (mln eur)	64.233,8
Nº acciones (mln)	6.366,1
Free Float	91,3%
Vol. día (mln eur)	122,5
Mín/Máx 12 meses (eur)	8,59 - 12,57
Revalorización YTD	-13,8%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	71%	29%	0%

	2020	2021e	2022e
PER	20,6x	17,1x	15,4x
VE/EBITDA	11,6x	10,3x	10,1x
VE/Ventas	3,4x	2,8x	2,7x
P/VC	2,1x	1,8x	1,7x
DN/EBITDA	4,2x	4,6x	4,7x
Pay-Out	70,4%	71,4%	67,8%
Rent. Div.	3,6%	4,4%	4,6%
FCF Yield	6,8%	-11,0%	-2,1%
ROCE	7,2%	7,5%	7,5%
ROE	10,2%	10,4%	11,1%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Sin efectos previstos por RDL, los objetivos siguen intactos.

Una vez descartados los impactos tras la exención de los contratos a precio fijo a largo plazo en el *clawback* del gas (esperando que el del CO2 en la misma línea), se ha reiterado el compromiso por parte de la compañía para alcanzar los objetivos propuestos. De cara a 2021, la compañía estima que el beneficio neto se sitúe dentro del rango de 3.700 y 3.800 mln eur (vs 3.761 mln eur R4 y 3.547 mln eur consenso FactSet). De cara a 2022, la guía plantea superar los 12.000 mln eur de EBITDA (vs 11.869 mln eur R4e y 11.966 mln eur consenso de FactSet) donde la devolución del canon hidroeléctrico (no contemplado en nuestras cifras) es previsible que permita alcanzar dicho objetivo. Para 2025, el objetivo es alcanzar los 15.000 mln eur (adoptando una postura conservadora en nuestras hipótesis, situamos nuestras estimaciones un 4,5% por debajo de dicho objetivo), y en 2030 la intención es alcanzar los 20.000 mln eur, es decir, un crecimiento TACC del +7,2% desde 2020, alineado con nuestras previsiones hasta 2026.

Oportunidades en offshore desde 2025 podrían tensionar el balance...

Pese al elevado nivel de inversiones previstas hasta 2025 (75.000 mln), el apalancamiento esperamos que se sitúe en los niveles previstos de 3,7x DN/EBITDA en dicha fecha. No obstante, las previsibles oportunidades de inversión en el negocio offshore más allá de 2025 en distintas regiones, podrían propiciar cierto nivel de estrés para el balance.

... para evitarlo se analizan distintas posibilidades de financiación.

Las posibilidades en principio podrían ser dos: *spin-off* de la eólica marina a través de una OPV/OPS mediante una ampliación de capital (mayor financiación en menor tiempo) o la entrada de socios en cada uno de los distintos proyectos (mejor valoración por activo).

La política de dividendos consideramos que no está en riesgo.

La compañía sigue comprometida en mantener sin cambios su política de dividendos (*Pay-out* sobre el beneficio neto del 65%-75% con un mínimo de 0,4 eur/acción con cargo a los resultados 2021). Consideramos que tiene capacidad para seguir pagando un dividendo creciente, +5% anual.

Conclusión: Pese a las recientes subidas la seguimos considerando una oportunidad de entrada a largo plazo.

La modificación del RDL ha permitido importantes repuntes en la cotización, pero tras ajustar nuestro precio objetivo para reflejar el escenario actual hasta de 12,65 eur (vs 12,50 eur anterior), reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR.

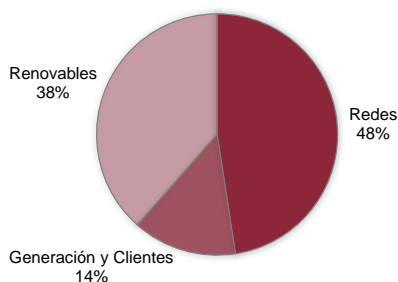
mln eur	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	35.076	37.108	33.718	41.626	43.960	47.891
EBITDA	9.350	10.105	10.011	11.239	11.869	12.931
Margen (%)	26,7%	27,2%	29,7%	27,0%	27,0%	27,0%
EBITDA consenso	9.350	10.105	10.011	10.980	12.054	13.079
Bº neto	3.015	3.324	3.611	3.761	4.163	4.655
BPA (eur)	0,47	0,52	0,57	0,59	0,65	0,73
DPA (eur)	0,35	0,40	0,42	0,44	0,47	0,49
FCF	596	-7.846	5.020	-7.051	-1.334	-834
DFN + / Caja neta -	35.361	42.962	42.000	51.873	56.169	60.113

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Iberdrola en una página

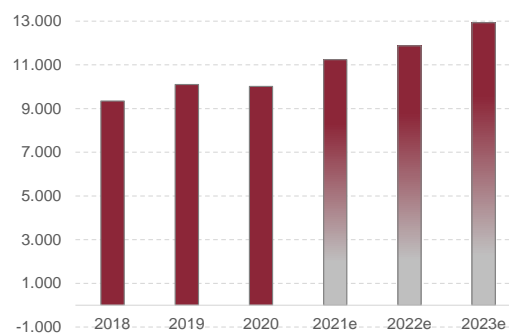
Compañía eléctrica integrada con presencia global, y más de 34 millones de clientes. El grupo se dedica a la generación, distribución y comercialización de electricidad, operando en mercados regulados y liberalizados de electricidad. La compañía está focalizada en el crecimiento en el área de las renovables y redes principalmente, esperando destinar 150.000 mln eur hasta 2030 para duplicar su EBITDA desde 2020, así como su capacidad renovable hasta 2025 (60 GW esperados), y triplicarla en 2030 (95 GW esperados).

Desglose de ventas por área geográfica 2021e



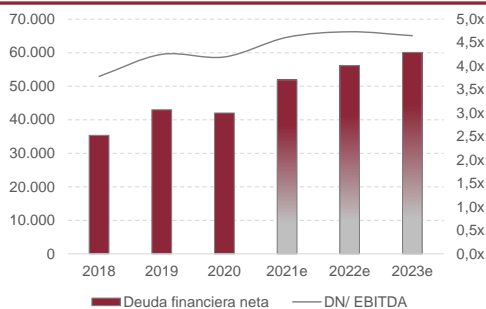
Fuente: Iberdrola y estimaciones Renta 4 Banco

Evolución del EBITDA (mln eur)



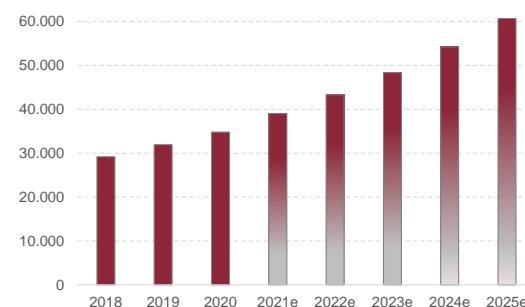
Fuente: Iberdrola y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Iberdrola y estimaciones Renta 4 Banco

Capacidad renovable instalada (MW)



Fuente: Iberdrola y estimaciones Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- 1- Ambiciosa estrategia de **crecimiento**, pero con **elevada visibilidad**. En **renovables** busca **triplicar capacidad instalada en 2030 (>+6 GW anuales de media)**, más del **80% previsto a 2025** está **adjudicada**. **Cartera >80 GW**. Además, **duplicar** el tamaño del **activo regulado**, incrementar un **+60%** la **base de clientes** y producir 85.000 toneladas de **hidrógeno verde**. **Guía EBITDA 2030 +7% TACC**. **Guía beneficio neto 2025 +6,7% TACC**.
- 2- **Nivel de inversión**, 150.000 mln eur hasta 2030, financiado en un 67% por sus propios flujos de caja, manteniendo estable el apalancamiento.
- 3- **Reiteran política de dividendos** pese al recorte previsto en beneficio neto por impacto de RDL, mínimo 0,40 eur/acción 2021-2022. **Pay-out 65%-75%**, 2025 mínimo 0,44 eur/acción.
- 4- Nuestro **precio objetivo** ofrece potencial atractivo desde cotización actual (**EV/EBITDA implícito de 11,8x**), pese a repunte en cotización tras modificación del RDL.

Catalizadores

- 1- Adjudicaciones adicionales al plan estratégico y/o mejora en los costes de instalación.
- 2- Normalización del escenario de precios.
- 3- Modificación del RDL sobre *clawback* del gas.
- 4- Desinversión/Incorporación socio que evite estrés en balance y financie crecimiento.
- 5- Actualización de objetivos en 2022.

Riesgos

- 1- Extensión más allá de marzo del 2022 del escenario actual de precios de la energía.
- 2- Riesgo regulatorio/político.
- 3- Mayor competencia en comercialización.
- 4- Incremento precios en materias primas, transporte.

1. Sin efectos previstos por RDL, los objetivos siguen intactos.

Una vez descartados los impactos tras la exención de los contratos a precio fijo a largo plazo en el *clawback* del gas (esperando que el del CO2 en la misma línea), se ha reiterado el compromiso por parte de la compañía para alcanzar los objetivos propuestos. De cara a 2021, la compañía estima que el beneficio neto se sitúe dentro del rango de 3.700 y 3.800 mln eur (vs 3.761 mln eur R4 y 3.547 mln eur consenso FactSet). De cara a 2022, la guía plantea superar los 12.000 mln eur de EBITDA (vs 11.869 mln eur R4e y 11.966 mln eur consenso de FactSet) donde la devolución del canon hidroeléctrico (no contemplado en nuestras cifras) es previsible que permita alcanzar dicho objetivo. Para 2025 el objetivo es alcanzar los 15.000 mln eur (adoptando una postura conservadora, situamos nuestras estimaciones un 4,5% por debajo de dicho objetivo), y en 2030 la intención es alcanzar los 20.000 mln eur, es decir, un crecimiento TACC del +7,2% desde 2020, alineado con nuestras previsiones hasta 2026.

Nuestras cifras reflejan los siguientes efectos:

- En Redes: crecimiento orgánico generalizado por el elevado nivel de inversión previsto, principalmente en Brasil y Estados Unidos, donde además esperamos crecimiento inorgánico a partir de 2022 por la adquisición de PNM (no vemos riesgo de ejecución de la operación). La compañía espera crecer un 50% la base del activo regulado a 2026 y doblarlo a 2030.
- En el negocio de Generación y Clientes: en España prevemos que siga impactado por la evolución prevista de los precios; en Reino Unido esperamos estabilidad, mientras que en Brasil consideramos que los efectos esperados por la evolución del real afectarán al crecimiento; en México anticipamos moderado crecimiento pese a no esperar incrementos de capacidad.
- En Renovables: motor de crecimiento del grupo en los próximos años gracias a la ambiciosa estrategia en la que esperan pasar de 32 GW de capacidad instalada a 60 GW en 2025 (95 GW en 2030). El 80% de los MWs previstos hasta 2025 están ya adjudicados y cuentan con una cartera de casi 82 GW. Hasta 2025 esperamos que haya una fuerte instalación de fotovoltaica (11 GW adjudicados, *pipeline* >32 GW), seguido por la eólica terrestre (7 GW adjudicados, *pipeline* >16 GW). A partir de entonces esperamos que haya una fuerte aceleración en eólica marina gracias a un *pipeline* elevado (~37 GW), donde además no se descarta que puedan aparecer nuevas oportunidades, especialmente en Asia Pacífico. Esperamos que sea en España donde se lleve a cabo un mayor desarrollo (cerca del 30% del total), seguido por Estados Unidos (en torno al 20% del total).

PYG (m ln eur)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	ACC 20/25
Redes	4.777	5.288	6.171	6.381	6.642	6.911	7.181	7,7%
España	1.612	1.640	1.656	1.678	1.699	1.719	1.740	1,3%
Reino Unido	1.000	1.041	1.080	996	1.018	1.041	1.066	0,8%
Estados Unidos	1.087	1.281	1.843	1.900	1.964	2.028	2.098	13,3%
Brasil	1.079	1.326	1.591	1.808	1.961	2.122	2.277	14,5%
Generación y clientes	2.567	1.549	1.645	2.037	1.988	1.942	2.033	-5,4%
España	1.469	577	509	891	829	767	835	-12,2%
Reino Unido	250	160	272	268	265	262	259	0,9%
México	790	717	769	785	802	821	846	0,8%
Brasil	59	95	95	93	92	92	94	9,2%
Renovables	2.586	4.280	3.931	4.390	4.859	5.367	5.780	15,7%
España	698	2.119	1.469	1.510	1.588	1.655	1.708	18,9%
Reino Unido	758	720	765	865	989	1.099	1.216	7,7%
Estados Unidos	592	715	872	1.002	1.091	1.196	1.272	15,1%
Brasil	111	154	162	179	196	223	244	14,9%
México	93	151	141	145	141	145	145	9,3%
RoW	334	422	523	689	854	1.049	1.197	25,7%
Otros	-1	38	38	38	38	38	38	
Corporación y ajustes	84	84	84	84	84	84	84	
EBITDA R4e nuevo	10.014	11.239	11.869	12.930	13.611	14.342	15.117	7,4%
EBITDA R4 antiguo		11.444	12.052	12.512	13.171	14.095		7,1%
EBITDA consenso FactSet		11.014	11.966	13.078	13.910	14.436		7,6%
EBITDA Plan Estratégico			>12.000			15.000		

Fuente: Compañía, estimaciones Renta 4 Banco, FactSet.

El crecimiento anual del BPA hasta 2025 esperamos que se alcance niveles superiores al +6%, ligeramente por debajo de la guía 2025 (TACC ~+7%), donde esperan alcanzar los 5.000 mln eur de beneficio neto (vs 4.896 mln eur R4e, y 4.795 mln eur consenso FatSet).

2. Fuerte nivel de inversión para alcanzar el crecimiento.

El nivel de inversión que esperamos en el periodo 2021-2025 es de 35.400 mln eur en renovables, 27.100 mln eur en redes, 5.530 mln eur en Generación y Clientes (plan estratégico, que incluye la compra de PNM por cerca de 7.000 mln eur, 75.000 mln eur en el periodo, 130% sobre *market cap*). En la segunda parte de la década la compañía estima invertir otros 75.000 mln eur para casi doblar la base de activos regulados desde 2020 (60.000 mln eur vs 31.100 mln eur), alcanzar los 95 GW de capacidad renovable (vs 34,8 GW en 2020) y ampliar un 60% la base de clientes (70 mln de contratos vs 44 mln en 2020).

3. Oportunidades en offshore desde 2025 podrían tensionar el balance...

Pese al elevado nivel de inversiones previstas hasta 2025 (75.000 mln), el apalancamiento esperamos que se sitúe en los niveles previstos de 3,7x DN/EBITDA en dicha fecha (La deuda neta comparable esperamos que se sitúe en niveles superiores a 51.000 mln eur vs 35.142 mln eur en 2020). No obstante, las previsible oportunidades de inversión en el negocio *offshore* más allá de 2025 en regiones como Reino Unido, Alemania, Estados Unidos o Japón, podrían propiciar cierto nivel de estrés para el balance. Estos niveles los consideramos muy exigentes, y aunque esperamos que el flujo de caja operativo crezca por encima del +7% anual y permita financiar en más de 2/3 la inversión prevista y el pago del dividendo, es previsible que la compañía adopte alguna medida que permita reducir estos niveles.

4. ... para evitarlo se analizan distintas posibilidades de financiación.

Las posibilidades que se analizan, que no esperamos en el corto plazo, en principio podrían ser dos: acudir al mercado público con un *spin-off* de la eólica marina a través de una OPV/OPS mediante una ampliación de capital (la ventaja de esta opción sería la obtención de toda la financiación en una única operación), o a través del mercado privado, dando entrada a socios en cada uno de los distintos proyectos (la ventaja de esta opción es la obtención de una mejor valoración por activo). Estas posibilidades permitirían evitar un deterioro del *rating*, por el tensionamiento del balance dado el elevado volumen de oportunidades que se prevé puedan aparecer y que iremos incorporando en nuestro modelo a medida que se vayan confirmando.

5. La política de dividendos consideramos que no está en riesgo.

La compañía sigue comprometida en mantener sin cambios su política de dividendos. *Pay-out* sobre el beneficio neto del 65%-75% con un mínimo de 0,4 eur/acción con cargo a los resultados 2021, mínimo de 0,44 eur/acción con cargo a 2025, aunque esperan que alcance 0,56 eur/acción. Para 2030 prevén pagar 0,75 eur/acción, es decir, un crecimiento TACC de +6%. Nuestras estimaciones consideran que la compañía tiene capacidad para seguir pagando un dividendo creciente, aunque algo más conservador que las previsiones de la compañía, +5% anual.

6. Valoración y recomendación.

Tras ajustar nuestras estimaciones hemos actualizado nuestra valoración por suma de partes en la que valoramos individualmente cada uno de los negocios. Elevamos el precio objetivo hasta 12,73 eur (vs 12,50 eur previo) y, pese a las subidas de la cotización tras los cambios en el RDL que eliminan el riesgo regulatorio, el potencial es superior al 25% por lo que recomendamos SOBREPONDERAR.

(mln de euros)	Método	EV	EBITDA 2022e	EV/EBITDA 2022e
Redes		66.219	6.171	10,7x
España	DFC	18.536	1.656	11,2x
Reino Unido	DFC	10.659	1.080	9,9x
Estados Unidos	DFC	24.252	1.843	13,2x
Brasil	DFC	12.771	1.591	8,0x
Generación y clientes		11.225	1.645	6,8x
España	DFC	2.814	509	5,5x
Reino Unido	DFC	1.323	272	4,9x
México	DFC	6.531	769	8,5x
Brasil	DFC	557	95	5,9x
Renovables	DFC	57.798	3.931	14,7x
Otros negocios	5x EV/EBITDA 2022e	192	38	5,0x
Sociedades participadas	BV	4.054		
EV		139.487	11.869	11,8x
Deuda neta 2021e		-51.873		
Provisiones	BV	-4.077		
Minoritarios	BV	-7.017		
Dividendo 2022		2.903		
Equity		79.424		
Nº de acciones		6.240		
Precio por acción		12,73		

Cifras Clave

PYG (mIn eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 19/23
Ventas	35.076	37.108	33.718	41.626	43.960	47.891	6,6%
Coste de ventas	-19.641	-20.845	-17.573	-23.103	-24.398	-26.579	6,3%
Margen Bruto	15.435	16.263	16.145	18.524	19.562	21.311	7,0%
Gastos operativos	-6.085	-6.159	-6.134	-7.285	-7.693	-8.381	8,0%
EBITDA	9.350	10.105	10.011	11.239	11.869	12.931	6,4%
EBITDA ordinario							n.a.
Amortizaciones	-3.909	-4.228	-4.475	-4.595	-4.838	-5.127	4,9%
EBIT	5.440	5.877	5.536	6.644	7.032	7.804	7,3%
Resultado financiero	-1.156	-1.390	-991	-917	-926	-979	-8,4%
Puesta en equivalencia	5	3	-24	-6	-5	-4	n.a.
Otros y extraordinarios	9	150	513	0	0	2	-68,1%
BAI	4.298	4.640	5.034	5.722	6.101	6.822	10,1%
Impuestos sobre beneficios	-960	-928	-1.083	-1.573	-1.525	-1.706	16,4%
Minoritarios	-323	-388	-341	-387	-413	-462	n.a.
Otros							4,4%
Bº Neto	3.015	3.324	3.611	3.761	4.163	4.655	8,8%
Márgenes y crecimiento (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Crec. Ventas	12,2%	5,8%	-9,1%	23,5%	5,6%	8,9%	
Margen Bruto	44,0%	43,8%	47,9%	44,5%	44,5%	44,5%	
Crec. EBITDA	27,7%	8,1%	-0,9%	12,3%	5,6%	8,9%	
Margen EBITDA	26,7%	27,2%	29,7%	27,0%	27,0%	27,0%	
Crec. EBITDA ordinario							
Margen EBITDA ordinario							
Crec. EBIT	100,5%	8,0%	-5,8%	20,0%	5,8%	11,0%	
Margen EBIT	15,5%	15,8%	16,4%	16,0%	16,0%	16,3%	
Crec. BPA	7,5%	10,2%	8,6%	4,2%	10,7%	11,8%	
Balance (mIn eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Inmovilizado material	66.538	71.631	72.080	77.279	83.190	89.140	
Inmovilizado inmaterial	21.000	20.368	18.222	18.222	18.222	18.222	
Inmovilizado financiero	5.191	5.819	5.461	5.461	5.461	5.461	
Otro activo fijo	6.966	10.993	11.783	17.783	17.783	17.783	
Clientes	6.855	7.499	7.664	7.664	7.664	7.664	
Otro activo circulante	3.686	3.945	3.881	3.881	3.881	3.881	
Tesorería y equivalentes	2.801	2.113	3.427	3.427	3.427	3.427	
Total activo	113.038	122.369	122.518	133.718	139.628	145.579	
Recursos propios	38.308	37.678	35.353	36.293	37.495	39.040	
Minoritarios	5.669	9.516	11.866	12.253	12.666	13.127	
Deuda financiera a largo plazo	31.139	33.639	35.096	44.968	49.265	53.209	
Otros pasivos a largo plazo	21.665	22.404	22.273	22.273	22.273	22.273	
Deuda financiera a corto plazo	7.023	11.436	10.332	10.332	10.332	10.332	
Proveedores	8.477	5.098	5.137	5.137	5.137	5.137	
Otros pasivos a corto plazo	757	2.597	2.462	2.462	2.462	2.462	
Total pasivo	113.038	122.369	122.518	133.718	139.628	145.579	
Principales ratios	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Nº acciones (mln)	6.398	6.362	6.350	6.366	6.366	6.366	
Precio (eur)	7,02	9,18	11,70	10,09	10,09	10,09	
BPA (eur/acción)	0,47	0,52	0,57	0,59	0,65	0,73	
DPA (eur/acción)	0,35	0,40	0,42	0,44	0,47	0,49	
Payout (%)	69,2%	67,2%	70,4%	71,4%	67,8%	63,6%	
Rentabilidad por dividendo (%)	5,0%	4,4%	3,6%	4,4%	4,6%	4,8%	
VE/ Ventas (x)	2,3	2,7	3,4	2,8	2,7	2,6	
VE/ EBITDA (x)	8,6	10,0	11,6	10,3	10,1	9,6	
VE/ EBIT (x)	14,8	17,2	21,0	17,5	17,1	15,9	
PER (x)	14,9	17,6	20,6	17,1	15,4	13,8	
ROCE (%)	7,4%	7,3%	7,2%	7,5%	7,5%	7,9%	
ROE (%)	7,9%	8,8%	10,2%	10,4%	11,1%	11,9%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	35.361	42.962	42.000	51.873	56.169	60.113	
Deuda neta / EBITDA (x)	3,8	4,3	4,2	4,6	4,7	4,6	
Cobertura de intereses (x)	4,7	4,2	5,6	7,2	7,6	8,0	
Capex / ventas (%)	4,3%	5,2%	5,1%	5,4%	6,5%	5,7%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EBIT	5.440	5.877	5.536	6.644	7.032	7.804
Amortización de inmovilizado	3.909	4.228	4.475	4.595	4.838	5.127
Variación fondo de maniobra	64	-2.442	-197	0	0	0
Resultado financiero	-1.142	-1.237	-502	-922	-931	-982
Impuestos	-960	-928	-1.083	-1.573	-1.525	-1.706
Flujo de caja operativo	7.312	5.497	8.229	8.743	9.413	10.243
Inversiones en activo mat e inmat.	-5.793	-8.689	-2.778	-9.795	-10.748	-11.077
Otras inversiones	-923	-4.655	-432	-6.000	0	0
Flujo de caja libre	596	-7.846	5.020	-7.051	-1.334	-834
Dividendos (sociedad dominante)	-2.086	-2.233	-2.540	-2.686	-2.821	-2.962
Otros movimientos de FF.PP.	-9	1.739	-1.387	-134	-141	-148
Otros	235	738	-131	0	0	0
Cambio en deuda neta	-1.264	-7.602	962	-9.872	-4.296	-3.944
Deuda neta (+) / caja neta (-)	35.361	42.962	42.000	51.873	56.169	60.113

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mIn)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mIn eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 22e
Iberdrola SA *	6.366	10,09	64.234	Sobreponderar	12,73	26,1%	4,4%
Endesa S.A. *	1.059	19,20	20.323	Sobreponderar	24,96	30,0%	5,4%
Naturgy Energy Group, S.A. *	970	22,92	22.224	Mantener	24,77	8,1%	5,2%
ENGIE SA.	2.435	13,11	31.931	Sobreponderar	16,50	25,8%	6,3%
EDP-Energias de Portugal SA	3.966	4,78	18.952	Sobreponderar	5,60	17,2%	4,0%
E.ON SE	2.641	11,03	29.134	Sobreponderar	12,80	16,0%	4,6%
RWE AG	676	32,75	22.146	Sobreponderar	41,00	25,2%	2,8%
Promedio						21,2%	4,7%

Compañía	PER 21e	PER 22e	Cto. Bº Neto 20-22e	PEG 21e	PEG 22e	ROE 21e	P/V 21e
Iberdrola SA *	17,1x	15,4x	7,4%	2,3x	2,1x	10,4%	1,8x
Endesa S.A. *	12,1x	12,6x	-9,7%	n.r.	n.r.	24,2%	2,8x
Naturgy Energy Group, S.A. *	18,6x	18,6x	16,9%	1,1x	1,1x	15,1%	2,9x
ENGIE SA.	11,5x	10,8x	38,6%	0,3x	0,3x	9,1%	1,0x
EDP-Energias de Portugal SA	22,9x	20,8x	4,7%	4,9x	4,5x	8,5%	1,9x
E.ON SE	12,3x	12,1x	20,2%	0,6x	0,6x	37,5%	4,1x
RWE AG	17,2x	17,8x	-1,6%	n.r.	n.r.	7,2%	1,2x
Promedio	16,0x	15,5x	10,9%	1,5x	1,4x	16,0%	2,2x

Compañía	VE/EBITDA 21e	VE/EBITDA 22e	Cto. EBITDA 20-22e	Margen EBITDA 21e	EVG 21e	EVG 22e	DN/EBITDA 21e
Iberdrola SA *	10,3x	10,1x	8,9%	27,0%	1,2x	1,1x	4,6x
Endesa S.A. *	7,4x	7,6x	2,4%	20,2%	3,0x	3,1x	2,5x
Naturgy Energy Group, S.A. *	9,4x	8,8x	5,9%	20,0%	1,6x	1,5x	3,1x
ENGIE SA.	5,3x	5,2x	6,8%	17,6%	0,8x	0,8x	2,1x
EDP-Energias de Portugal SA	8,4x	8,2x	3,6%	28,6%	2,4x	2,3x	3,3x
E.ON SE	8,6x	8,6x	5,9%	12,4%	1,5x	1,4x	4,8x
RWE AG	6,9x	7,3x	1,4%	22,6%	5,0x	0,3x	0,6x
Promedio	8,0x	8,0x	5,0%	21,2%	1,6x	0,4x	3,0x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2021	1 año
Iberdrola SA *	-0,7%	0,2%	4,6%	-5,3%	-13,8%	-11,2%
Endesa S.A. *	-0,3%	0,0%	1,0%	-7,7%	-14,1%	-22,3%
Naturgy Energy Group, S.A. *	1,5%	2,0%	2,1%	4,9%	20,9%	20,2%
ENGIE SA.	-1,8%	-0,4%	10,9%	7,8%	4,7%	8,8%
EDP-Energias de Portugal SA	-0,3%	0,6%	0,1%	0,5%	-7,3%	7,4%
E.ON SE	-0,6%	0,0%	3,2%	-2,1%	21,7%	21,9%
RWE AG	-2,0%	1,9%	1,5%	-0,2%	-5,3%	-3,8%
Ibex 35	-1,7%	-3,6%	-2,7%	-1,7%	8,4%	10,4%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses.



©FactSet Research Systems

NATURGY

22 de noviembre de 2021

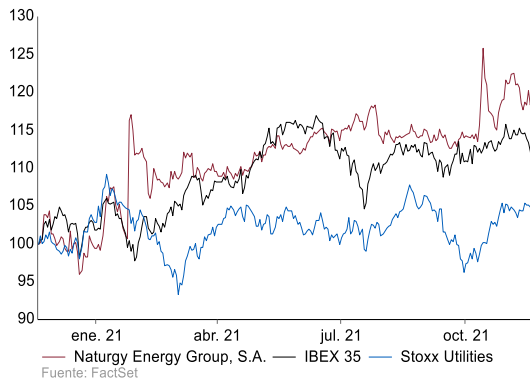
Ángel Pérez Llamazares, CIAA
Equity Research Analyst

Esperando niveles inferiores para tomar posiciones.

MANTENER

Precio objetivo: 24,77 eur
Precio actual: 22,92 eur
Potencial: 8,1 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	2%	5%	20%
Relativo	5%	7%	10%

NTGY.MC / NTGY ES

Capitalización (mln eur)	22.223,5
Nº acciones (mln)	969,6
Free Float	28,1%
Vol. día (mln eur)	23,3
Min/Máx 12 meses (eur)	17,95 - 24,87
Revalorización YTD	20,9%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	6%	53%	41%

	2020	2021e	2022e
PER	n.a.	21,7x	21,9x
VE/EBITDA	9,3x	9,3x	9,1x
VE/Ventas	n.a.	n.a.	n.a.
P/V	2,3x	2,9x	3,0x
DNEBITDA	3,9x	3,2x	3,1x
Pay-Out	97,8%	n.r.	113,5%
Rent. Div.	7,5%	6,5%	5,2%
FCF Yield	27,7%	7,1%	3,8%
ROCE	2,2%	10,7%	10,9%
ROE	-4,3%	13,5%	13,6%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Estrategia 2021-2025, aceleración de las inversiones en renovables.

Lectura mixta sobre un plan estratégico que asume unas inversiones de 14.000 mln eur (8.700 mln eur Renovables, 4.100 mln eur en Redes, 500 mln eur en Gestión de la Energía y 700 mln eur en Comercialización) en el periodo para un crecimiento del EBITDA ordinario anual del +5% hasta 2025, aunque la falta de concreción nos lleva a adoptar una postura ligeramente más conservadora vs sus hipótesis. Se quieren desarrollar 9,4 GW a través un *pipeline* de 24,8 GW en regiones de bajo riesgo, divisas fuertes, marcos regulatorios estables y elevada visibilidad (España, Australia, Estados Unidos y Chile). Plan que será financiado en un 84% con los flujos de caja generados, acudiendo al mercado para el resto. Para desarrollar el plan sin llevar a un incremento sustancial del apalancamiento, se ha decidido reducir el dividendo con cargo a 2021 y 2022, dejando la puerta abierta a una revisión adicional en 2023, si bien es cierto que una posible rotación de activos no estratégicos podría amortiguar esta situación.

Robusta política de dividendos.

Pese a las mayores inversiones previstas, la elevada capacidad para la generación de caja permite fijar un dividendo de 1,20 eur/acción con cargo a 2021 y 2022, no un *pay-out* sobre los resultados, esperando que en 2023 se pueda revisar, con la posibilidad de que la venta de activos no estratégicos pudiera permitir que sea al alza.

Revisamos al alza nuestras previsiones 2022-2025. Guía 2021 se ha revisado ligeramente

Aunque seguimos adoptando unas hipótesis más conservadoras frente a la estrategia, la modificación del *clawback* del gas, y la posibilidad de que se repita en el *clawback* del CO2, nos ha llevado a revisar al alza las estimaciones de resultados a partir de 2022, esperando que el EBITDA crezca cerca de un 5% anual hasta 2025 (vs +7% del plan y ~+5% del consenso de FactSet). No obstante, la incertidumbre a consecuencia del actual escenario lleva a revisar la guía 2021 de EBITDA ordinario hasta 3.800-3.900 mln eur (vs 3.900-4.000 mln eur anterior).

Conclusión: Potencial limitado, recomendamos mantener.

El buen comportamiento de la cotización en lo que llevamos de año (+21% vs -2% comparables y -1% Euro Stoxx Utilities), deja la cotización con un potencial limitado hasta nuestro precio objetivo de 24,77 eur (anterior 22,05 eur), por lo que recomendamos MANTENER. Esperamos mejores niveles de entrada para tomar posiciones de largo plazo.

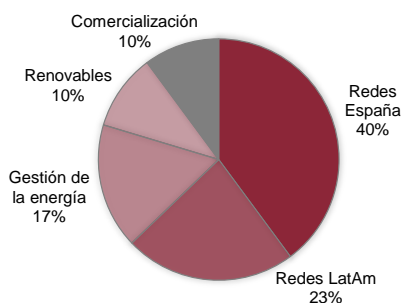
mIn eur	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	24.373	20.739	15.345	15.718	16.202	16.998
EBITDA	4.019	4.252	3.449	3.615	3.727	3.995
Margen (%)	16,5%	20,5%	22,5%	23,0%	23,0%	23,5%
EBITDA consenso	4.019	4.252	3.449	3.595	3.870	3.995
Bº neto	-2.822	1.401	-347	1.026	1.016	1.148
BPA (eur)	-2,82	1,42	-0,36	1,06	1,05	1,18
DPA (eur)	1,40	1,34	1,41	1,48	1,20	1,20
FCF	2.459	1.599	5.092	1.586	855	445
DFN + / Caja neta -	13.715	15.302	13.612	11.410	11.718	12.436

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Naturgy en una página

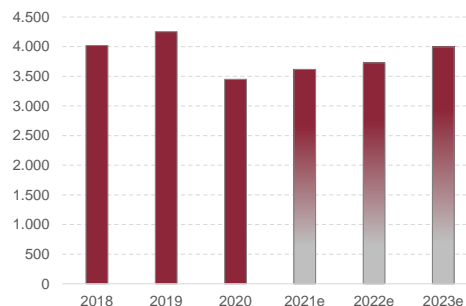
Compañía energética global con presencia en más de 20 países y cerca de 16 millones de clientes. El grupo se dedica a la generación, distribución y comercialización de energía, operando en mercados regulados y liberalizados de gas y electricidad. La compañía tiene un claro compromiso por el crecimiento (en regiones con regulación estable y divisa fuerte) en el área de las renovables, apoyado en los distintos planes de transición energética, con el objetivo de tener cero emisiones en 2050.

Desglose de ventas por área geográfica 2021e



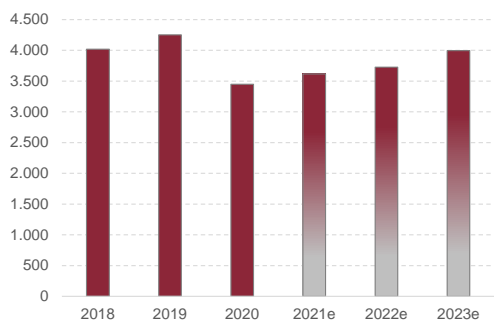
Fuente: Naturgy y estimaciones Renta 4 Banco

Evolución del EBITDA (mln eur)



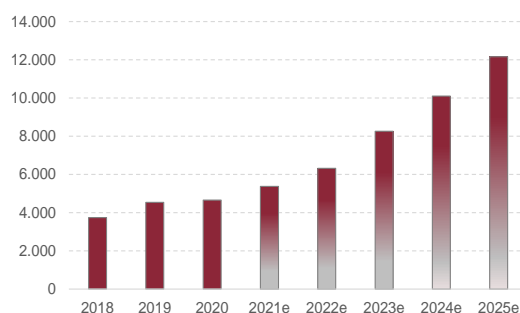
Fuente: Naturgy y estimaciones Renta 4 Banco

Deuda neta / EBITDA



Fuente: Naturgy y estimaciones Renta 4 Banco

Capacidad renovable instalada (MW)



Fuente: Naturgy y estimaciones Renta 4 Banco

Tesis de inversión

- 1- Estrategia de **crecimiento en renovables y redes** permite pensar en **mejoras de la cuenta de resultados** en los próximos años. EBITDA 2020-2025 R4e +4,6% TACC. Beneficio neto ordinario 2020-2025 R4e +7,1% TACC.
- 2- El **elevado nivel de inversión**, 14.000 mln eur hasta 2025, prevemos que llevará a un **mayor apalancamiento** del grupo. 3,7x DN/EBITDA 2025 R4e vs 3,2x en 2021 R4e.
- 3- **Rotación de activos no estratégicos** podría permitir financiar parte del crecimiento previsto y el pago de los dividendos, aunque su **elevada generación de caja** lo hará en gran medida.
- 4- Nuestro **precio objetivo**, que ofrece un potencial limitado (**múltiplo EV/EBITDA implícito de 10x vs 7,9x cotización promedio de comparables**) desde la cotización actual, nos lleva a emitir la **recomendación de mantener** tras el buen comportamiento relativo vs comparables.

Catalizadores

- 1- Desinversión activos no estratégico a múltiplos atractivos.
- 2- Normalización del escenario de precios de la energía antes de lo previsto (más allá de marzo de 2022).
- 3- Revisión al alza de los dividendos a partir de 2023.
- 4- Renegociación favorable en contratos de suministro que permita recuperar márgenes.

Riesgos

- 1- *Clawback* CO2 sin cambios antes de aprobación.
- 2- Revisión a la baja de los dividendos a partir de 2023.
- 3- Evolución negativa de las divisas.
- 4- Desarrollo del plan de inversiones por debajo de lo previsto.

1. Estrategia 2021-2025. Aceleración de inversiones con foco en renovables y redes.

Lectura mixta del plan estratégico, con unas inversiones por encima de nuestras estimaciones previas, y que esperamos lleve a un crecimiento significativo de los resultados del grupo en el próximo lustro, aunque la falta de concreción nos lleva a adoptar unas hipótesis más conservadoras en el área de renovables y comercialización principalmente. Estas mayores inversiones previstas implican una reducción en los dividendos a repartir. Tanto las inversiones como los dividendos serán financiados en un 84% por el flujo de caja de la propia compañía, el resto mediante emisiones de deuda, sin que se descarte la rotación de activos no estratégicos como parte de esta financiación:

Comparativa estimaciones (mln eur)	CMD	Consenso FactSet	R4e
EBITDA 2025e	4.800	4.329	4.311
Redes	2.730		2.552
Gestión de la Energía	470		494
Renovables	990		874
Comercialización	650		444
Beneficio neto 2025e	1.500	1.344	1.227
Capex 2021-2025	14.000	11.725	12.779
Redes	4.100		4.103
Gestión de la Energía	500		454
Renovables	8.700		7.327
Comercialización	700		700

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Inversiones

Se espera llevar a cabo una inversión de 14.000 mln eur (2.800 mln eur anuales medios vs 1.700 mn eur plan anterior, vs 12.779 mln eur R4e), focalizando el crecimiento en renovables (8.700 mln eur vs 7.327 mln eur R4e) y redes (4.100 mln eur, en línea con nuestras previsiones) donde se fijan retornos mínimos de doble dígito.

Renovables

La compañía cuenta con un *pipeline* de 24,8 GW, esperando instalar hasta 2025 9,4 GW en Europa, Australia, Estados Unidos y Chile (regiones de bajo riesgo, divisas fuertes, marcos regulatorios estables y elevada visibilidad). El 56% será en fotovoltaica, el 32% en eólica *onshore* y el resto en almacenamiento. La inversión por MW se estima que se sitúe en 0,925 mln eur/MW, y la inversión anual media en este negocio se estima esté en 1.730 mln eur (vs 470 mn eur medios en el periodo 2018-2022). De todos los MWs instalados un 20% tendrá exposición a mercado, 23% será a través de subastas y el resto con contratos PPA. Todas estas inversiones estiman que puedan llevar a un crecimiento del EBITDA del negocio del 22% anual hasta los 990 mln eur en 2025 (vs 360 mln eur en 2020, y 874 mln eur R4e). Nuestras estimaciones son más conservadoras en base a la falta de concreción, iremos ajustando a medida que el plan se vaya desarrollando. Nuestra valoración contempla la instalación de 7,3 GW y una inversión de 7.300 mln eur hasta 2025.

Por países: en Europa esperan instalar 5,2 GW (71% fotovoltaica, 26% eólica terrestre y 2% almacenamiento) para lo que cuentan con un *pipeline* de 12,7 GW; en Australia 2,2 GW (9% fotovoltaica, 59% eólica terrestre y 32% de almacenamiento) con un pipeline de 3,6 GW; en

Estados Unidos 1,2 GW (88% fotovoltaica y 12% almacenamiento) con un pipeline de 7,8 GW; y en Chile 0,7 GW (54%fotovoltaica y 46% eólica terrestre) con un pipeline de 0,7 GW.

Además, la compañía contempla oportunidades de inversión adicionales por 13.800 mln eur en programas *Next Generation* (movilidad sostenible, digitalización, eficiencia energética...), entre los que se incluyen 3.000 mln eur en gases renovables.

Redes

Se invertirá para una mayor digitalización, una reestructuración comercial en gas que reduzca riesgos y cumplir con estándares de calidad y seguridad para una mayor predictibilidad de los flujos de caja. La inversión anual media se reduce ligeramente respecto al plan anterior hasta los 820 mln eur anuales (vs 830 mln eur anterior) estimando que pueda llevar a un repunte anual del EBITDA del +2% hasta los 2.730 mln eur en 2025 (vs 2.470 mln eur en 2020, y 2.552 mln eur R4e). Las posibles desinversiones en LatAm podrían actuar de catalizadores.

Gestión de la energía

Se invertirán 500 mln eur en el periodo, buscando redimensionar la división, para mejorar la competitividad y reducir los riesgos. Estas inversiones se reducen significativamente respecto al plan anterior, esperando invertir una media anual de 90 mln eur (vs 310 mln eur anterior). Pese a estas inversiones se prevé que el EBITDA pueda caer un 4% de media anual hasta 470 mln eur en 2025 (vs 580 mln eur en 2020, y 494 mln eur R4e). Podría haber desinversiones en esta división para cristalizar valor (GNL, generación térmica LatAm...).

Comercialización

Buscando también mejorar la competitividad y una mayor digitalización, se invertirán 700 mln eur en el periodo. Doblando la inversión anual respecto al plan anterior hasta los 140 mln eur de media anual. Esto está previsto que permita un crecimiento del EBITDA en la división del 13% anual hasta 650 mln eur en 2025 (vs 360 mln eur en 2020, y 444 mln eur R4e).

Dividendos

El mayor volumen de inversión previsto lleva a una revisión a la baja de los dividendos respecto al plan anterior y se fija un dividendo anual de 1,20 eur/acc con cargo a 2021 y 2022, por encima del 100% de *pay-out*. Dividendo que supone una rentabilidad por dividendo desde la cotización actual del 5,5%. No obstante, el riesgo está en que esta cantidad será revisable, tanto al alza como a la baja, en 2023 según la evolución del plan. Nuestras previsiones contemplan un recorte para los próximos años hasta niveles de *pay-out* del 80%-85% para alcanzar los niveles de apalancamiento previstos.

Financiación del plan

La política de dividendos y la aceleración de las inversiones se financiará en un 84% por la propia generación de caja del grupo (que no incluye rotación de activos no estratégicos), esperando el resto financiarlo mediante emisiones de deuda (rating BBB con estabilidad prevista en el periodo), esperando que la deuda neta llegue a 16.800 mln eur en 2025 vs 13.600 mln eur en 2020 y 16.154 mln eur R4e en 2025, con mejora del ratio de apalancamiento FFO/DN hasta el 20,7% en 2025 vs

17,1% en 2020, con el ratio DN/EBITDA bajando ligeramente hasta 3,5x en 2025 desde 3,9x en 2020. La compañía sigue comprometida con desinversiones de activos no estratégicos.

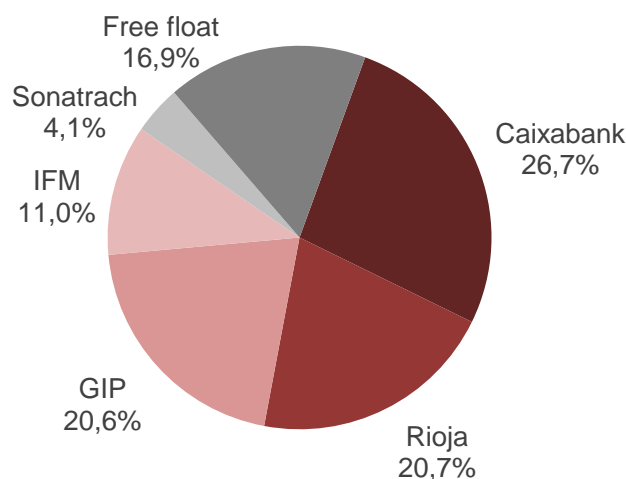
Estimaciones

A nivel grupo la compañía estima que el EBITDA alcance los 4.800 mln eur en 2025 (vs ordinario 3.714 mln eur en 2020, R4e 2025 4.311 mln eur, consenso FactSet 4.329 mln eur), +6,8% medio anual vs R4e +4,6%. Esperando que el beneficio neto alcance los 1.500 mln eur en 2025 (vs ordinario 872 mln eur en 2020, R4e 2025 1.227 mln eur, consenso FactSet 1.326 mln eur), +12% medio anual vs +7,1% R4e, consecuencia de unas hipótesis más conservadoras vs plan estratégico.

PYG (mln eur)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	ACC 20/25
Redes España	1.538	1.483	1.603	1.603	1.592	1.582	1.530	0,6%
Distribución Gas	891	861	937	913	888	864	839	-0,6%
Distribución Electricidad	647	621	666	690	704	718	690	2,1%
Redes LatAm	834	855	879	909	938	970	994	3,1%
Gas Chile	206	222	226	239	252	263	274	5,0%
Gas Brasil	203	201	214	228	243	259	268	5,0%
Gas México	222	226	233	241	246	252	256	2,5%
Electricidad Panamá	130	144	154	155	157	159	162	4,1%
Gas Argentina	52	45	39	35	32	29	27	-11,0%
Electricidad Argentina	21	17	13	11	9	8	7	-17,5%
Gestión Energía	487	625	467	524	512	494	490	0,3%
Mercados y Suministros	-223	-85	-100	-100	-100	-100	-100	-14,8%
GNL Internacional	129	220	230	240	231	221	221	11,4%
EMPL	240	155	0	0	0	0	0	n.r.
Generación térmica España	104	115	105	134	131	121	115	3,0%
Generación térmica LatAm	237	219	233	250	250	252	254	1,2%
Renovables	352	380	413	575	714	874	1.007	19,9%
España y Estados Unidos	272	284	295	423	500	573	648	16,1%
Australia	14	21	34	60	110	182	230	67,1%
LatAm	66	75	84	92	104	118	129	12,4%
Comercialización	326	377	419	438	448	444	441	6,4%
Otros	-88	-105	-55	-54	-54	-53	0	-9,7%
EBITDA R4e nuevo	3.449	3.615	3.727	3.995	4.151	4.311	4.463	4,6%
EBITDA R4 antiguo		3.787	3.600	3.622	3.638	3.663		1,2%
EBITDA consenso FactSet		3.656	3.858	4.026	4.122	4.329		4,6%
EBITDA Plan Estratégico						4.800		6,8%

2. Fin del proceso de OPA

El resultado final del proceso de OPA por parte de IFM se ha saldado con un nivel de aceptación del 10,83% (la oferta de 22,07 eur/acción era por el 22,69% del capital, fijando el éxito en un 17%), lo que llevó al fondo australiano, tal y como contemplaba el folleto, a renunciar a la condición mínima de aceptación. Esta participación, que ha aumentado tras la operación hasta el 11%, le da la opción de acceder a un puesto en el Consejo (en detrimento de algún independiente de los 5 actuales, parece que no hay intención de incrementar el número de miembros por el momento), que está compuesto actualmente por 12 miembros. Tras esta operación el *freefloat* de Naturgy se sitúa en el entorno del 17% del capital, quedando el accionariado configurado de la siguiente manera: Criteria, quien ha incrementado su participación en las últimas sesiones y que tiene como objetivo alcanzar el 29,99% del capital, tiene el 26,7%, Rioja 20,7%, GIP 20,6%, IFM 11% y Sonatrach 4,1%. Veremos si el incremento en el peso del accionariado por parte de Criteria le lleva a solicitar un puesto adicional en el Consejo (actualmente controla 2 de sus miembros), aunque dicho nombramiento, en caso de producirse, no debería suponer un problema para la entrada en el mismo por parte de IFM (recordamos que de los 12 miembros actuales, 2 corresponden a Criteria, 2 a GIP, 2 a Rioja, 1 es el CEO que es ejecutivo, y 5 son independientes).



3. Valoración y recomendación

Hemos revisado al alza nuestras estimaciones anteriores tras los últimos cambios en el *clawback* del gas, y esperando que el del CO2 siga el mismo desempeño, es decir, que tampoco tenga impacto en las cuentas de las compañías. Hemos realizado una valoración por suma de partes en la que valoramos individualmente cada uno de los negocios. Asumiendo estas nuevas estimaciones elevamos el precio objetivo hasta 24,77 eur (vs 22,05 eur previo), un potencial limitado respecto a la cotización actual que junto al mejor comportamiento relativo frente a las compañías comparables nos lleva a emitir la recomendación de MANTENER.

(mln de euros)	EV	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Redes España	17.629	1.603	11,0x
Distribución gas	10.308	937	11,0x
Distribución electricidad	7.321	666	11,0x
Redes LatAm	8.416	879	9,6x
Gas Chile	2.256	226	10,0x
Gas Brasil	2.141	214	10,0x
Gas México	2.334	233	10,0x
Electricidad Panamá	1.229	154	8,0x
Gas Argentina	352	39	9,0x
Electricidad Argentina	104	13	8,0x
Gestión energía	3.502	467	7,5x
Mercados y Suministros	-700	-100	7,0x
GNL Internacional	1.840	230	8,0x
Generación térmica España	733	105	7,0x
Generación térmica LatAm	1.629	233	7,0x
Renovables	5.823	413	14,1x
España y Estados Unidos	4.130	295	
Australia	514	34	
LatAm	1.179	84	
Comercialización	3.141	419	7,5x
Otros	-735	-105	
EV	37.776	3.727	10,1x
Empresas participadas y disponibles para venta	813		
Deuda neta 2021e	-11.410		
Bonos a perpetuidad	-1.502		
Provisiones	-1.298		
Minoritarios	-1.735		
Dividendo 2022	1.164		
Equity	23.807		
Nº de acciones	970		
Acciones propias	0,9%		
Precio por acción	24,77		

Fuente: Estimaciones propias, datos compañía.

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 19/23
Ventas	24.373	20.739	15.345	15.718	16.202	16.998	-4,9%
Coste de ventas	-17.576	-14.607	-10.033	-10.217	-10.491	-10.998	-6,8%
Margen Bruto	6.797	6.132	5.312	5.501	5.711	6.000	-0,5%
Gastos operativos	-2.778	-1.880	-1.863	-1.886	-1.985	-2.006	1,6%
EBITDA	4.019	4.252	3.449	3.615	3.727	3.995	-1,5%
EBITDA ordinario	4.413	4.348	3.714	4.045	3.727	3.995	-2,1%
Amortizaciones	-6.580	-1.714	-3.248	-1.583	-1.628	-1.688	-0,4%
EBIT	-2.167	2.634	466	2.032	2.099	2.307	-3,3%
Resultado financiero	-685	-585	-538	-406	-410	-414	-8,3%
Puesta en equivalencia	-513	75	36	70	75	77	0,5%
Otros y extraordinarios							n.a.
BAI	-3.365	2.124	-36	1.697	1.764	1.970	-1,9%
Impuestos sobre beneficios	779	-426	-19	-424	-441	-492	3,7%
Minoritarios	-226	-395	-316	-298	-307	-329	-100,0%
Otros	-10	98	24	51	0	0	-4,4%
Bº Neto	-2.822	1.401	-347	1.026	1.016	1.148	-4,9%
Márgenes y crecimiento (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Crec. Ventas	5,2%	-14,9%	-26,0%	2,4%	3,1%	4,9%	
Margen Bruto	27,9%	29,6%	34,6%	35,0%	35,3%	35,3%	
Crec. EBITDA	3,0%	5,8%	-18,9%	4,8%	3,1%	7,2%	
Margen EBITDA	16,5%	20,5%	22,5%	23,0%	23,5%	24,0%	
Crec. EBITDA ordinario	11,8%	-1,5%	-14,6%	-2,7%	3,1%	7,2%	
Margen EBITDA ordinario	18,1%	21,0%	24,2%	n.a.	n.a.	n.a.	
Crec. EBIT	n.a.	n.a.	-82,3%	336,1%	3,3%	9,9%	
Margen EBIT	-8,9%	12,7%	3,0%	n.a.	n.a.	n.a.	
Crec. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,9%	13,0%	
Balance (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Inmovilizado material	20.707	19.647	16.128	15.815	16.282	17.314	
Inmovilizado inmaterial	7.845	7.713	5.575	5.575	5.575	5.575	
Inmovilizado financiero	2.060	4.410	4.197	2.197	2.197	2.197	
Otro activo fijo	1.689	581	691	691	691	691	
Clientes	5.134	4.900	3.115	3.115	3.115	3.115	
Otro activo circulante	1.480	1.202	5.912	5.912	5.912	5.912	
Tesorería y equivalentes	1.716	2.685	3.927	6.129	5.821	5.103	
Total activo	40.631	41.138	39.545	39.434	39.593	39.907	
Recursos propios	10.948	10.551	8.028	7.619	7.471	7.455	
Minoritarios	3.647	3.425	3.237	3.535	3.842	4.172	
Deuda financiera a largo plazo	13.352	15.701	14.968	14.968	14.968	14.968	
Otros pasivos a largo plazo	5.677	4.808	4.062	6.062	6.062	6.062	
Deuda financiera a corto plazo	2.079	2.286	2.571	2.571	2.571	2.571	
Proveedores	4.067	3.744	3.230	3.230	3.230	3.230	
Otros pasivos a corto plazo	861	623	3.449	1.449	1.449	1.449	
Total pasivo	40.631	41.138	39.545	39.434	39.593	39.907	
Principales ratios	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Nº acciones (mln)	1.001	984	970	970	970	970	
Precio (eur)	22,26	22,40	18,96	22,92	22,92	22,92	
BPA (eur/acción)	-2,82	1,42	-0,36	1,06	1,05	1,18	
DPA (eur/acción)	1,40	1,34	1,41	1,48	1,20	1,20	
Payout (%)	103,0%	n.r.	97,8%	n.r.	113,5%	114,5%	
Rentabilidad por dividendo (%)	6,3%	6,0%	7,5%	6,5%	5,2%	5,2%	
VE/ Ventas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
VE/ EBITDA (x)	9,0	8,8	9,3	9,3	9,1	8,7	
VE/ EBIT (x)	n.a.	14,2	68,7	16,5	16,2	15,0	
PER (x)	n.a.	15,7	n.a.	21,7	21,9	19,4	
ROCE (%)	-8,8%	10,2%	2,2%	10,7%	10,9%	11,6%	
ROE (%)	-25,8%	13,3%	-4,3%	13,5%	13,6%	15,4%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	13.715	15.302	13.612	11.410	11.718	12.436	
Deuda neta / EBITDA (x)	3,4	3,6	3,9	3,2	3,1	3,1	
Cobertura de intereses (x)	-3,2	4,5	0,9	5,0	5,1	5,6	
Capex / ventas (%)	7,7%	7,7%	8,0%	8,1%	12,9%	16,0%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
EBIT	-2.167	2.634	466	2.032	2.099	2.307
Amortización de inmovilizado	6.580	1.714	3.248	1.583	1.628	1.688
Variación fondo de maniobra	1.107	-49	-613	-2.000	0	0
Resultado financiero	-1.198	-510	-502	-336	-335	-337
Impuestos	779	-426	-19	-424	-441	-492
Flujo de caja operativo	5.101	3.363	2.580	855	2.951	3.165
Inversiones en activo mat e inmat.	-2.557	-522	2.409	-1.270	-2.096	-2.720
Otras inversiones	-85	-1.242	103	2.000	0	0
Flujo de caja libre	2.459	1.599	5.092	1.586	855	445
Dividendos (sociedad dominante)	-1.401	-1.316	-1.370	-1.435	-1.164	-1.164
Otros movimientos de FF.PP.	287	-1.099	-1.310	0	0	0
Otros	174	-771	-722	2.051	0	0
Cambio en deuda neta	1.519	-1.587	1.690	2.202	-308	-718
Deuda neta (+) / caja neta (-)	13.715	15.302	13.612	11.410	11.718	12.436

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mIn)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mIn eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 22e
Naturgy Energy Group, S.A. *	970	22,92	22.224	Mantener	24,77	8,1%	5,2%
ENGIE SA.	2.435	13,11	31.931	Sobreponderar	16,50	25,8%	6,3%
Iberdrola SA *	6.366	10,09	64.234	Sobreponderar	12,73	26,2%	4,7%
Endesa S.A. *	1.059	19,20	20.323	Sobreponderar	24,96	30,0%	5,4%
EDP-Energias de Portugal SA	3.966	4,78	18.952	Sobreponderar	5,60	17,2%	4,0%
E.ON SE	2.641	11,03	29.134	Sobreponderar	12,80	16,0%	4,6%
RWE AG	676	32,75	22.146	Sobreponderar	41,00	25,2%	2,8%
Promedio						21,2%	4,7%

Compañía	PER 21e	PER 22e	Cto. Bº Neto 20-22e	PEG 21e	PEG 22e	ROE 21e	P/V C 21e
Naturgy Energy Group, S.A. *	21,7x	21,9x	n.a.	n.r.	n.r.	13,5%	2,9x
ENGIE SA.	11,5x	10,8x	38,6%	0,3x	0,3x	9,1%	1,0x
Iberdrola SA *	17,7x	15,8x	7,8%	2,3x	2,0x	9,7%	1,7x
Endesa S.A. *	12,1x	12,6x	-9,7%	n.r.	n.r.	24,2%	2,8x
EDP-Energias de Portugal SA	22,9x	20,8x	4,7%	4,9x	4,5x	8,5%	1,9x
E.ON SE	12,3x	12,1x	20,2%	0,6x	0,6x	37,5%	4,1x
RWE AG	17,2x	17,8x	-1,6%	n.r.	n.r.	7,2%	1,2x
Promedio	16,5x	16,0x	10,0%	1,6x	1,6x	15,7%	2,2x

Compañía	VE/EBITDA 21e	VE/EBITDA 22e	Cto. EBITDA 20-22e	Margen EBITDA 21e	EVG 21e	EVG 22e	DN/EBITDA 21e
Naturgy Energy Group, S.A. *	9,3x	9,1x	3,9%	23,0%	2,4x	2,3x	3,2x
ENGIE SA.	5,3x	5,2x	6,8%	17,6%	0,8x	0,8x	2,1x
Iberdrola SA *	9,7x	9,1x	9,7%	29,4%	1,0x	0,9x	3,7x
Endesa S.A. *	7,4x	7,6x	2,4%	20,2%	3,0x	3,1x	2,5x
EDP-Energias de Portugal SA	8,4x	8,2x	3,6%	28,6%	2,4x	2,3x	3,3x
E.ON SE	8,6x	8,6x	5,9%	12,4%	1,5x	1,4x	4,8x
RWE AG	6,9x	7,3x	1,4%	22,6%	5,0x	0,3x	0,6x
Promedio	8,0x	7,8x	4,8%	22,0%	1,7x	0,4x	2,9x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2021	1 año
Naturgy Energy Group, S.A. *	1,5%	2,0%	2,1%	4,9%	20,9%	20,2%
ENGIE SA.	-1,8%	-0,4%	10,9%	7,8%	4,7%	8,8%
Iberdrola SA *	-0,7%	0,2%	4,6%	-5,3%	-13,8%	-11,2%
Endesa S.A. *	-0,3%	0,0%	1,0%	-7,7%	-14,1%	-22,3%
EDP-Energias de Portugal SA	-0,3%	0,6%	0,1%	0,5%	-7,3%	7,4%
E.ON SE	-0,6%	0,0%	3,2%	-2,1%	21,7%	21,9%
RWE AG	-2,0%	1,9%	1,5%	-0,2%	-5,3%	-3,8%
Ibex 35	-1,7%	-3,6%	-2,7%	-1,7%	8,4%	10,4%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses.



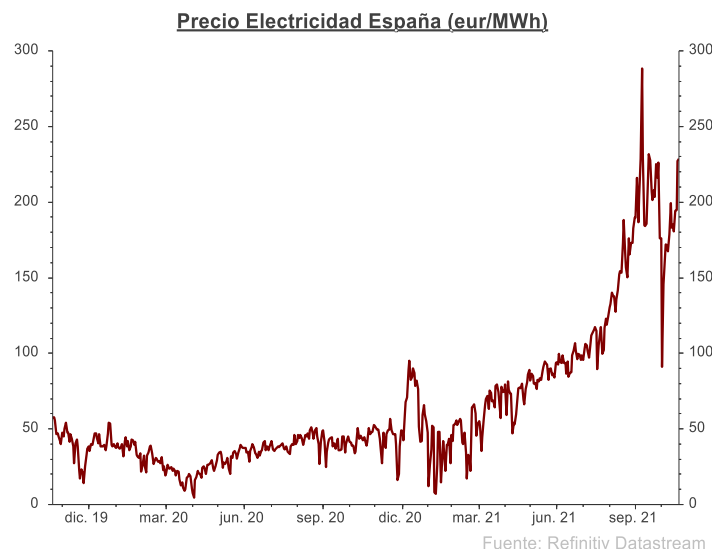
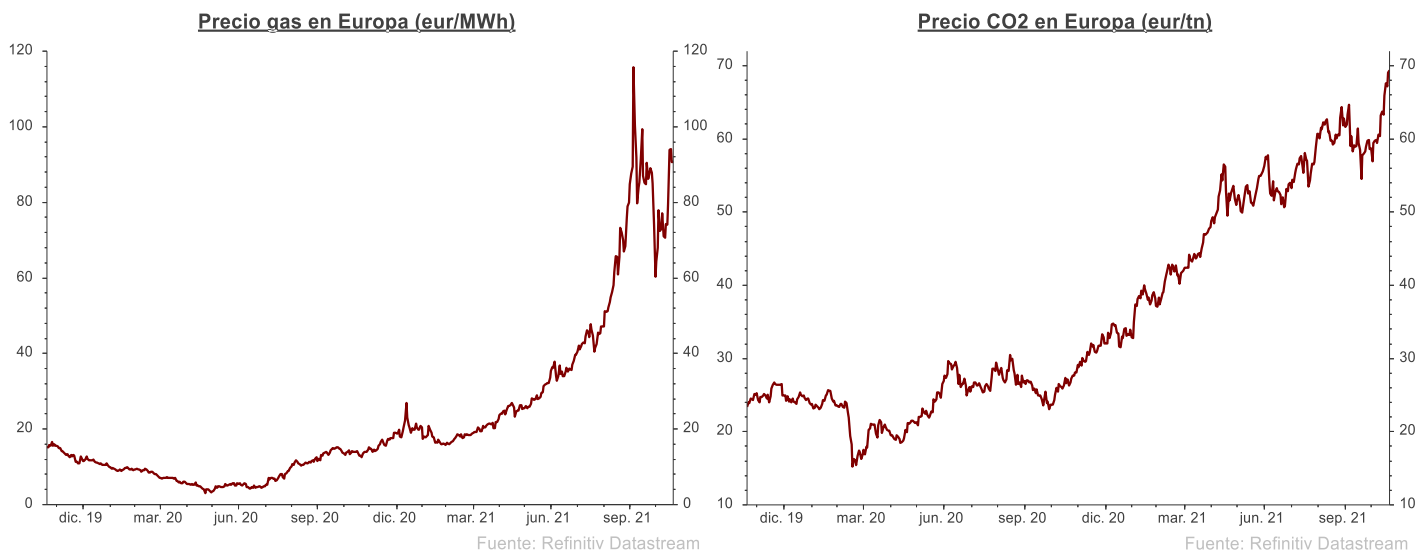
©FaciSet Research Systems

ANEXO:

1. Real Decreto-Ley 17/2021.

Contexto

La escalada en el precio del pool en España como consecuencia del incremento en el precio del gas y de los derechos de CO2 ha provocado una tormenta en el sector tras la aprobación por parte del Gobierno del RDL que busca reducir la factura de la electricidad.



Las recientes caídas en el precio del gas, ante las mayores exportaciones previstas desde Rusia a Europa, han moderado significativamente los precios del *pool* y de los futuros respecto a los vistos en octubre, aunque siguen en niveles relativamente elevados con respecto a los planes estratégicos de las compañías (entre 47 y 53 eur/MWh). Según apuntan los futuros, los precios empezarán a moderarse a partir del segundo trimestre de 2022, aunque es previsible que sigan

en niveles superiores a los contemplados en los planes estratégicos hasta al menos 2024. Todo dependerá de cómo evolucione el precio del gas (muy dependiente de las importaciones desde Rusia y del momento de puesta en marcha del gaseoducto *Nord Stream 2*, previsto al 50% en 1T22, así como de la climatología), y de los precios de los derechos de emisión de CO₂, que es previsible que sigan subiendo el próximo año (pronósticos hablan de +50% en 2022).

Precio Futuros electricidad España	eur/MWh
Día 16-nov-2021	194,2
Mes dic-2021	196,0
Trimestre 1-2022	193,0
Trimestre 2-2022	107,0
Trimestre 3-2022	105,3
Trimestre 4-2022	105,0
Trimestre 1-2023	77,1
Trimestre 2-2023	69,9
Trimestre 3-2023	73,0
Trimestre 4-2023	82,0
Año 2022	127,3
Año 2023	75,5
Año 2024	57,3
Año 2025	49,0
Año 2026	46,8
Año 2027	41,8
Año 2028	40,7
Año 2029	39,5
Año 2030	39,2
Año 2031	39,1

Fuente: M.EFF.

Medidas aprobadas

Medidas temporales generales.

- 1- Rebaja del impuesto Especial de la electricidad del 5,11% al 0,5%.
- 2- Suspensión del impuesto a la generación del 7% hasta final de año.
- 3- Incremento en 900 mln eur de la aportación de la recaudación de las subastas de CO₂ destinada a cubrir costes del sistema eléctrico hasta los 2.000 mln eur durante 2021 (antes estaban presupuestados 1.100 mln eur).
- 4- *Clawback* del gas. Minoración temporal de los ingresos extraordinarios por los elevados precios del gas en centrales no emisoras. Inicialmente esta medida incluía todas las centrales hidráulicas, nucleares y renovables, pero tras las presiones por parte de los distintos agentes del sector, el escaso efecto para la reducción de la factura y la posibilidad de que esta ley pudiese ser tumbada por los tribunales en un futuro, el Gobierno moderó significativamente su propuesta inicial, que recordamos que estimaba que minorase los ingresos de las compañías en 2.600 mln eur hasta el 31 de marzo de 2022 (según evolución del precio del gas, aplicable cuando el precio del gas sea igual o superior a 20 eur/MWh, aplicando un factor de modulación del 90%). La primera modificación sólo incluía, dentro de las tecnologías afectadas, aquellos proyectos que se veían beneficiados de la subida del precio del *pool* y los PPAs con

comercializadoras del grupo; se excluían PPAs a precio fijo, reguladas e instalaciones inferiores a 10 MW, y final). Finalmente, se excluirán todos aquellos que ya tuvieran formalizados, antes de la entrada en vigor del RDL el 16 de septiembre, y los que se formalicen tras dicha fecha, contratos a precio fijo y a largo plazo, sin que se haya especificado ninguna referencia de precios. Esta última modificación, deja sin prácticamente impacto las cuentas de resultados de las compañías. El impacto vendrá como consecuencia de las producciones que se lleven a cabo por encima de la cantidad contratada previamente en cada uno de los proyectos, aunque entendemos que las posiciones cortas por mayor comercialización de electricidad frente a la producción, dan capacidad, principalmente a Endesa e Iberdrola, de lograr ajustar los precios para mitigar el impacto. En consecuencia, consideramos que el impacto será prácticamente nulo en cada una de las compañías analizadas.

Medidas específicas permanentes para clientes vulnerables, familias y pymes.

- 1-** Prohibición del corte del servicio por impago del suministro mínimo vital a los beneficiarios del Bono Social durante 6 meses adicionales a los 4 meses ya existentes. El bono social para consumidores vulnerables se amplía hasta marzo de 2022 y cubrirá el 60% de la factura (antes el 25%), mientras que el de vulnerables severos llegará hasta el 70% (antes del 40%). Además, se aprueba un cheque de 90 euros por hogar para cubrir los costes de calefacción a partir de diciembre (bono social térmico que podría alcanzar hasta los 124 euros)
- 2-** Se limita el crecimiento de la tarifa del gas por el impacto del coste de la materia prima (en la última revisión trimestral del 1 de octubre fue del +4,6% en lugar del +29%), cuyo efecto entendemos será recuperado en el futuro, al menos parcialmente, a través de derechos de cobro que se recuperarán en facturas futuras, sin descartar que genere un nuevo déficit de tarifa. El impacto entendemos que sería en balance y no en cuenta de resultados.
- 3-** Creación de un nuevo mecanismo para contratación a plazo de electricidad para el tejido industrial, a través del que grandes productores ofertarán electricidad en proporción a su cuota (Iberdrola, Endesa, Naturgy y EDP ofertarán 15.830 GWh, un 6,3% de la demanda nacional de 2020). Esta electricidad podrá ser adquirida por comercializadoras independientes y grandes consumidores, que podrán suscribir contratos a plazo con un periodo superior a un año, permitiendo además que la tarifa regulada incorpore la referencia de precio de la subasta con una ponderación máxima del 10%. A priori es difícil de saber cuál va a ser el origen de esta electricidad ya que las compañías obligadas a ofertarla ya tienen vendidas sus producciones previamente, además de que el efecto buscado con esta medida de reducir el precio lo vemos altamente improbable, ya que las comercializadoras podrían aprovecharse de un arbitraje con precio del *pool* y vender a mercado sin riesgo, por lo que el precio de estas subastas se aproximará previsiblemente al precio mayorista, dejando sin efecto la medida.

Otras medidas medio ambientales

- 1-** Se modifica la ley de Aguas para ordenar el uso del agua como bien ambiental y social de primer orden, limitando el ritmo de desembalsado mensual y fijando las reservas mínimas.

Además

- 1-** Sigue vigente la bajada del IVA para suministros de hasta 10 kW del 21% al 10%.

Clawback del CO2

Consiste en aplicar a las plantas hidráulicas, nucleares y renovables anteriores a octubre de 2003 una reducción del ingreso a partir de un precio en el CO2 de 20,67 eur, descontando el 7% de la deducción de ingresos, y aplicando un ajuste del 90%. Este efecto consideramos que será recurrente para las compañías en la medida en que los precios del CO2 se esperan que sigan subiendo en el medio plazo.

Esta medida, anunciada en agosto, es altamente probable que pueda ser modificada hasta su aprobación (actualmente discutiéndose en el Congreso) según se desprende de las recientes declaraciones por parte de la Ministra de Energía y de los comentarios por parte de los equipos gestores de las compañías que consideran va en contra de los objetivos de descarbonización europeos. En principio esperamos que siga el mismo camino que el *clawback* del gas y las producciones que vendan a precio fijo a largo plazo se vean exentas de esta medida. Esta hipótesis es la que asumimos en nuestro escenario de valoración. Es previsible que antes de la finalización del año veamos cual es la decisión final.

Vinculación de la tarifa regulada PVPC y la industrial al precio de las renovables reguladas.

Se espera que, a través de un nuevo RDL, se ligue la tarifa regulada PVPC (alrededor de un 40% de los clientes minoristas en España) y la industrial al coste de las renovables reguladas a partir de 2022. Las renovables reguladas generan alrededor de 55 TWh y cubriría los 25 TWh de consumo de la tarifa regulada y los 30-35 TWh de la industrial. Los precios que se barajan estarían entre 57 y 60 eur/MWh, que corresponden a la banda alta de la tarifa y que se revisa en semiperiodos de 3 años, en los que se ajusta en función de los precios del periodo anterior. Esta medida podría afectar puntualmente a la liquidez de las compañías, pero no sobre los retornos de los proyectos, que se establecieron en el 7,1% anual garantizado durante 20 años.

Impacto estimado

En la siguiente tabla calculamos el impacto que podrían tener cada uno de los *clawbacks* por MWh (sabiendo que los MWh afectados por el *clawback* del gas de las compañías analizadas estarán alrededor de cero, y que el *clawback* del CO2 puede ser moderado en las próximas semanas).

Efecto <i>clawbacks</i> (eur/MWh)	15/09/2021	15/11/2021	% cambio
Precio gas (1)	66	80	21%
Coste variable Ciclo Combinado (2)	2,00x	2,00x	
Precio CO2 (3)	60	66	10%
Factor emisión Ciclo Combinado (4)	0,37x	0,37x	
Precio Pool (5)=(1)*(2)+(3)*(4)	153	183	20%
Precio gas (6)	66	80	
Límite precio gas (7)	20	20	
Factor minoración (8)	0,55x	0,55x	
% horas Ciclos fijan precio pool (9)	73%	73%	
Factor de modulación (10)	90%	90%	
Gas <i>clawback</i> (11)=((6)-(7))/(8))*(9)*(10)	54	71	31%
Precio CO2 (12)	60	66	
Límite precio CO2 (13)	20,67	20,67	
Factor emisión Ciclo Combinado (14)	0,37x	0,37x	
Factor de modulación (15)	90%	90%	
% horas Ciclos fijan precio pool (16)	73%	73%	
Exclusión tasa 7% (17)	93%	93%	
CO2 <i>clawback</i> (18)=((12)-(13))*(14)*(15)*(16)*(17)	9	10	16%
Clawback total (19)=(11)+(18)	63	81	29%
Precio tras <i>clawback</i> (20)=(5)-(19)	90	102	14%

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco, Refinitiv Datastream.

En la siguiente tabla reflejamos el impacto que podría tener el *clawback* del CO2 en la cuenta de resultados de cada compañía en caso de que finalmente no se dejen exentas las producciones vendidas a precio fijo a largo plazo, cosa que, según se desprende de las declaraciones por parte del Gobierno y de los equipos gestores de las compañías, vemos altamente improbable:

	Endesa	Iberdrola	Naturgy
Producción afectada/Producción total	~33 GWh/60 GWh	~40 GWh/160 GWh	~11 GWh/40 GWh
Impacto claw back CO2 mln eur a nivel EBITDA (efecto recurrente previsto a partir de 2022 a precios de CO2)	-292	-354	-113
Impacto neto EBITDA 2022 previo	-7,5%	-3,0%	-3,0%
Impacto neto Beneficio neto 2022 previo	-13,0%	-6,4%	-8,3%

Fuente: estimaciones Renta 4 Banco.

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 Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Almagro y Renta Corporación Real Estate SA, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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: 64% Sobreponderar, 27% Mantener y 9% Infraponderar.